



Банк России



2020 год

# ОБЗОР РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА И ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Аналитический материал

Москва  
2021

# СОДЕРЖАНИЕ

Резюме.....	2
1. Макроэкономические условия.....	3
2. Российские финансовые организации в 2020 году: рост с ориентиром на доходность.....	5
2.1. Активы финансовых организаций.....	6
2.2. Динамика ресурсной базы финансовых организаций.....	9
2.3. Распределение финансовых активов по сегментам рынка.....	11
3. Доходы банков: снижение чистой процентной маржи стимулирует к поиску новых видов доходов.....	13
3.1. Процентные доходы и расходы.....	13
3.2. Чистый процентный доход.....	15
3.3. Комиссионные доходы.....	15
Врезка 1. Становление банковских экосистем и диверсификация банковского бизнеса.....	17
4. Банковское кредитование. Уверенный рост в пандемию.....	21
4.1. Розничное кредитование.....	21
4.2. Корпоративное кредитование.....	23
4.3. Рост кредитования по плавающей ставке.....	25
Врезка 2. Кредитный риск в условиях пандемии: рост долговой нагрузки без существенного ухудшения качества кредитных требований.....	28
5. Вложения физических лиц через НФО.....	31
Врезка 3. Вклады населения в банках: снижение объема и сроков.....	38
6. Рынок облигаций.....	40
6.1. Корпоративные облигации.....	43
Врезка 4. Нефинансовые компании на рынке кросс-валютных свопов: хеджирование или накопление рисков?.....	47
6.2. Рынок ОФЗ и корпоративные облигации: способствовал ли рост рынка ОФЗ вытеснению спроса на корпоративный долг?.....	54
6.3. Структурные облигации.....	56
7. Фондовый и валютный рынки: поведение участников (биржевые и внебиржевые данные).....	60
7.1. Иностранские акции и паи.....	60
7.2. Российские акции и паи.....	61
7.3. Долговые инструменты.....	61
7.4. Валюта.....	62
Приложение. Финансовый результат НФО и банковского сектора.....	64
Список сокращений и условных обозначений.....	74

Материал подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования.

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

При использовании материалов выпуска ссылка на Банк России обязательна.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2021

## РЕЗЮМЕ

- Практически все сегменты российского финансового рынка по итогам 2020 года продемонстрировали уверенный рост. К этому привело как повышение цен рыночных активов, так и увеличение объема предложения финансовых инструментов на рынке (включая кредиты).
- Смягчение ДКП, стимулирующие меры центральных банков и правительств во всем мире в ответ на разразившуюся эпидемию коронавируса, введение и постепенное снятие карантинных ограничений определяли развитие экономики и динамику финансовых рынков в 2020 году. Благодаря принятым мерам российская финансовая система смогла быстро выйти из фазы высокой рыночной турбулентности.
- Режим удаленной работы и вынужденной самоизоляции дал толчок более активному развитию дистанционных методов ведения бизнеса, ускоренному формированию электронных платформ и экосистем.
- Низкие процентные ставки способствовали снижению процентного дохода российских банков. С одной стороны, сокращение процентной маржи стимулировало банки развивать непроцентные (комиссионные) доходы и небанковские направления деятельности. С другой стороны, перспектива роста процентных ставок повысила интерес банков к развитию кредитования по плавающей ставке. В дальнейшем это может привести к накоплению процентного риска у тех заемщиков, которые могут не обладать компетенциями и ресурсами для управления им.
- Низкие ставки и программа льготной ипотеки способствовали увеличению сроков предоставленных кредитов населению. При этом сократились сроки банковских вкладов физических лиц и вырос приток денег физических лиц на финансовый рынок.
- Поиск населением потенциально более доходных инструментов для вложения средств изменил профиль риска: увеличилась подверженность рыночным (кредитным, ценовым) рискам.
- В 2020 году выросло число людей, которые впервые приобрели альтернативные банковским депозитам финансовые инструменты. Существенно увеличился спрос физических лиц на структурные продукты, а также другие инструменты с повышенными рисками, одновременно возросли риски мисселинга. Это потребовало ограничения Банком России продаж сложных продуктов неквалифицированным инвесторам, которые могут не в полной мере осознавать риски таких продуктов.
- Кредитные ресурсы продолжали стабильно поступать в экономику, несмотря на пандемию. Корпоративное кредитование и объем рынка корпоративных облигаций демонстрировали уверенный рост. При этом рост кредитных рисков в 2020 году оказался не таким существенным, как можно было бы ожидать исходя из глубины падения экономики в II квартале.
- Отсутствие значительного расширения кредитных спредов явилось одной из причин снижения ликвидности рынка корпоративных облигаций при восстановлении рынка после периода повышенной волатильности в марте. Компании-экспортеры продолжали сочетать выпуск рублевых облигаций и заключение деривативной сделки для получения более дешевого (по сравнению с иными источниками) финансирования в иностранной валюте. Это обусловлено разницей в ценообразовании кредитных и деривативных продуктов.
- Увеличение объемов выпуска ОФЗ в 2,5 раза по сравнению с 2019 годом не стало фактором замещения спроса на корпоративные облигации. Рост объемов покупок банками ОФЗ с плавающим купоном был связан с низким процентным риском инструмента, который в отличие от корпоративных облигаций не создавал нагрузку на банковский капитал.

## 1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

Мировая и российская экономика в 2020 году столкнулась с кризисом новой природы, вызванным пандемией коронавируса. Для борьбы с последствиями распространения болезни и уменьшения нагрузки на системы здравоохранения власти многих стран были вынуждены ввести ограничительные меры, направленные на сокращение контактов и перемещений людей как внутри стран, так и между ними. Самые жесткие меры в большинстве стран пришлось на II квартал, что привело к значительному падению экономической активности. По мере ослабления ограничений в конце II – начале III квартала мировая экономика стала постепенно восстанавливаться, однако ее выход на до-коронавирусные уровни состоится только в 2021 году. В итоге мировой ВВП в 2020 году, по оценке МВФ, снизился на 3,5%, российский – на 3,1%.

Важная особенность коронакризиса заключалась в том, что он затронул все без исключения страны и регионы мира, то есть оказался в полной мере глобальным. Кроме того, пандемия в своей наиболее острой фазе породила масштабные отрицательные шоки в экономике одновременно на стороне спроса и предложения. С точки зрения вопросов поддержания ценовой стабильности центральные банки в начале пандемии предполагали, что совокупный эффект коронакризиса окажется дезинфляционным. С одной стороны, это сигнализировало о необходимости перехода к мягкой денежно-кредитной политике в дополнение к объявленным антикризисным мерам бюджетной поддержки. С другой стороны, вызванный пандемией беспрецедентный рост неопределенности стал источником повышенных рисков для финансовой стабильности в наиболее острую фазу коронакризиса. Это потребовало от ряда центральных банков СФР осторожности при выборе момента и темпов снижения процентных ставок. В свою очередь, смягчение денежно-кредитной политики и меры по поддержанию финансовой стабильности в развитых странах позволили стабилизировать ситуацию на финансовых рынках и серьезно снизить волатильность, возросшую в начале года из-за увеличения неопределенности. Это остановило отток капитала из СФР, предоставив дополнительные возможности для смягчения денежно-кредитной политики и в этой группе стран. В итоге большинство центральных банков СФР в течение 2020 года снизило ключевую ставку до минимальных исторических уровней или близко к ним.

Банк России также перешел к мягкой денежно-кредитной политике: ключевая ставка совокупно с начала года была снижена на 200 б.п., до 4,25%, к концу июля и находилась на этом уровне оставшуюся часть года. Помимо смягчения ДКП, Банком России был принят целый ряд мер макропруденциального и регуляторного характера, которые смягчили влияние пандемии на финансовый сектор. Значительно выросли и бюджетные расходы, в том числе на субсидирование процентных ставок. Контрциклическая политика явилась одним из драйверов восстановления экономической активности во втором полугодии 2020 года. Немаловажную роль в этом сыграл финансовый сектор, который стал проводником смягчения политики. К тому же сам финансовый сектор<sup>1</sup> в 2020 году вырос на 7,9% в реальном выражении, замедлив темпы падения российского ВВП. Для сравнения: в 2015 году финансовый сектор внес отрицательный вклад в динамику ВВП, снизившись на 6,4%.

<sup>1</sup> Раздел К «Деятельность финансовая и страховая» по Общероссийскому классификатору видов экономической деятельности (ОКВЭД 2).

Смягчение денежно-кредитной политики и другие меры Банка России в 2020 году привели к усилению отдельных тенденций, наметившихся еще до пандемии, а также развороту ряда трендов, наблюдавшихся до 2020 года. Ключевыми из них стали:

- Ускорение тенденции к переходу в альтернативные традиционным банковским депозитам финансовые инструменты. Снижение ставок по депозитам стимулировало поиск новых инструментов с потенциально более высокой доходностью (в том числе и с более высоким риском).
- Снижение ставок по депозитам также привело к значительному снижению срочности (дюрации) пассивов банков, особенно в части средств физических лиц: значительно выросла доля текущих счетов при снижении доли срочных депозитов.
- Отток средств со счетов банков в наличные деньги, который стал одним из основных факторов снижения структурного профицита ликвидности с временным переходом к дефициту ликвидности в конце 2020 года.
- Ускорение роста кредитования, спрос на которое крайне чувствителен к снижению ставок на фоне смягчения ДКП (ипотека) и которое дополнительно было простимулировано запуском льготных программ.
- Рост комиссионных доходов банков в условиях общего снижения процентных ставок в экономике.

Быстрое восстановление спроса и повышенное инфляционное давление в начале 2021 года формируют необходимость возвращения к нейтральной денежно-кредитной политике. Совет директоров Банка России 19 марта 2021 года принял решение повысить ключевую ставку на 25 б.п., до 4,5%, и продолжит определять сроки и темпы возврата к нейтральной денежно-кредитной политике. При этом денежно-кредитные условия будут оставаться мягкими до возвращения ключевой ставки к нейтральному уровню (5–6%), поддерживая рост кредитования. Восстановление экономической активности и доходов населения, а также накопленный уровень буферов должны обеспечить плавную адаптацию финансовой системы к нормализации денежно-кредитной политики и выходу из регуляторных послаблений.

## 2. РОССИЙСКИЕ ФИНАНСОВЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ В 2020 ГОДУ: РОСТ С ОРИЕНТИРОМ НА ДОХОДНОСТЬ

- Российские банки продолжают занимать доминирующее положение среди организаций финансового сектора. Кроме того, продолжили рост активы организаций, связанных с индустрией управления активами: успешная в целом (несмотря на спад в период с конца февраля до начала апреля) динамика финансовых рынков, переход к мягкой денежно-кредитной политике и стимулирующие меры российских и мировых регуляторов способствовали этой тенденции.
- Активы небанковских финансовых организаций увеличились, однако степень изменения была неоднородной: активы НПФ замедлили свой рост (в основном в связи с сокращением количества клиентов НПФ), активы ПИФов, профучастников-НФО, а также вложения населения через брокеров – выросли сильнее. Активы страховых компаний также увеличились в связи с ростом спроса физических лиц на банковские кредиты на фоне смягчения ДКП и действия льготных ипотечных программ; однако сегмент инвестиционного страхования жизни продолжил сокращаться.
- Вклады физических лиц и нефинансовых компаний в банках оставались основными источниками формирования активов финансовых организаций. Рост средств на счетах компаний в 2020 году в значительной мере был обусловлен ростом бюджетных расходов, связанных с последствиями пандемии коронавируса. При этом скорость прироста вкладов физических лиц в ресурсной базе замедлилась в связи с поиском населением более доходных альтернатив для вложения средств.
- Среди сегментов рынка сильнее всего за прошедший год в номинальном выражении вырос объем банковских кредитов. Рост объемов размещения госбумаг Минфином России способствовал увеличению доли государственных облигаций. Рынок корпоративных облигаций российских эмитентов увеличился на сопоставимую с ростом сегмента госбумаг величину (в процентном отношении). Достаточно скромным оказался рост объема российских акций, учтенных на счетах в российских депозитариях, в то время как объем иностранных акций и депозитарных расписок, а также облигаций иностранных эмитентов<sup>1</sup> увеличился на треть.

Российские банки по-прежнему лидируют среди российских финансовых организаций<sup>2</sup>. В то же время в последние годы отчетливо проявилась тенденция роста доли небанковских финансовых организаций, чья деятельность связана с управлением активами (страховых организаций, профессиональных участников – некредитных финансовых организаций). Развитием тенденции предыдущих периодов явился также **рост вложений физических лиц в акции, облигации и структурные финансовые инструменты**, которые в том числе осуществлялись через финансовых посредников – брокеров и компании, занимающиеся доверительным управлением. При этом часто такой рост наблюдался в связанных с банковскими группами брокерских и управляющих компаниях.

Для целей анализа динамики и развития российского финансового сектора мы выделили активы финансовых организаций, которые участвуют в перераспределении финансовых ре-

<sup>1</sup> Объем иностранных акций, депозитарных расписок, а также облигаций, выпущенных иностранными эмитентами, включает ценные бумаги, эмитированные нерезидентами, как связанными, так и не связанными с российскими компаниями.

<sup>2</sup> Для целей настоящего обзора к финансовым организациям мы относим кредитные и некредитные финансовые организации: страховые организации, негосударственные пенсионные фонды, управляющие компании, профучастников рынка ценных бумаг, а также микрофинансовые организации.

сурсов от своего имени, и оценили объем средств, инвестированных через финансовых посредников – некредитные финансовые организации:

- активы банков;
- активы страховых организаций;
- активы негосударственных пенсионных фондов;
- профильные активы микрофинансовых организаций;
- портфели в доверительном управлении;
- активы профессиональных участников – НФО и управляющих компаний;
- активы бирж;
- активы паевых инвестиционных фондов;
- вложения физических лиц в акции и облигации.

Далее мы рассмотрим тенденции, которые способствовали перераспределению между сегментами финансового сектора в 2020 году.

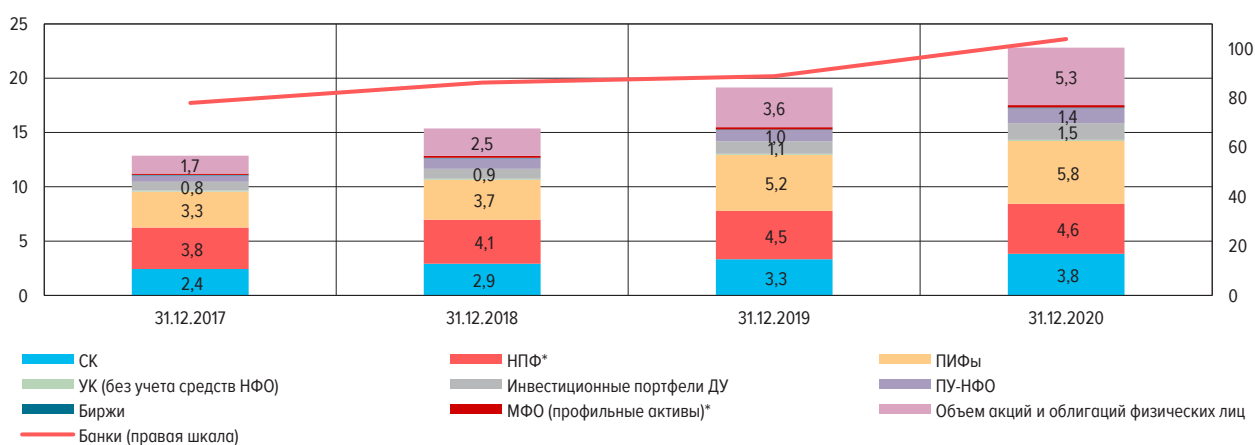
## 2.1. Активы финансовых организаций

Вопреки вызовам, которые принес в нашу жизнь прошедший год, активы финансовых организаций продолжили тенденцию последних лет и выросли, достигнув уровня в 126,3 трлн рублей (118,5% к уровню ВВП)<sup>3</sup>.

Основную часть совокупных активов российских финансовых организаций продолжили занимать активы российских банков (82%). Несмотря на заметный рост доли и объема активов небанковских финансовых организаций (рис. 1, 2), мы ожидаем сохранения российскими банками своего доминирующего положения в российской финансовой системе в среднесрочной перспективе. Основную причину мы видим в том, что, обладая значительными ресурсами, банки часто выстраивают бизнес в смежных с банковскими услугами отраслях. Негосударственные пенсионные фонды, страховые и управляющие компании часто входят в банковские группы, а крупнейшие по активам ПУ-НФО, по сути, являются инвестиционными подразделениями банков. Кроме того, средства, инвестированные клиентами банков в рублевые инструменты финансового рынка со своих банковских счетов, в конечном итоге все равно возвращаются

АКТИВЫ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ И ИНВЕСТИРОВАННЫЕ СРЕДСТВА ЧЕРЕЗ ПОСРЕДНИКОВ-НФО  
(НА ДАТУ, ТРЛН РУБ.)

Рис. 1

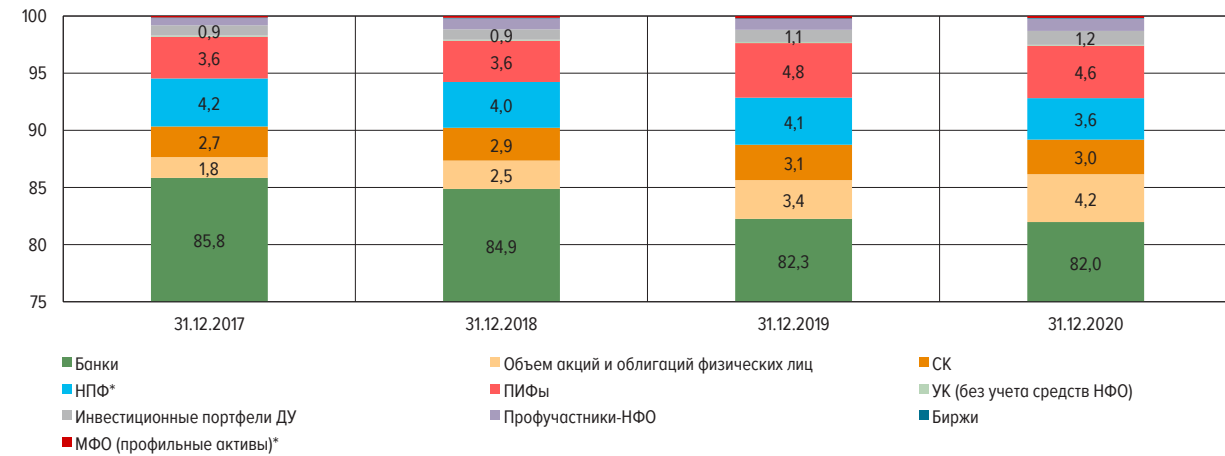


\* По данным на 30.09.2020.  
Источник: Банк России.

<sup>3</sup> Данный расчет включает дублирование в смежных сегментах. Например, негосударственные пенсионные фонды могут размещать свои активы в банковские депозиты, что увеличит пассивы, а также отразится на активах банков.

**РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ И СРЕДСТВ, ИНВЕСТИРОВАННЫХ  
ЧЕРЕЗ ПОСРЕДНИКОВ – НФО**  
(НА ДАТУ, %)

Рис. 2

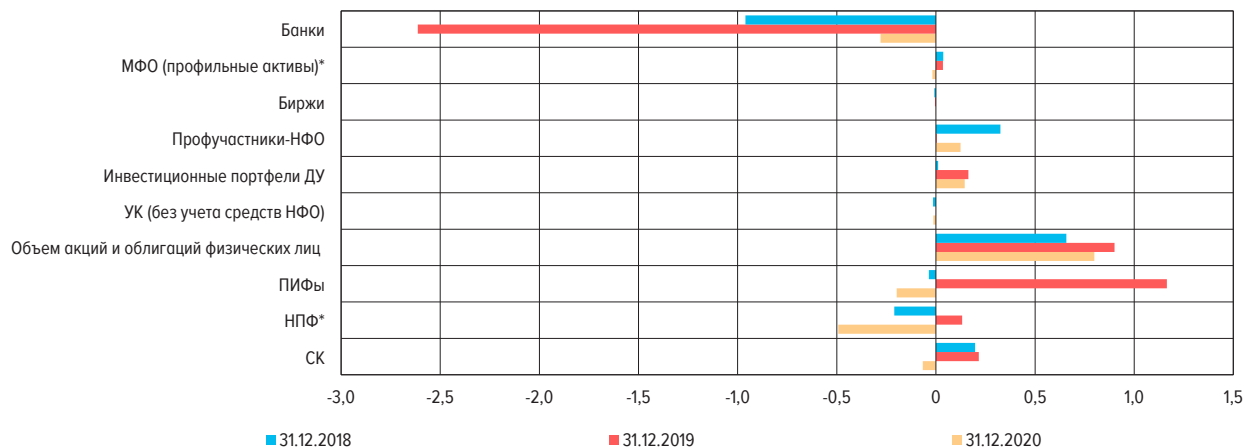


\* По данным на 30.09.2020.

Источник: Банк России.

**ПРИРОСТ ДОЛЕЙ АКТИВОВ В СОВОКУПНЫХ АКТИВАХ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ**  
(НА ДАТУ, П.П., Г/Г)

Рис. 3



\* По данным на 30.09.2020.

Источник: Банк России.

в банки в виде остатков средств и депозитов других клиентов, финансовых и нефинансовых компаний – получателей средств.

В последнее время также наметилась еще одна тенденция: российские банки начинают выходить за пределы традиционного банковского бизнеса, образуя экосистемы с предложением нефинансовых услуг клиентам на базе своих платформ (подробнее см. во врезке 1 «Становление банковских экосистем и диверсификация банковского бизнеса»). Это специфическая российская особенность, так как в мировой практике экосистемы, как правило, создаются на базе платформ крупных высокотехнологических компаний (биг-теха), которые изначально не специализировались на предоставлении банковских услуг. Такие компании могут предоставлять некоторые сервисы, присущие традиционному банковскому бизнесу (например, платежный), но их проникновение в традиционные банковские услуги все же ограничено.

Финансовые организации, связанные с управлением активами, продолжили рост в 2020 году (рис. 3). Основным фактором роста явилась в целом позитивная динамика финансовых рынков: смягчение денежно-кредитной политики и стимулирующие меры центральных банков и правительств способствовали росту стоимости активов. Помимо этого, низкие процентные



ставки стимулировали розничных инвесторов к поиску более доходных вложений, что также отразилось на индустрии управления активами и финансовых посредниках.

В то же время **активы негосударственных пенсионных фондов** в 2020 году замедлили свой рост (до 3% за 9 месяцев 2020 года<sup>4</sup> по сравнению с 7% за такой же период 2019 года), и их доля в совокупных активах финансовых организаций несколько снизилась. С одной стороны, росту активов НПФ способствовала положительная доходность от инвестирования. С другой стороны, количество клиентов НПФ продолжило сокращаться: подавляющему большинству застрахованных лиц, которые выходят на пенсию, в рамках обязательного пенсионного страхования выплачивалась единовременная выплата. Число участников негосударственных пенсионных программ также уменьшалось: сокращение расходов компаний в 2020 году из-за последствий пандемии коронавируса способствовало урезанию пенсионных программ.

Развитием тенденции 2019 года стал **рост вложений физических лиц в финансовые инструменты через брокеров**<sup>5</sup>. Снижение процентных ставок по банковским депозитам явилось ключевой причиной поиска населением потенциально более доходных альтернатив. Кроме того, высокие реализованные доходы по вложениям в рыночные инструменты в предыдущие периоды и упрощение процесса приобретения таких инструментов за счет цифровизации продаж и развития мобильных приложений также стимулировали увеличение вложений физических лиц в альтернативные инструменты в 2020 году (подробнее см. в разделе «Вложения физических лиц через НФО»).

Активы **паевых инвестиционных фондов** также выросли в 2020 году. Этому в большой степени способствовал высокий спрос на паи со стороны розничных инвесторов (что подтверждается ростом почти в два раза в 2020 году числа пайщиков – физических лиц, вышедших на рынок ПИФов). Наибольшим интересом у новых инвесторов пользовался сегмент биржевых ПИФов, при этом в данный сегмент заходили клиенты преимущественно с небольшими сбережениями: средняя величина вложений клиентов – физических лиц сократилась за год более чем в три раза – до 28 тыс. рублей. Стоит отметить еще одну тенденцию на рынке ПИФов (за исключением ЗПИФов) – увеличение иностранных ценных бумаг в их структуре активов. Это связано как с переоценкой валютных активов на фоне ослабления рубля и роста их котировок, так и с увеличением интереса инвесторов к таким активам.

Рост активов **профучастников – некредитных финансовых организаций и управляющих компаний (без учета активов под их управлением)** также отражает возросший интерес населения к альтернативным банковским депозитам – инструментам с более высокой доходностью, предлагаемым профучастниками. Так, на фоне повышенной активности розничных инвесторов в 2020 году обороты профучастников на фондовом рынке достигли максимальных значений, а доля розничных инвесторов в структуре торгов составила 47%. Впервые пришедшие на рынок инвесторы активно интересовались российскими и иностранными акциями, а также облигациями иностранных эмитентов.

**Российский страховой рынок** по-прежнему демонстрирует положительную динамику: основной вклад в его рост в 2020 году внесли накопительное страхование жизни и кредитное страхование. Последнее связано с повышением спроса физических лиц на банковские кредиты на фоне смягчения денежно-кредитной политики и действия льготных ипотечных программ. В то же время сегмент инвестиционного страхования жизни продолжил сокращаться: этой тенденции способствовала невысокая реализованная доходность по завершившимся договорам, которая в целом была сопоставима с размером ставок по депозитам, и в отдельных случаях оказывалась ниже уровня инфляции (подробнее см. в [Обзоре ключевых показателей деятельности страховщиков, 2020 год](#)).

<sup>4</sup> Годовая отчетность на момент подготовки обзора недоступна.

<sup>5</sup> Средства, вложенные физическими лицами через брокеров, в большинстве случаев не могут считаться активами брокерских компаний (если клиентом не предоставлено право пользования денежными средствами и ценными бумагами брокеру). Однако приток новых клиентов способствует развитию этого сегмента финансовых организаций, а приток средств физических лиц – развитию рынка в целом.

Активы **микрофинансовых организаций** выросли за 9 месяцев 2020 года на 6,5%<sup>6</sup>, однако их доля в совокупных активах российских финансовых организаций почти не изменилась. Восстановление потребительской активности после снятия большей части введенных весной прошлого года ограничительных мер в I–II кварталах способствовало возобновлению спроса на кредиты, выдаваемые МФО, а также росту среднего размера займа. При этом МФО постепенно приспосабливали свои бизнес-модели к ранее введенным регуляторным ограничениям: в условиях резко возросшей в период пандемии неопределенности скоринговые модели пересматривались в сторону более тщательного отбора заемщиков, росла доля долгосрочных займов. В то же время МФО предпринимательского финансирования оказывали поддержку экономике за счет докапитализации со стороны государства, и их активы в структуре совокупных активов МФО выросли.

Активы **бирж** в 2020 году увеличились незначительно.

Далее мы рассмотрим, какие изменения в ресурсной базе способствовали росту сегментов финансового сектора.

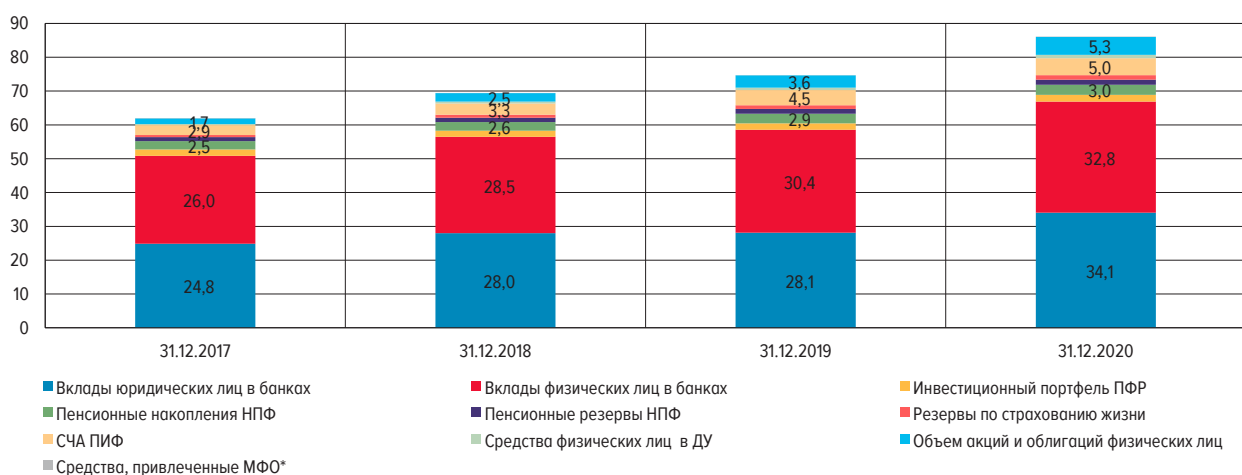
## 2.2. Динамика ресурсной базы финансовых организаций

В качестве основных ресурсов финансовых организаций мы рассматриваем средства, которые могут быть направлены на инвестиции и, по сути, являются одними из основных источников формирования активов. В бухгалтерском смысле не все ресурсы относятся к пассивам организаций. Однако это те средства, которые участвуют в финансировании экономики и инвестициях<sup>7</sup> (рис. 4, 5):

- вклады физических и юридических лиц в банках (включая средства на счетах);
- средства физических лиц в доверительном управлении;
- объем акций и облигаций на счетах физических лиц в депозитариях;
- средства инвестиционного портфеля ПФР;
- пенсионные накопления и пенсионные резервы НПФ;

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОСНОВНЫХ РЕСУРСОВ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ  
(НА ДАТУ, ТРЛН РУБ.)

Рис. 4



\* По данным на 30.09.2020.

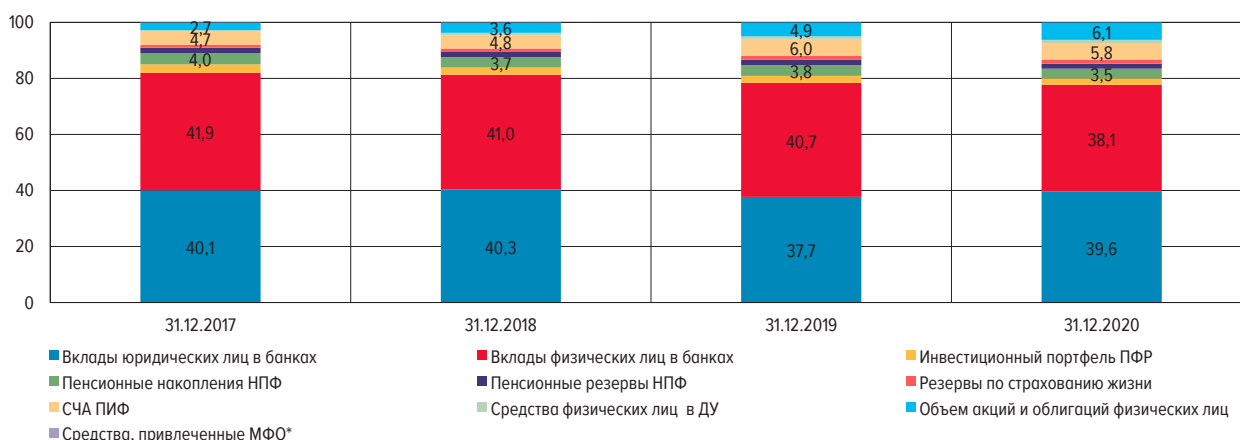
Источник: Банк России.

<sup>6</sup> На момент подготовки настоящего обзора годовая отчетность недоступна.

<sup>7</sup> Такой расчет включает определенный двойной счет, полностью устранить который не представляется возможным. В частности, стоимость чистых активов ПИФов включает средства доверительных управляющих (которым физические лица размещают средства в доверительное управление). По нашим оценкам, величина этих средств составляет менее 10% от активов в доверительном управлении. Вклады юридических лиц в банках включают вклады доверительных управляющих, страховых компаний, НПФ. Однако существенного влияния на итоговую величину двойной счет не оказывает.

ИЗМЕНЕНИЕ ДОЛЕЙ РЕСУРСОВ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ  
(НА ДАТУ, %)

Рис. 5



\* По данным на 30.09.2020.  
Источник: Банк России.

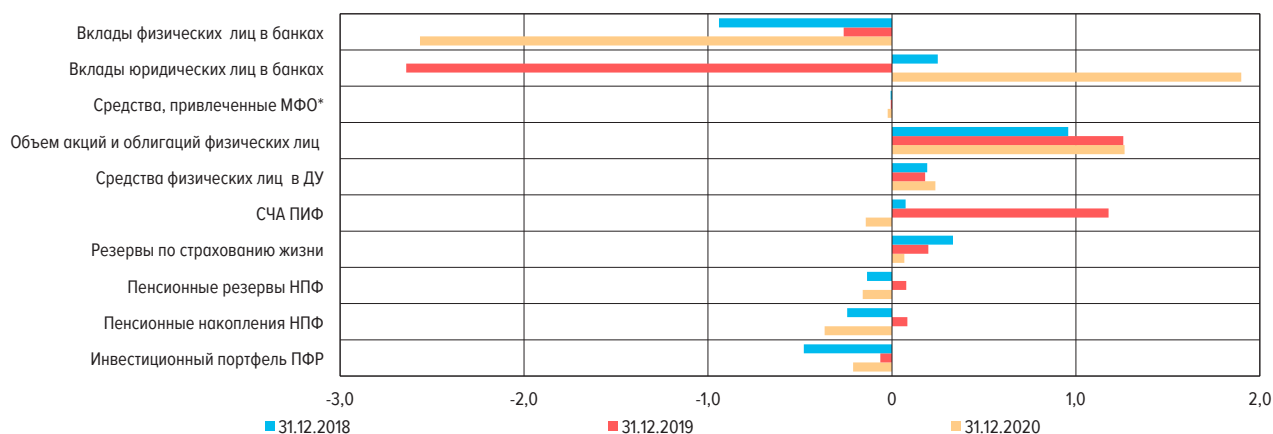
- страховые резервы по договорам страхования жизни;
- средства, привлеченные микрофинансовыми организациями;
- чистые активы ПИФов.

**Вклады физических лиц и нефинансовых компаний** в банках оставались основными источниками формирования активов финансовых организаций. В 2020 году их номинальный объем увеличился на 8 и 21% соответственно. Рост средств на счетах компаний в 2020 году в значительной мере был обусловлен увеличением бюджетных расходов, связанных с последствиями пандемии коронавируса. При этом скорость прироста вкладов физических лиц в ресурсной базе финансовых организаций отставала от роста совокупного объема ресурсной базы: физические лица активно искали более доходные альтернативы для вложения средств (рис. 6).

Эта же тенденция способствовала как росту вложений населения в акции и облигации, так и росту объемов *совокупных активов ПИФов* (в том числе росту стоимости чистых активов) и объема средств физических лиц в *доверительном управлении*. Тем не менее темпы прироста стоимости совокупных чистых активов ПИФов отставали от темпов роста совокупной ресурсной базы: снизился приток средств юридических лиц в самый значительный сегмент – закрытые ПИФы (ранее почти 90% приходилось на ЗПИФы). При этом увеличился при-

ПРИРОСТ ДОЛЕЙ РЕСУРСОВ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ\*  
(НА ДАТУ, П.П., Г/Г)

Рис. 6



\* По данным на 30.09.2020.  
Источник: Банк России.

ток в ОПИФы и БПИФы, однако пока еще их доля в стоимости чистых активов ПИФов остается невысокой (13,3 и 1,7% соответственно).

В сегменте страховых организаций мы выделяем направление по страхованию жизни в силу того, что договоры страхования жизни, как правило, являются долгосрочными (3–5 лет и выше) в отличие от других направлений страхового бизнеса. В 2020 году рынок страхования жизни продолжил свой рост, однако темпы прироста доли страховых резервов в совокупной ресурсной базе финансовых организаций замедлились (0,07 п.п. против 0,20 п.п. в 2019 году).

Совокупная доля пенсионной системы (НПФ и ПФР) в общем объеме ресурсной базы финансовых организаций снизилась в 2020 году. Такая динамика во многом обусловлена более низкими по сравнению с 2019 годом реализованными доходностями по портфелям пенсионных накоплений и пенсионных резервов НПФ и инвестиционному портфелю ПФР, а также низким интересом к добровольным программам.

### 2.3. Распределение финансовых активов по сегментам рынка

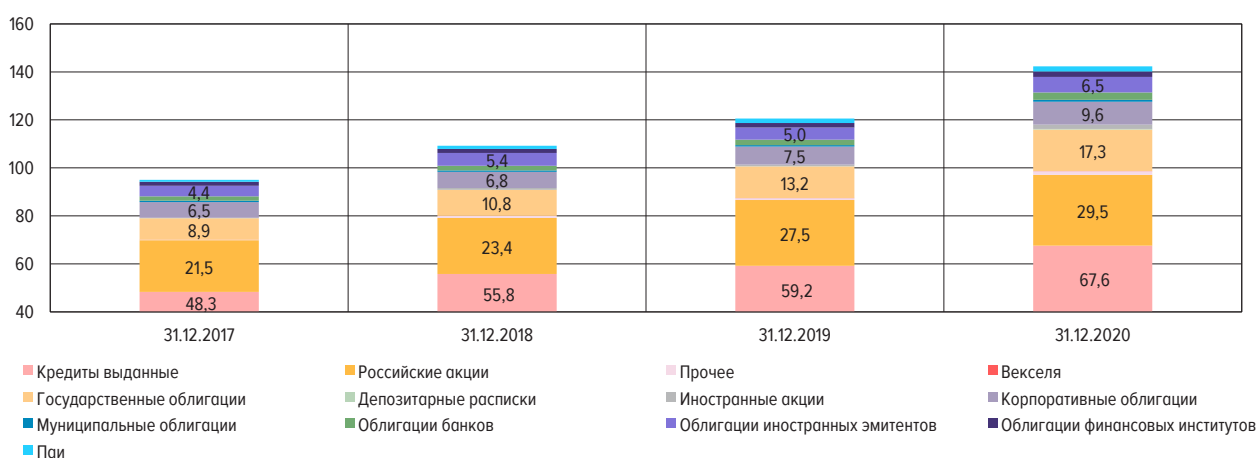
Как уже упоминалось ранее, практически все сегменты российского финансового рынка по итогам 2020 года продемонстрировали уверенный рост (+18% г/г.). Это было вызвано как повышением цен рыночных активов, так и увеличением объема предложения инструментов на рынке (включая выданные кредиты<sup>8</sup>). В то же время изменение долей сегментов происходило неравномерно, что сказалось на изменении относительной динамики долей сегментов рынка (рис. 7, 8).

Несмотря на угрозу роста кредитных рисков, вызванных повышенной неопределенностью в экономике, смягчение денежно-кредитной политики и временные регуляторные послабления оказали в 2020 году значительную поддержку динамике банковского кредитования как важнейшему фактору экономической активности. Это помогло заемщикам легче перенести последствия кризиса, вызванного пандемией коронавируса. Тем не менее в 2020 году продолжилась тенденция роста доли рыночных инструментов финансирования экономики по сравнению с традиционным банковским кредитованием.

Рост объемов размещения госбумаг Минфином России способствовал увеличению доли государственных облигаций. Объем рынка госбумаг вырос на 31% по сравнению 2019 годом.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ ПО СЕГМЕНТАМ РЫНКА  
(НА ДАТУ, ТРЛН РУБ.)

Рис. 7

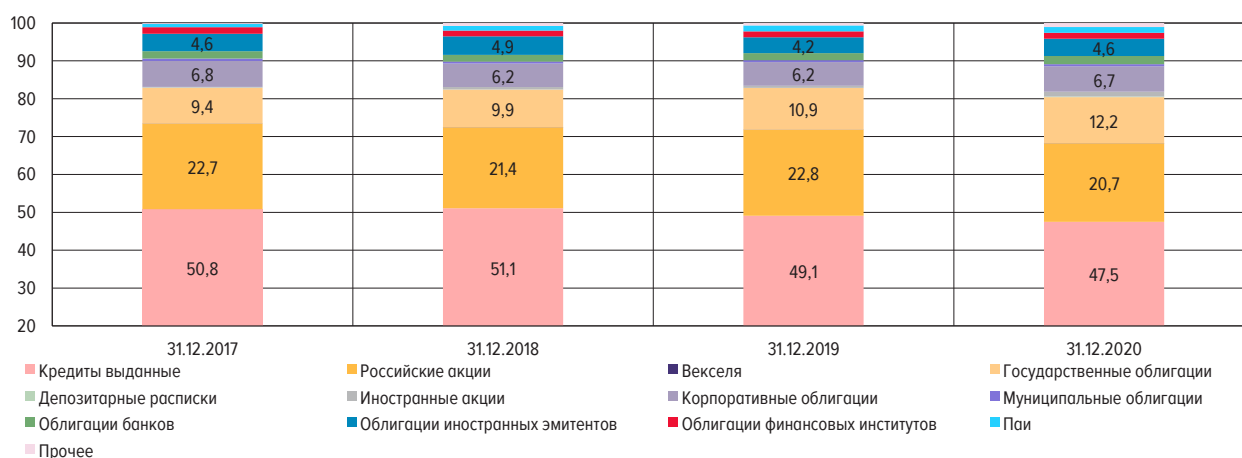


Источник: Банк России.

<sup>8</sup> *Кредиты выданные* – по данным агрегированного баланса кредитных организаций (кредиты, приобретенные права требования и прочие размещенные средства без валютной переоценки).

ИЗМЕНЕНИЕ ДОЛЕЙ СЕГМЕНТОВ РЫНКА  
(НА ДАТУ, %)

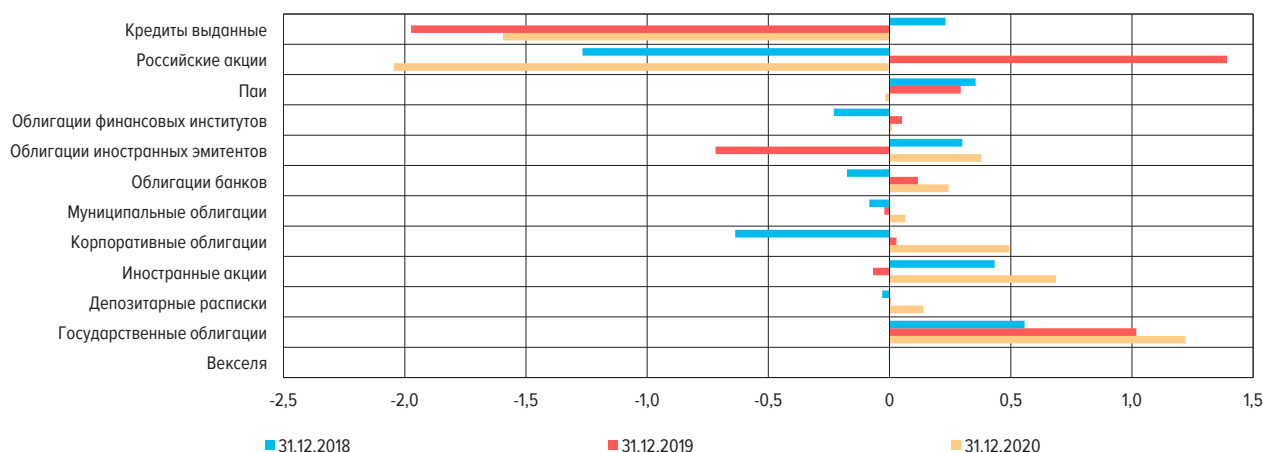
Рис. 8



Источник: Банк России.

ТЕМПЫ РОСТА ДОЛЕЙ СЕГМЕНТОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА  
(НА ДАТУ, П.П., Г/Г)

Рис. 9



Источник: Банк России.

Объем корпоративных облигаций российских эмитентов вырос на сопоставимую величину – 27% по сравнению с 2019 годом. Чуть сильнее изменился объем рынка банковских и муниципальных облигаций (33 и 34% соответственно).

Достаточно скромным оказался рост объема российских акций, учтенных на счетах в российских депозитариях (7,5%), что отразилось на темпах роста этого сегмента (рис. 9). В то же время объем иностранных акций и депозитарных расписок, а также облигаций иностранных эмитентов<sup>9</sup> увеличился на треть. Помимо скачкообразного повышения спроса на эти инструменты со стороны российских инвесторов, сказался эффект относительно низкой базы: по данным депозитарной отчетности<sup>10</sup>, в 2019 году вложения в иностранные акции и депозитарные расписки составляли 0,7 трлн рублей.

В следующих частях обзора мы рассмотрим более подробно причины, повлиявшие на изменения сегментов российского финансового рынка.

<sup>9</sup> Объем иностранных акций, депозитарных расписок, а также облигаций, выпущенных иностранными эмитентами, включает ценные бумаги, эмитированные нерезидентами, как связанными, так и не связанными с российскими компаниями.

<sup>10</sup> Формы 0420415 и 0409711.

### 3. ДОХОДЫ БАНКОВ: СНИЖЕНИЕ ЧИСТОЙ ПРОЦЕНТНОЙ МАРЖИ СТИМУЛИРУЕТ К ПОИСКУ НОВЫХ ВИДОВ ДОХОДОВ

- Снижение процентных ставок на фоне смягчения денежно-кредитной политики привело к изменению структуры финансового результата банков. Доля чистого процентного дохода в прибыли за 2019–2020 годы существенно снизилась по сравнению с 2017 и 2018 годами. Наблюдалось также сокращение чистой процентной маржи, которому способствовали запуск льготных программ кредитования и предоставление заемщикам кредитных каникул.
- В условиях низких процентных ставок банки стремились наращивать другие источники дохода. В частности, выгодной для банков является ориентация на комиссии. Чистые комиссионные доходы стабильно росли, несмотря на снижение деловой активности в условиях пандемии. Так, их увеличение наблюдалось даже в 2020 году.
- Росту комиссионных доходов банков также способствовало повышение интереса к безналичным платежам, инструментам фондового рынка, на продаже которых банки зарабатывают комиссию, и цифровизация банковского бизнеса.
- В дальнейшем по мере восстановления экономики и «нелюбимого» кредитования снижение чистой процентной маржи банков может оказаться не таким существенным. Тем не менее интерес банков к комиссионным и прочим «непроцентным» доходам, как менее зависимым от денежно-кредитной политики, скорее всего, сохранится.

#### 3.1. Процентные доходы и расходы

Смягчение денежно-кредитной политики, происходившее в течение последних нескольких лет, способствовало общему снижению процентных ставок. Однако такое снижение происходило неравномерно: с 2017 года ставки по розничным кредитам снизились более ощутимо, чем по депозитам физических лиц, что определялось макропруденциальными мерами Банка России. При этом ставки по корпоративным кредитам и депозитам, привлеченным банками от нефинансовых организаций, снижались примерно в одинаковой пропорции.

В 2020 году **процентный доход** по кредитам<sup>1</sup> несколько снизился, в первую очередь, из-за уменьшения доходов по *корпоративным*<sup>2</sup> и *межбанковским кредитам*. Это определялось умеренным ростом *корпоративного кредитования*<sup>3</sup> одновременно с существенным снижением ставок в корпоративном сегменте<sup>4</sup>. В 2020 году часть *корпоративных кредитов была предоставлена заемщикам по очень низким ставкам (часть кредитов – по ставке 0%)*, что было обусловлено мерами поддержки Правительства и Банка России.

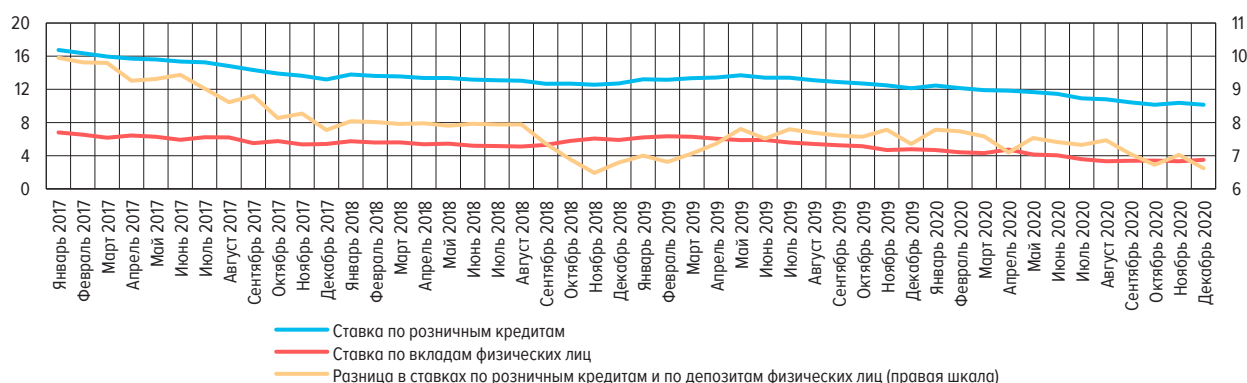
В дальнейшем по мере постепенной нормализации эпидемической ситуации и восстановления экономической активности вероятен некоторый рост процентных доходов: в *розничном сегменте* – в связи с оживлением необеспеченного потребительского кредитования и про-

<sup>1</sup> Без учета корректировок на разницу между процентными доходами, рассчитанными с применением ставки дисконтирования, и процентными доходами, рассчитанными без применения такой ставки.

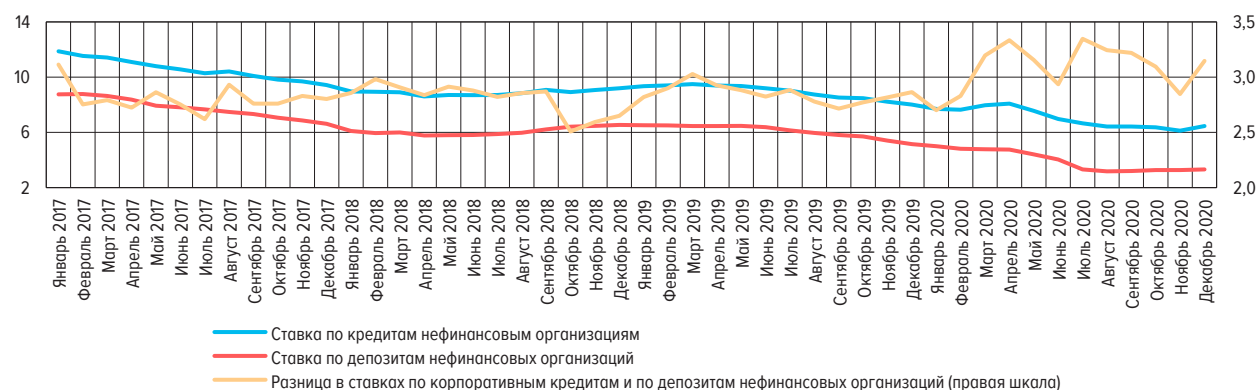
<sup>2</sup> Используется поле формы 0409102 «Процентные доходы по кредитам негосударственным коммерческим организациям».

<sup>3</sup> Учитывается объем кредитов нефинансовым организациям, финансовым организациям и индивидуальным предпринимателям, по данным формы банковской отчетности 0409101.

<sup>4</sup> При расчете процентных ставок рассматриваются кредиты физическим лицам и нефинансовым организациям. Источником информации по кредитам физическим лицам является отчетность кредитных организаций по форме 0409128 «Данные о средневзвешенных процентных ставках по кредитам, предоставленным кредитной организацией физическим лицам», по кредитам нефинансовым организациям – отчетность кредитных организаций по форме 0409303 «Сведения о ссудах, предоставленных юридическим лицам». Более подробное описание методологии доступно по ссылке [Методологические комментарии к таблицам | Банк России \(cbr.ru\)](#).

ДИНАМИКА СТАВОК ПО ВКЛАДАМ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ И КРЕДИТАМ, ПРЕДОСТАВЛЕННЫМ ФИЗИЧЕСКИМ ЛИЦАМ\* Рис. 10  
(%, Г/Г)

\* При расчете процентных ставок рассматриваются кредиты физическим лицам и нефинансовым организациям. Источником информации по кредитам физическим лицам является отчетность кредитных организаций по форме 0409128 «Данные о средневзвешенных процентных ставках по кредитам, предоставленным кредитной организацией физическим лицам»<sup>1</sup>, по кредитам нефинансовым организациям — отчетность кредитных организаций по форме 0409303 «Сведения о ссудах, предоставленных юридическим лицам». Более подробное описание методологии доступно по ссылке - [Методологические комментарии к таблицам 1 Банк России \(cbr.ru\)](#).  
Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СТАВОК ПО СРЕДСТВАМ, ПРИВЛЕЧЕННЫМ ОТ НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ И КРЕДИТОВ, ПРЕДОСТАВЛЕННЫХ ФИНАНСОВЫМ ОРГАНИЗАЦИЯМ\* Рис. 11  
(%, Г/Г)

\* При расчете процентных ставок рассматриваются кредиты физическим лицам и нефинансовым организациям. Источником информации по кредитам физическим лицам является отчетность кредитных организаций по форме 0409128 «Данные о средневзвешенных процентных ставках по кредитам, предоставленным кредитной организацией физическим лицам»<sup>1</sup>, по кредитам нефинансовым организациям — отчетность кредитных организаций по форме 0409303 «Сведения о ссудах, предоставленных юридическим лицам». Более подробное описание методологии доступно по ссылке - [Методологические комментарии к таблицам 1 Банк России \(cbr.ru\)](#).  
Источник: Банк России.

должением роста ипотеки<sup>5</sup>, в корпоративном сегменте – из-за восстановления «нелюбимого кредитования». Тем не менее в условиях сохраняющихся низких ставок он не будет значительным.

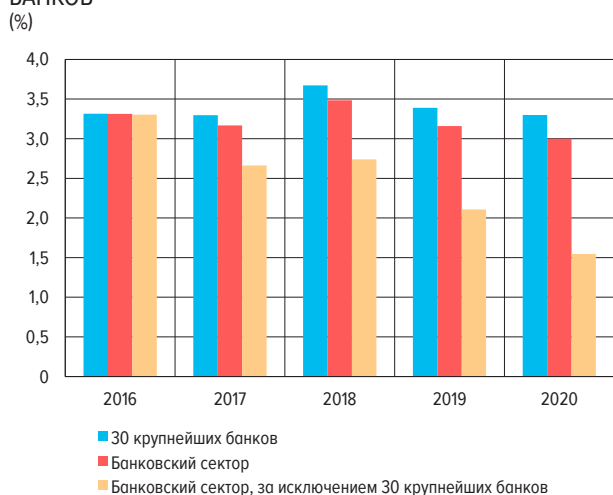
На процентный доход банков в 2019–2020 годах определенное влияние оказали также макропруденциальные меры Банка России, а именно увеличение в 2019 году надбавок к коэффициентам риска по необеспеченным потребительским кредитам<sup>6</sup>. Кроме того, банки могли сконцентрироваться на выдаче менее рискованных кредитов по более низким процентным ставкам. Следует также учесть, что в условиях пандемии коронавируса и ввода карантинных ограничений на процентные доходы банков отрицательно повлияло предоставление заемщикам кредитных каникул, так как на период каникул заемщик получает право отсрочить платежи по кредиту, в том числе процентные.

<sup>5</sup> Анализ динамики необеспеченных потребительских кредитов проводится на основе данных формы банковской отчетности 0409115, анализ динамики ипотечных кредитов – на основе данных формы банковской отчетности 0409316.

<sup>6</sup> Надбавки к коэффициентам риска по необеспеченным потребительским кредитам устанавливались и ранее (в 2017 году). В 2019 году надбавки были установлены в зависимости от полной долговой нагрузки заемщика и полной стоимости кредита.

ДИНАМИКА ЧИСТОЙ ПРОЦЕНТНОЙ МАРЖИ  
БАНКОВ\*

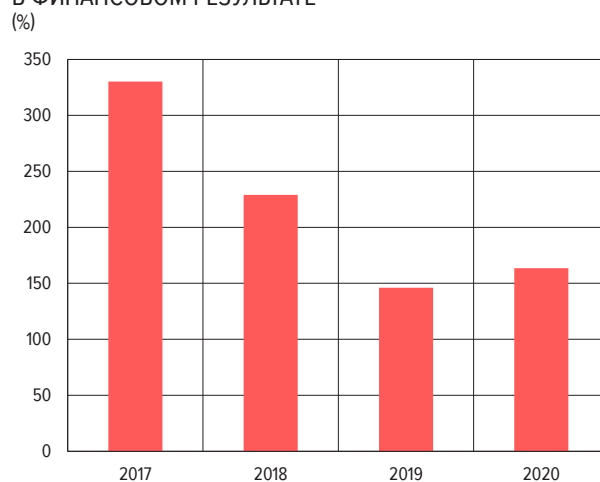
Рис. 12



\* По данным формы банковской отчетности 0409102  
Источник: Банк России.

ДОЛЯ ЧИСТОГО ПРОЦЕНТНОГО ДОХОДА БАНКОВ  
В ФИНАНСОВОМ РЕЗУЛЬТАТЕ\*

Рис. 13



\* По данным формы банковской отчетности 0409102  
Источник: Банк России.

**Процентные расходы** по депозитам и прочим привлеченным средствам сокращались в 2017–2018 годах как из-за снижения ставок, так и из-за сдержанной динамики привлеченных средств. После некоторого роста в 2019 году, вызванного небольшим увеличением ставок по депозитам физических лиц и нефинансовых организаций, в 2020 году процентные расходы снова сократились: на это повлияло в том числе снижение интереса населения к банковским вкладам.

### 3.2. Чистый процентный доход

**Чистый процентный доход банков в 2017–2020 годах не демонстрировал четкого тренда<sup>7</sup>, в 2020 году наблюдался некоторый рост.** При этом процентная маржа банковского сектора в последние годы несколько уменьшалась. Основное снижение пришлось на банки второго и третьего эшелонов, а у крупнейших банков было незначительным.

Уменьшение процентного дохода приводит к тому, что банки стремятся увеличивать свой доход за счет других статей, операций с ценными бумагами, иностранной валютой и драгоценными металлами, комиссий. Это способствовало устойчивому снижению доли чистого процентного дохода в финансовом результате банков – в 2019–2020 годах она была значительно ниже, чем в 2017–2018 годах.

### 3.3. Комиссионные доходы

Стабильный рост чистых комиссионных доходов с 2016 по 2020 год подтверждает ориентацию банков на развитие комиссионного бизнеса для компенсации сокращающихся процентных доходов. Более низкие риски (кредитные риски, риски ликвидности) по таким доходам стимулируют банки фокусироваться на них в большей степени. Также росту комиссионных доходов способствует цифровизация банковского бизнеса, позволяющая банкам наращивать разнообразие комиссионных продуктов и предоставляющая возможности для дистанционного обслуживания.

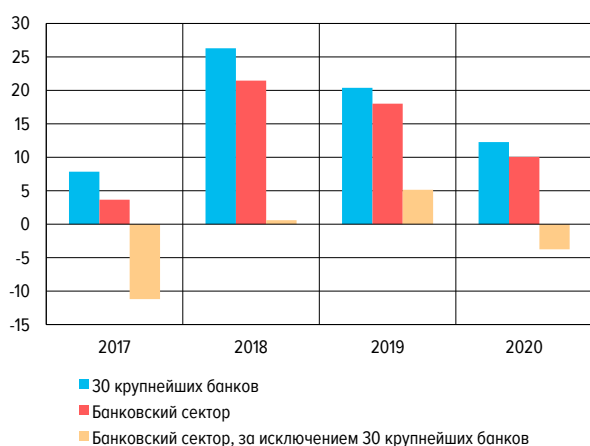
Значимым драйвером роста чистого комиссионного дохода банков выступали доходы от расчетно-кассового обслуживания юридических лиц и индивидуальных предпринимателей, стабильно увеличивавшиеся в 2017–2020 годах<sup>8</sup>. Заметно увеличились *доходы от осу-*

<sup>7</sup> По данным формы банковской отчетности 0409102.

<sup>8</sup> Поля 2162722 и 2162723 формы банковской отчетности 0409102.

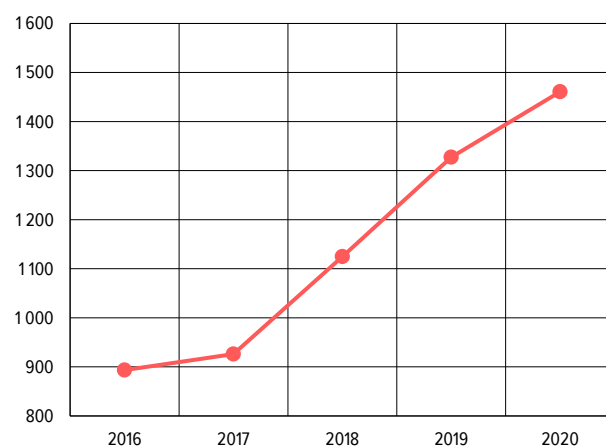


ПРИРОСТ ЧИСТОГО КОМИССИОННОГО ДОХОДА БАНКОВ\* (% , Г/Г) Рис. 14



\* Анализ проводится по данным формы банковской отчетности 0409102. Крупнейшие банки определяются исходя из объема активов.  
Источник: Банк России.

ДИНАМИКА ЧИСТОГО КОМИССИОННОГО ДОХОДА БАНКОВ (МЛРД РУБ.) Рис. 15



Источник: Банк России.

цствления переводов денежных средств<sup>9</sup> – в 2018 году они выросли почти в 1,5 раза, в 2019 году – почти на четверть, в 2020 году рост продолжился, что в большой степени определяется операциями физических лиц. В 2019 году удвоились комиссии по кредитам<sup>10</sup>, а 2020 году продолжился их рост (примерно на 20%). Благодаря интересу населения к инвестициям в инструменты финансового рынка (заметная тенденция 2019 и особенно 2020 года) росли доходы от оказания посреднических услуг по брокерским договорам<sup>11</sup>. На протяжении последних лет стабильно росли комиссионные доходы от открытия и ведения банковских счетов<sup>12</sup>, хотя их изменения были не такими значительными.

В 2020 году, несмотря на низкие процентные ставки, **рост чистого комиссионного дохода банковского сектора (+10%) оказался несколько ниже роста за предыдущий год (+18%)**, что могло объясняться снижением деловой активности на фоне пандемии. В банковском секторе в целом существенный рост по сравнению с 2019 годом наблюдался в I квартале, а в II квартале временно прервался. Во втором полугодии рост возобновился, чему способствовало восстановление деловой активности. Увеличение чистых комиссионных доходов продемонстрировали только крупнейшие банки, в группе банков за пределами первой тридцатки чистые комиссионные доходы снизились (рис. 14).

К наиболее значимым факторам роста в 2020 году можно отнести доходы от расчетно-кассового обслуживания юридических лиц и индивидуальных предпринимателей, а также от оказания посреднических услуг по брокерским и аналогичным договорам. Во второй половине 2020 года существенно выросли доходы от перевода денежных средств, а также увеличились за счет IPO нескольких крупных эмитентов комиссионные доходы инвестиционных банков.

В ближайшие годы следует ожидать дальнейшего роста комиссионных доходов банков. При этом, как отмечено во врезке 1 «Становление банковских экосистем и диверсификация банковского бизнеса», некоторые банки развивают экосистемы, предоставляя клиентам различные финансовые и нефинансовые услуги в рамках своих платформ. Анализ большого объема данных о клиентах позволит таким банкам наращивать комиссионные доходы, предлагая большее количество комиссионных продуктов и осуществляя таргетированное ценообразование. В таком случае «экосистемные» банки получают большие преимущества, однако в дальнейшем и это может привести к росту концентрации рынка.

<sup>9</sup> Раздел 274 формы банковской отчетности 0409102.

<sup>10</sup> Раздел 121 формы банковской отчетности 0409102.

<sup>11</sup> Раздел 276 формы банковской отчетности 0409102.

<sup>12</sup> Раздел 271 формы банковской отчетности 0409102.

### Врезка 1. Становление банковских экосистем и диверсификация банковского бизнеса

- Цифровизация, развитие банковских платформ и приложений, через которые банки могут продвигать как традиционные банковские, так и иные, в том числе нефинансовые услуги, способствуют созданию банками экосистем, которые могут покрыть широкий спектр потребностей клиентов. О развитии экосистем на текущий момент заявляют несколько крупных банков, значительная часть экосистем – нишевые.
- На развитие банковских экосистем косвенно указывает рост числа участников банковских групп, вовлечение в них компаний, занимающихся информационными технологиями, деятельностью в области телекоммуникаций, развлечений и спорта, а также снижение доли активов кредитных организаций в консолидированных балансах групп.
- Реализация крупными банками совместных проектов с небанковскими организациями, в частности с IT-компаниями, указывает также на происходящее развитие экосистем в рамках партнерских взаимодействий.
- Формирование банковских экосистем может предоставить банкам конкурентные преимущества, но в то же время спровоцировать появление дополнительных рисков.

В прошедшем году усилилась тенденция, зарождение которой мы наблюдали на протяжении последних лет: банки начали выходить за пределы традиционного банковского бизнеса, стремясь на базе своих платформ и приложений предлагать клиентам услуги и сервисы, которые могли бы максимально удовлетворить потребности клиента внутри этих платформ и приложений. Иными словами, мы наблюдаем создание некоторыми банками экосистем.

*Под экосистемой мы понимаем совокупность сервисов, в том числе платформенных решений, одной группы компаний или компании и партнеров, позволяющих пользователям получать широкий круг продуктов и услуг в рамках единого «бесшовного» интегрированного процесса.*

*Предлагаемая экосистемой линейка сервисов удовлетворяет большинство ежедневных потребностей клиента или выстроена вокруг одной или нескольких его базовых потребностей (экосистемы на начальном этапе своего формирования или нишевые экосистемы).*

В рамках экосистем банки предлагают своим клиентам как финансовые услуги, так и услуги, не связанные с традиционными финансовыми продуктами<sup>1</sup>. Так, экосистемы могут включать сервисы, связанные со страхованием и инвестициями<sup>2</sup>. Также в экосистемы могут входить виртуальные туристические операторы, платформы для финансирования, покупки и регистрации недвижимости, сервисы, связанные с покупкой билетов, доставкой продуктов и так далее. Банковские экосистемы могут включать площадки для выбора и покупки товаров.

Чаще всего формирование экосистем могут себе позволить крупнейшие банки, уже предлагающие клиентам широкий спектр финансовых продуктов. Тем не менее в ряде случаев банки-монолайнеры также начинают формировать экосистемы. На текущий момент несколько крупнейших банков в России имеют сформировавшиеся экосистемы, еще несколько банков заявляют о планировании развития собственных экосистем. Таким образом, в настоящее время экосистемы различных банков находятся на разных этапах своего развития.

Банковские экосистемы могут быть «общими» и «нишевыми». Общие экосистемы стремятся предложить своим клиентам «удобные сервисы на все случаи жизни»: заказ еды, развлечение, жилье, сервисы, связанные со здоровьем, доставкой посылок, покупкой и продажей автомобилей, поиском работы и так далее. В настоящее время в России универсальная экосистема сформирована у одного крупнейшего банка. Нишевые экосистемы фокусируются на определенной сфере потребностей клиента, и в рамках подобных систем банк выбирает область, в которой он обладает наибольшей экспертизой (как для физических, так и юридических лиц). Несколько крупнейших банков, судя по предлагаемым продуктам и запускаемым сервисам, настроены на создание нишевых экосистем. Так, один системно значимый банк предлагает услуги для малого и среднего бизнеса, связанные со страхованием, ведением бухгалтерии, регистрацией компаний, другой системно значимый банк – сервисы, связанные с покупкой жилья, еще один банк – сервисы для фермеров.

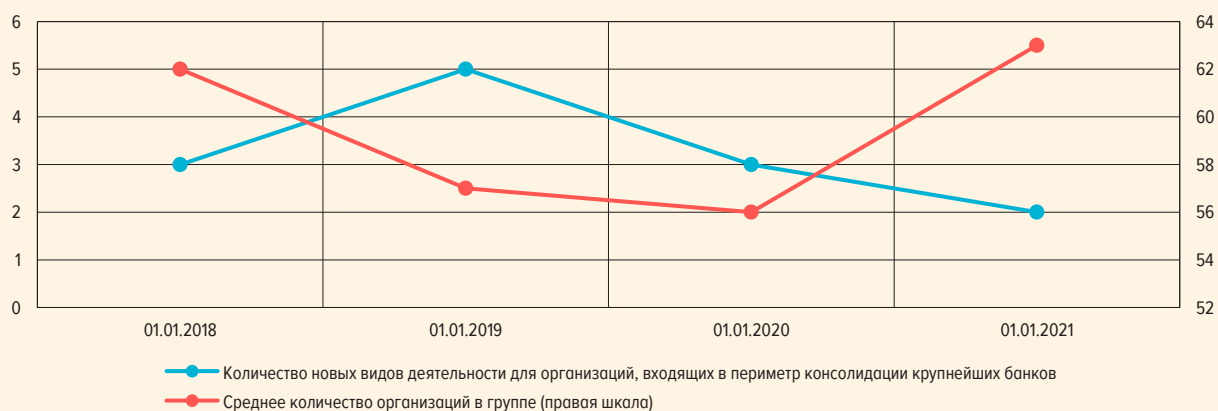
Формирование экосистем может происходить на базе партнерских взаимоотношений между банком и компаниями, предлагающими определенные сервисы (такая модель часто используется в международной практике), а может создаваться при долевом участии банков в соответствующих бизнесах (путем приобретения или основания компаний).

<sup>1</sup> По данным РБК.

<sup>2</sup> По данным РБК.

## СТАТИСТИКА РАЗМЕРА БАНКОВСКИХ ГРУПП И ОХВАТА ИХ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ\*

Рис. А-16



\* Рассматриваются банки, входившие в ТОП-30 по активам на 01.01.2016, 01.01.2017, 01.01.2018, 01.01.2019 или 01.01.2020. Связь-банк рассматривается совместно с Промсвязьбанком. ПАО Бинбанк рассматривается совместно с банком Открытие. Новикомбанк, сдавший форму отчетности 0409801 не за все периоды, исключается из рассмотрения. Оценка проводится на основе данных формы банковской отчетности 0409801.  
Источник: Банк России.

## РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ БАНКОВСКИХ ГРУПП ПО ВИДУ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ УЧАСТНИКОВ\*

Рис. А-17



\* Оценка проводится по данным формы банковской отчетности 0409802, по группам, возглавляемым 30 крупнейшими банками.  
Источник: Банк России.

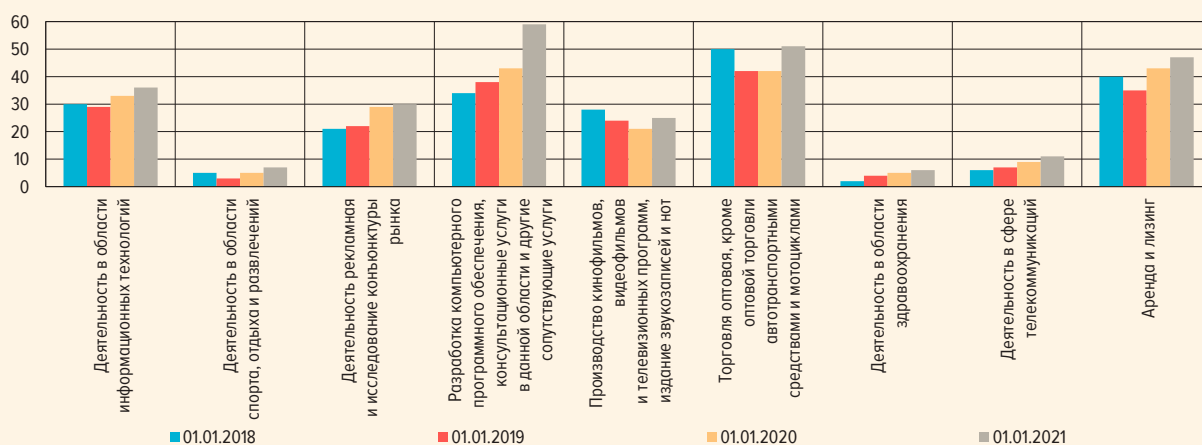
Мы постарались проанализировать состав и эволюцию банковских групп, возглавляемых крупнейшими кредитными организациями<sup>3</sup>, чтобы понять, какие бизнесы, помимо традиционного банковского, объединяют эти банковские группы. Широкий охват банковской группы может не свидетельствовать о стремлении этого банка развивать экосистему (например, в случае развития инвестиционно-банковского бизнеса речь может идти о покупке молодых компаний, развитии их с помощью ресурсов этого банка и последующей продаже). Тем не менее такой анализ поможет классифицировать основные направления, интересные банкам, и сделать вывод о потенциальной возможности создания экосистем на базе этих направлений.

**Состав банковских групп крупнейших банков ожидаемо отличается широким охватом отраслей и направлений.** Так, три группы во главе с системно значимыми организациями включают организации с более чем 30 видами деятельности<sup>4</sup>. В то же время ряд групп концентрирует свои виды деятельности только в определенных секторах, таких как недвижимость, агротехнологии или телекоммуникации.

На текущий момент наиболее распространенный в рамках банковских групп вид деятельности – предоставление финансовых услуг (например, страховых). Популярна также страховая деятельность.

<sup>3</sup> Рассматриваются банки, входящие в ТОП-30 по величине активов.

<sup>4</sup> Рассматривается количество уникальных ОКВЭД для дочерних организаций каждой банковской группы.

ДИНАМИКА КОЛИЧЕСТВА ОРГАНИЗАЦИЙ, ЗАНИМАЮЩИХСЯ «ЭКОСИСТЕМНЫМИ» ВИДАМИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В ГРУППАХ, ВОЗГЛАВЛЯЕМЫХ СЗКО\* Рис. А-18

\* По данным формы банковской отчетности 0409801.  
Источник: Банк России.

Нередко банки, включающие подобные компании в периметр групп, стремятся предлагать (часто на базе своих платформ и приложений) клиентам продукты, смежные с банковскими.

Большое количество компаний, входящих в периметр банковских групп, занимается разработкой программного обеспечения, а также научными исследованиями. Наличие подобных компаний позволяет предположить стремление таких банков развивать высокотехнологичные сервисы или собственные цифровые платформы, а также производить более глубокий анализ рынка с последующим потенциальным намерением формировать экосистему в будущем. В международном обзоре цифровизации коммерческих банков, подготовленном компанией Deloitte в сентябре 2020 года<sup>5</sup>, делается вывод о высоком уровне цифровизации российских банков, который способствует формированию экосистем и делает их более удобными для пользователей, дополнительно усиливая сетевые эффекты.

Некоторые крупные банки, занимающиеся в том числе кредитованием застройщиков и ипотекой, включают в свои группы строительные компании. Это позволяет предлагать в рамках экосистем услуги, смежные с ипотекой, включая в периметр компании, связанные с покупкой недвижимости, ремонтом, приобретением мебели.

В целом по крупнейшим банковским группам в последние годы охват деятельности стабильно расширялся: у значительной части групп росло количество входящих в них организаций и набор видов деятельности. Увеличение охвата деятельности групп и снижение доли активов кредитных организаций в консолидированном балансе могут косвенно указывать на формирование головными организациями банковских групп экосистем. Так, у определенных кредитных организаций наблюдался рост доли лизинговых компаний или иных участников банковских групп в консолидированных активах – строительных компаний, компаний, работающих в сфере информационных технологий, и так далее.

Необходимо отметить, что в группах, возглавляемых системно значимыми банками, в последние годы росло количество компаний, занимающихся деятельностью в сфере рекламы, разработки программного обеспечения и информационных технологий, телекоммуникаций, аренды и лизинга. Выросло и число организаций, занимающихся здравоохранением. Такие изменения в составе групп указывают на ориентацию системно значимых банков на развитие экосистемных продуктов.

Кроме того, крупнейшие банки за последние годы развивают партнерства с IT-компаниями<sup>6</sup>, а также почтовыми компаниями, продуктовыми ретейлерами. Это свидетельствует о возможном развитии в России партнерских экосистем. Кроме того, заметен рост интереса банков к сфере услуг, в частности, сфере развлечений, образования и здравоохранения. Крупнейший банк планирует развитие персонализированного сервиса заботы о здоровье.

На формирование экосистем может указывать также информация об учреждении или приобретении банками определенных компаний, а также запуске новых проектов и сервисов<sup>7</sup>. Нами были про-

<sup>5</sup> Согласно исследованию Deloitte. В рамках исследования проводится оценка цифровых каналов розничных банков при помощи опросов методом тайных покупателей. Проводится сравнение функциональных возможностей, исследование потребностей клиентов и пользовательского опыта.

<sup>6</sup> По данным Forbes.

<sup>7</sup> Информация публикуется на сайтах КО, в СМИ или отражается в системе СПАРК.

## РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ФИНАНСОВОГО РЕЗУЛЬТАТА УЧАСТНИКОВ БАНКОВСКИХ ГРУПП ПО ВИДАМ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ\*

Рис. А-19



\* По данным формы банковской отчетности 0409803.  
Источник: Банк России.

анализированы подобные публикации, которые подтверждают рост интереса банков к высокотехнологичному сектору.

Крупнейшие банки также приобретали компании, занимающиеся облачными технологиями, разработкой и проектированием автотранспорта, компьютерным обеспечением, медиатехнологиями<sup>8</sup>. Также происходили приобретения компаний, работающие в сфере производства беспилотного транспорта, роботизированных тележек. Многие банковские группы стремятся интегрироваться с телекоммуникационной отраслью, приобретая или учреждая мобильные операторы.

В настоящее время экосистемы различных банков находятся на разных этапах своего развития. Так, у крупнейшего банка в 2020 году на фоне пандемии наблюдался существенный рост заказов в рамках экосистемных сервисов, что говорит о значительном росте клиентской базы. В то же время многие банки только начинают развивать экосистемные сервисы и вступать в партнерские отношения.

В течение последних двух лет небанковские виды деятельности вносят заметный вклад также и в финансовый результат многих групп. Такая тенденция, вероятно, будет расти по мере развития экосистем и перехода к монетизации экосистемных платформ. В 2020 году у крупнейшего банка наблюдался рост выручки от нефинансовых сервисов<sup>9</sup>. Это позволяет предположить, что банк постепенно переходит к монетизации своей экосистемы, однако прибыль от нефинансовых секторов до вычета налогов, процентов и амортизации была отрицательной. При этом убыточность нефинансовых сервисов может говорить о том, что развитие экосистемы требует финансирования одних направлений бизнеса за счет других (то есть формирование такой экосистемы может подразумевать перекрестное финансирование). В подобной ситуации цель нефинансовых сервисов – удержать клиента в рамках экосистемы, в то время как финансовые сервисы выступают основным генератором прибыли.

Тенденция расширения некоторыми банками охвата деятельности дает возможность наращивать клиентскую базу, предлагать таргетированные продукты и эффективнее управлять рисками, получая больше информации о клиентах. Кроме того, расширение охвата может позволить группам стабилизировать свои доходы за счет диверсификации направлений деятельности.

В то же время развитие экосистем может привести к монополизации определенных сегментов рынка, появлению или усилению позиций доминирующих игроков, а также спровоцировать появление дополнительных операционных и инвестиционных рисков для банков, их кредиторов и акционеров<sup>10</sup>: широкий охват деятельности может значительно усложнить управление группой, и при этом не все направления деятельности могут оказаться успешными. В связи с этим Банком России ведется работа по определению подходов к регулированию банковских экосистем<sup>11</sup>.

<sup>8</sup> По данным gvc.ru и спарк-интерфакс, сайтов групп.

<sup>9</sup> По данным РБК.

<sup>10</sup> [Выступление Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной на пленарном заседании Государственной Думы РФ.](#)

<sup>11</sup> [Выступление Эльвиры Набиуллиной на встрече Ассоциации банков России.](#)

## 4. БАНКОВСКОЕ КРЕДИТОВАНИЕ. УВЕРЕННЫЙ РОСТ В ПАНДЕМИЮ

- Негативное влияние высокой неопределенности, вызванной пандемией, на динамику розничного<sup>1</sup> и корпоративного кредитования<sup>2</sup> было компенсировано широким комплексом антикризисных мер. Важную роль в этом сыграли смягчение денежно-кредитной политики, временные регуляторные послабления, льготные программы кредитования. В итоге уверенный рост кредитования в 2020 году в целом и во втором полугодии отдельно поддержал восстановление экономической активности.
- Ипотека выступила важным драйвером роста розничного кредитования<sup>3</sup> благодаря мягкой денежно-кредитной политике и льготным программам – прирост выдач, наблюдавшийся на протяжении прошлых лет, в 2020 году значительно усилился.
- После ощутимого роста портфеля в 2019 году произошло существенное снижение выдач необеспеченных потребительских кредитов<sup>4</sup> и автокредитов<sup>5</sup> в 2020 году. Главным образом это определялось ослаблением потребительского спроса и консервативной политикой банков на фоне ухудшения эпидемиологической ситуации. Во втором полугодии динамика выдач была поддержана макропруденциальными послаблениями Банка России и более мягким характером вводимых ограничений.
- Рублевое корпоративное кредитование<sup>6</sup> по итогам 2020 года показало уверенные темпы, оказавшиеся максимальными за последние годы. Восстановление темпов роста после снятия большей части введенных весной ограничений определялось восстановлением экономической активности во втором полугодии, а также льготными программами и действием регуляторных послаблений.

### 4.1. Розничное кредитование

**В начале 2020 года розничный сегмент кредитования быстро развивался** – в январе кредиты физическим лицам выросли на 18,0% г/г<sup>7</sup> с учетом валютной переоценки, в феврале – на 17,9% г/г. Вероятно, динамика портфеля сдерживалась макропруденциальными мерами, предпринятыми Банком России в 2019 году.

Ухудшение эпидемиологической ситуации и ввод жестких карантинных мер во время первой волны эпидемии коронавирусной инфекции оказали существенное влияние на кредитование физических лиц – после 17,8% г/г в марте прирост в апреле составил только 14,7% г/г, а в мае – 13,1% г/г. **Ощутимое снижение в апреле и мае наблюдалось в сегменте необеспеченного потребительского кредитования и автокредитования. Сократились и выдачи ипотечных кредитов<sup>8</sup>.** Необходимо отметить, что выдачи в условиях пандемии в значительной степени были поддержаны наличием онлайн-каналов продаж кредитных продуктов. В таком

<sup>1</sup> Рассматриваются кредиты физическим лицам.

<sup>2</sup> Рассматриваются кредиты нефинансовым организациям, финансовым организациям и индивидуальным предпринимателям.

<sup>3</sup> При анализе динамики ипотечного кредитования используются данные формы банковской отчетности 0409316, а также 0409115.

<sup>4</sup> По данным НБКИ.

<sup>5</sup> По данным НБКИ.

<sup>6</sup> Объем кредитов нефинансовым организациям, финансовым организациям и индивидуальным предпринимателям по данным формы банковской отчетности 0409101.

<sup>7</sup> Рассматривается динамика кредитов физическим лицам по данным формы банковской отчетности 0409101. При расчете темпов роста исключаются банки, у которых в течение года были отозваны лицензии.

<sup>8</sup> По данным формы банковской отчетности 0409316.

ДИНАМИКА ВЫДАЧ НОВЫХ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ\*

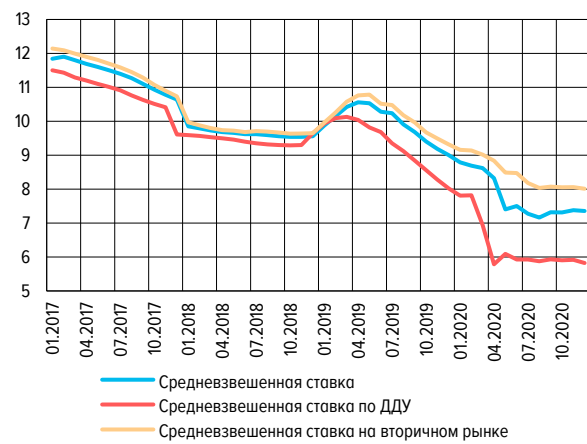
Рис. 20



\* Рассматриваются ипотечные жилищные кредиты в валюте Российской Федерации по данным формы банковской отчетности 0409316. Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СТАВОК НА ИПОТЕЧНОМ РЫНКЕ\* (% , Г/Г)

Рис. 21



\* Рассматриваются ипотечные жилищные кредиты в валюте Российской Федерации по данным формы банковской отчетности 0409316. Источник: Банк России.

случае конкурентное преимущество получили банки с развитой информационно-технологической инфраструктурой.

**Во второй половине 2020 года динамика розничного кредитования начала восстанавливаться. Это было вызвано в первую очередь мягкой денежно-кредитной политикой Банка России**, льготными программами в сегменте ипотечного кредитования и автокредитования, макропруденциальными послаблениями<sup>9</sup>, а также реализацией отложенного спроса. Повторное ухудшение эпидемиологической обстановки осенью не привело к сокращению кредитования, сопоставимому с апрельским, благодаря точечному и более мягкому характеру вводимых ограничений и мерам Банка России.

**Ипотека выступила важным фактором роста розничного кредитования в 2020 году** – с июля по октябрь наблюдался существенный рост выдач. Этому способствовал исторически минимальный уровень ипотечных ставок. На оживление ипотечного сегмента повлиял запуск льготной программы ипотечного кредитования под 6,5%. Роль мягкой ДКП оказалась, вероятно, не менее существенной. Так, к концу 2020 года кредиты, предоставленные по договорам участия в долевом строительстве (ДДУ), составляли только 30% от новых выдач<sup>10</sup>. В конце года произошло некоторое замедление роста выдач, вероятнее всего, вызванное удорожанием жилья, хотя объем новых выдач и остался высоким. Рост выдач в ипотечном сегменте определялся также рефинансированием имеющихся кредитов по более низкой ставке (рис. 20, 21)<sup>11</sup>.

В конце года рост портфеля необеспеченных потребительских кредитов и автокредитов замедлился: отложенные покупки, которые не были осуществлены в первом квартале, уже были сделаны, в то время как неопределенность из-за второй волны ограничений оставалась высокой. Это способствовало меньшим тратам и снижению объема полученных кредитов населением. Тем не менее в январе 2021 года наметилась тенденция к восстановлению роста розничного кредитования – рублевый розничный портфель увеличился на 13,5% г/г.

Объем новых выдач рублевых розничных кредитов в 2020 году оказался на 19,7% выше прошлогоднего значения. При этом население стало привлекать меньше краткосрочных и больше долгосрочных кредитов. Возможно, на это повлиял рост доли ипотеки.

В дальнейшем вероятно постепенное восстановление динамики в розничном сегменте. Темпы роста необеспеченного потребительского кредитования и автокредитования в ближай-

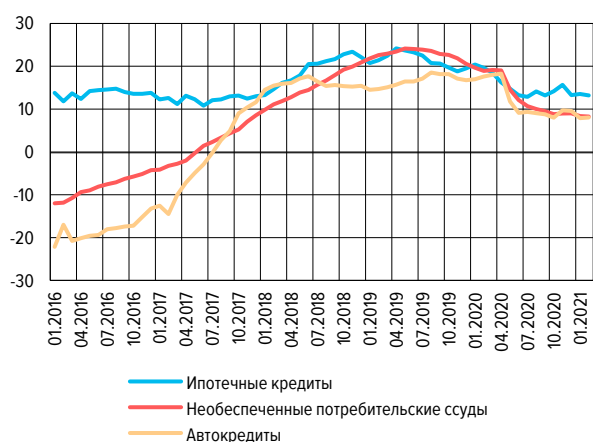
<sup>9</sup> Во втором квартале были отменены надбавки к коэффициентам риска по ряду кредитных требований. В сентябре были снижены надбавки к коэффициентам риска по вновь выданным необеспеченным потребительским кредитам (а по старым – отменены).

<sup>10</sup> По данным ДОМ.РФ и расчетам Банка России.

<sup>11</sup> По данным ДОМ.РФ.

ДИНАМИКА РОСТА ЗАДОЛЖЕННОСТИ  
ПО РОЗНИЧНЫМ КРЕДИТАМ\*  
(%, Г/Г)

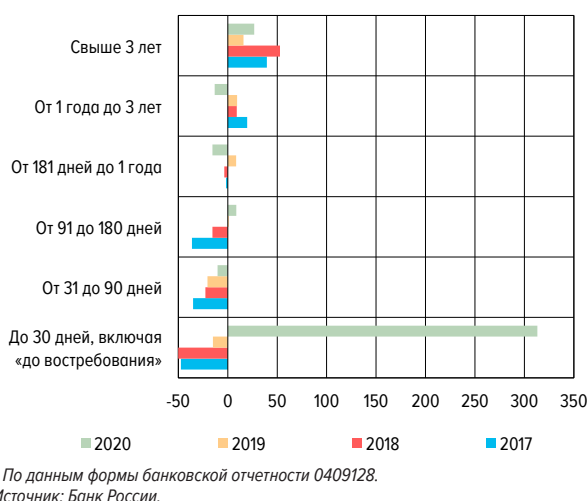
Рис. 22



\* Рассматривается динамика объема задолженности по данным формы банковской отчетности 0409115.  
Источник: Банк России.

ДИНАМИКА ВЫДАЧИ РУБЛЕВЫХ РОЗНИЧНЫХ  
КРЕДИТОВ ПО СРОЧНОСТИ\*  
(Г/Г)

Рис. 23



\* По данным формы банковской отчетности 0409128.  
Источник: Банк России.

шее время могут ускоряться по мере восстановления экономики, снятия карантинных ограничений и оживления потребительской активности. Важную роль в поддержке кредитования в течение 2021 года сыграют принятые ранее Банком России решения по смягчению денежно-кредитной политики.

Ипотечный сегмент и дальше будет поддерживать розничное кредитование. Вместе с тем мы ожидаем, что определенный сдерживающий эффект на дальнейший рост ипотечного кредитования окажет продолжающееся увеличение цен на жилье.

## 4.2. Корпоративное кредитование

Рост корпоративного кредитования в 2020 году в целом оказался существенным, хотя еще в начале года наблюдался умеренный рост портфеля в годовом выражении (4,3% г/г без учета валютной переоценки в январе и 4,1% г/г в феврале)<sup>12</sup>.

Весной на динамику корпоративного кредитования повлиял рост неопределенности и ухудшение деловой конъюнктуры из-за ввода карантинных ограничений – годовые темпы роста составили 6,1% г/г в марте, 7,5% г/г в апреле и 7,3% в мае. Как можно увидеть, в месячном выражении размер портфеля в мае несколько снизился. При этом в апреле и мае уменьшался объем выдач новых кредитов, однако летом он перешел к восстановлению (рис. 24). Динамика корпоративного кредитования сдерживалась закрытием и временной приостановкой деятельности ряда предприятий, а также снижением инвестиционного спроса у оставшихся предприятий на фоне усилившейся неопределенности. В результате уменьшение новых выдач в II квартале 2020 года наблюдалось в таких отраслях, как оптовая и розничная торговля, недвижимое имущество и строительство (рис. 28).

При этом **динамика кредитования в период действия жестких карантинных ограничений поддерживалась льготными программами** краткосрочного кредитования<sup>13</sup>. Благодаря мерам поддержки, а также быстрому оживлению деловой активности в большей части отраслей в III квартале произошел рост выдач кредитов. В декабре годовой прирост составил 9,9% г/г.

В целом льготные корпоративные кредиты сыграли важную роль в поддержке большого количества компаний, испытывавших временные потребности в ликвидности в период наиболее острой фазы пандемии. Вместе с тем объем льготных кредитов оказался небольшим

<sup>12</sup> Рассматриваются годовые темпы роста кредитов нефинансовым организациям, финансовым организациям и индивидуальным предпринимателям по форме 0409101. При расчете годовых темпов роста исключаются банки, у которых в течение года были отозваны лицензии.

<sup>13</sup> [Меры Банка России по поддержке экономики, бизнеса, граждан.](#)

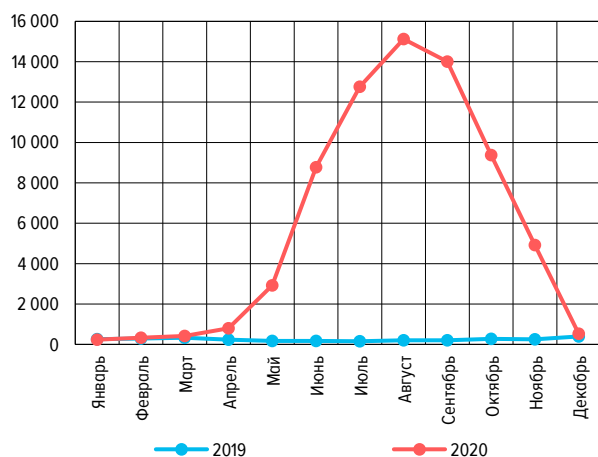


ДИНАМИКА КОРПОРАТИВНОГО КРЕДИТОВАНИЯ\* Рис. 24



\* Данные об объеме выданных корпоративных кредитов включают кредиты нефинансовым и финансовым организациям (кроме кредитных), а также кредиты индивидуальным предпринимателям на основе формы банковской отчетности 0409303. Данные о динамике объема задолженности включают аналогичные агрегаты и расчеты на основе формы банковской отчетности 0409101. При расчете годовых темпов роста портфеля не учитываются банки, у которых в течение года была отозвана лицензия. Источник: Банк России.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ КОЛИЧЕСТВА КРЕДИТОВ ПО СТАВКЕ\* Рис. 26

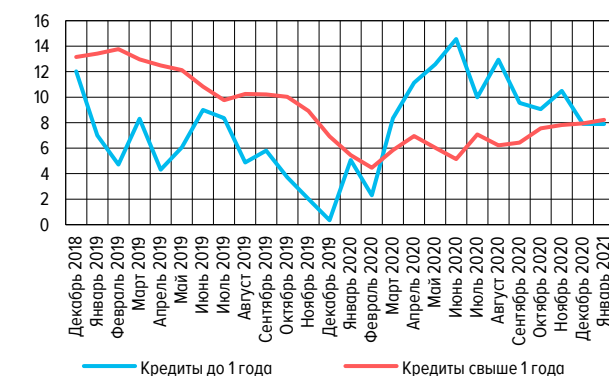


\* Анализ проводится по данным формы банковской отчетности 0409303. Источник: Банк России.

по сравнению с кредитами, которые выдавались предприятиям на рыночных условиях. Таким образом, льготное кредитование выступило в качестве важной антикризисной меры, не внося искажений в трансмиссию денежно-кредитной политики. К концу года по мере нормализации экономической ситуации в разных отраслях количество выданных льготных кредитов (по ставке 2% и ниже) снизилось до уровня 2019 года (рис. 26).

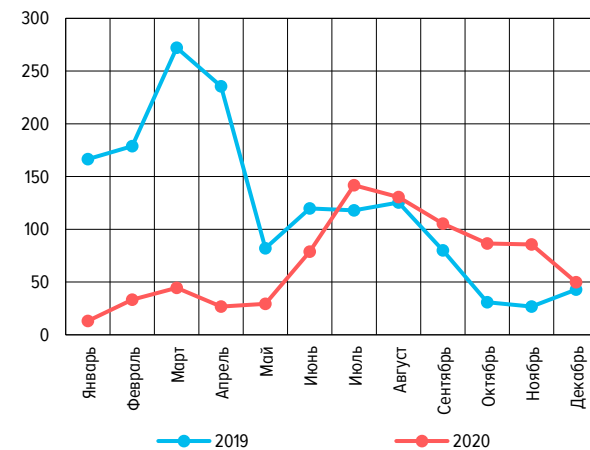
Стоит обратить внимание на тот факт, что **в 2020 году значительно выросло кредитование финансовых организаций**. Большая часть новых выданных кредитов определялась кредитованием компаний, связанных с крупными банками, в частности, лизинговыми и факторинговыми компаниями. Следует учесть, что за кредитованием финансовых организаций могло скрываться SPV и опосредованное кредитование корпоративного сектора. Об этом может свидетельствовать существенный рост рынка факторинга в 2020 году<sup>14</sup>: в период нестабильности финансирование цепочек поставок за счет факторинга для ряда компаний оказалось более предпочтительным, чем за счет корпоративных кредитов.

ДИНАМИКА КРЕДИТОВ НЕФИНАНСОВЫМ ОРГАНИЗАЦИЯМ И ИНДИВИДУАЛЬНЫМ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЯМ\* Рис. 25



\* Рассчитываются годовые темпы роста рублевых кредитов нефинансовым организациям и индивидуальным предпринимателям по данным формы банковской отчетности 0409101. Источник: Банк России.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОБЪЕМА КРЕДИТОВАНИЯ ПО СТАВКЕ\* (МЛРД РУБ.) Рис. 27

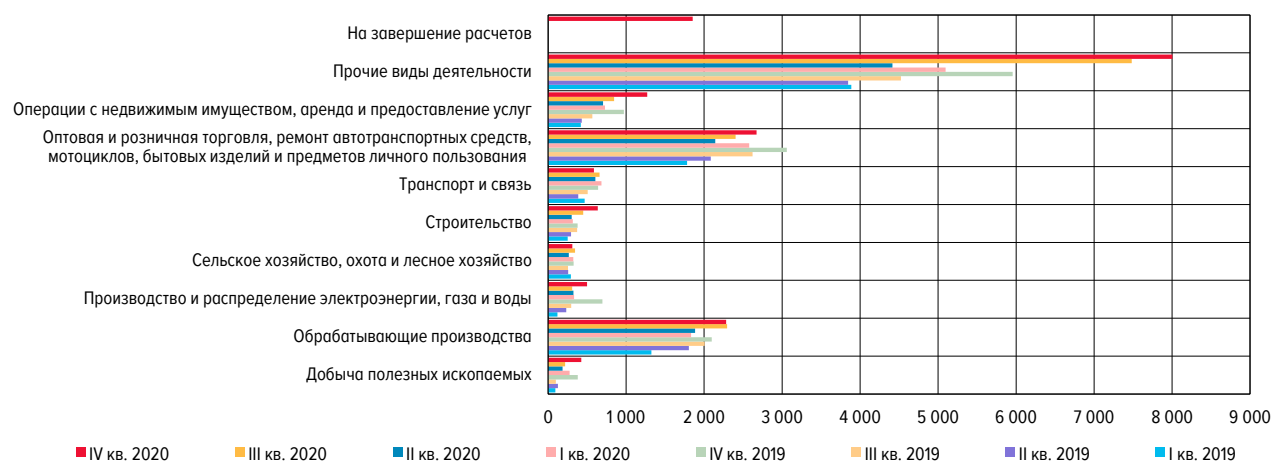


\* Анализ проводится по данным формы банковской отчетности 0409303. Источник: Банк России.

<sup>14</sup> По данным газеты «Коммерсантъ».

ДИНАМИКА ВЫДАЧ НОВЫХ КРЕДИТОВ ПО ОТРАСЛЯМ\*  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 28



\* Анализ проводится на основе данных формы банковской отчетности 0409303. Рассматриваются рублевые кредиты.  
Источник: Банк России.

ДИНАМИКА ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО КРЕДИТАМ ФИНАНСОВЫМ ОРГАНИЗАЦИЯМ\*  
(%, Г/Г)

Рис. 29



\* Рассматриваются годовые темпы роста рублевого портфеля кредитов финансовым организациям по данным формы банковской отчетности 0409101.  
Источник: Банк России.

### 4.3. Рост кредитования по плавающей ставке

В последние годы банки стали активнее выдавать кредиты в привязке к плавающей ставке<sup>15</sup> (рис. 30). Это связано как со стремлением банков снизить процентный риск своих операций, так и с готовностью корпоративных заемщиков привлекать кредиты по плавающей ставке в условиях смягчения денежно-кредитной политики.

Преобладающим процентным индикатором, в привязке к которому выдаются кредиты по плавающей ставке, является ключевая ставка Банка России. Использование ключевой ставки вполне объяснимо: корпоративные заемщики обладают информацией о ключевой ставке как инструменте ДКП Банка России, а для банков она является безрисковым ориентиром процентных ставок на денежном рынке. Также достаточно активно используются ставки LIBOR, MOSPRIME и EURIBOR, однако в связи с проводимой глобальной реформой процентных ста-

<sup>15</sup> По данным Банка России.

ОБЪЕМ КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ БАНКОВ В РАЗРЕЗЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК\*  
(НА ДАТУ, ТРЛН РУБ.)

Рис. 30

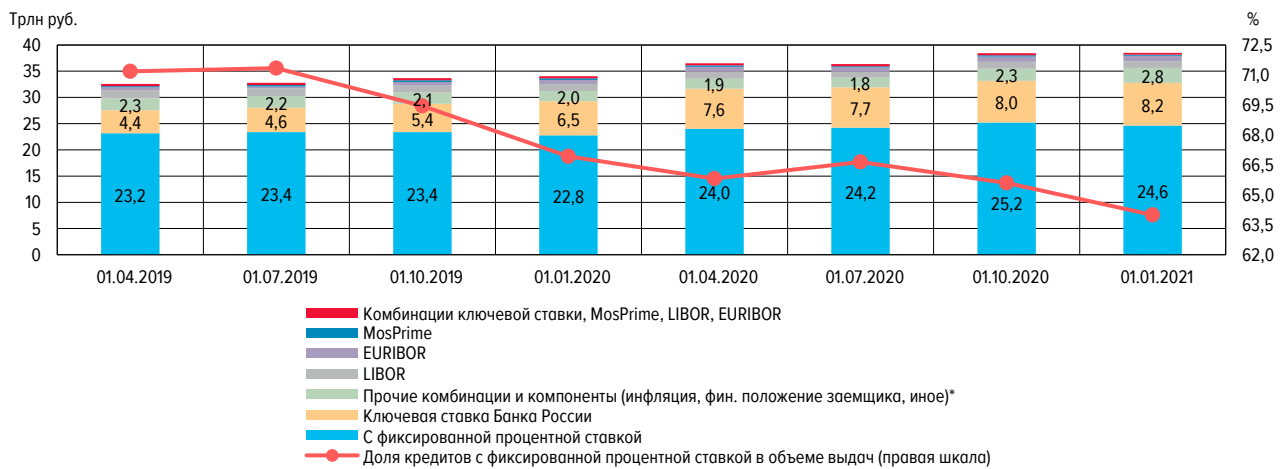
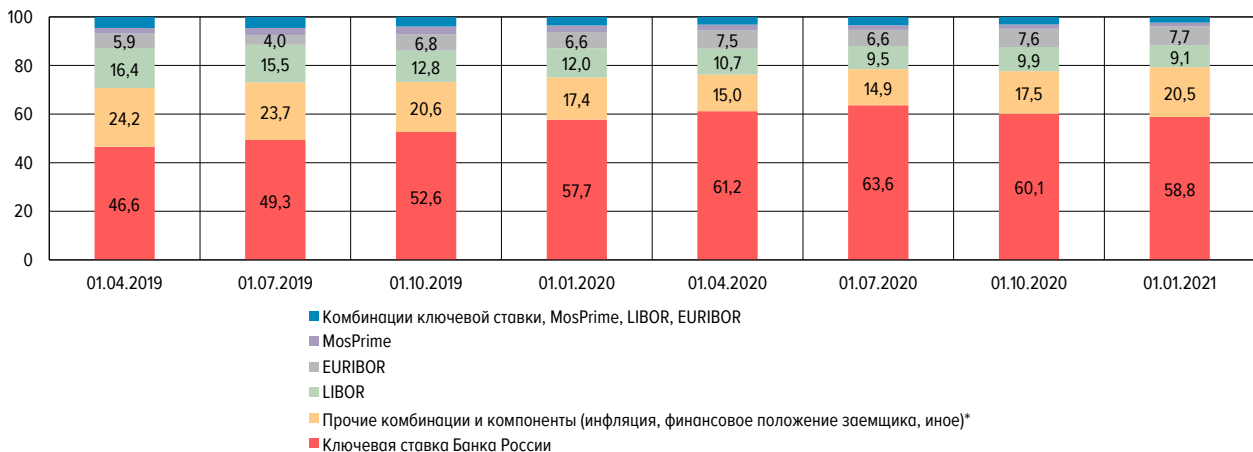
ДОЛИ ИСПОЛЪЗУЕМЫХ ПРОЦЕНТНЫХ ИНДИКАТОРОВ В ОБЩЕМ ПОРТФЕЛЕ КРЕДИТОВ ПО ПЛАВАЮЩЕЙ СТАВКЕ\*  
(НА ДАТУ, %)

Рис. 31



вок<sup>16</sup> мы ожидаем сокращения кредитов, выданных в привязке к индикаторам LIBOR, или иных, использующих сходную методологию. Тем не менее мы не предполагаем сокращения объема кредитов, выдаваемых в привязке к плавающей ставке, однако можем увидеть кредиты с использованием иных процентных индикаторов.

Выдача кредитов по плавающей ставке, с одной стороны, снижает процентный риск банка. С другой стороны, механизм плавающей ставки перекладывает процентный риск на заемщика. Ситуация активного «переключения» на кредиты по плавающей ставке чревата накоплением процентного риска у нефинансовых компаний, которые не обладают профессиональными знаниями и возможностями управления процентным риском. При ужесточении денежно-кредитных условий существует вероятность ухудшения кредитного качества ряда заемщиков (из-за растущих платежей по обслуживанию кредитов). Определенный естественный хедж у компаний, стоимость продукции которых зависит от инфляции, помогает справиться с уве-

<sup>16</sup> После выявления случаев манипулирования механизмом установления индикативной процентной ставки LIBOR международные организации и страны – члены «Группы 20» приняли решение изменить основы ценообразования на финансовом рынке. Реформа начата в 2014 году и включает в себя пересмотр методики формирования эталонных процентных ставок в резервных валютах, а также внедрение специализированного регулирования за деятельностью администраторов эталонных индикаторов.

личением расходов на обслуживание долга. Однако, как правило, в случае кредита по плавающей ставке платежи по нему могут расти быстрее, нежели выручка компании. Таким образом, даже в этом случае существует вероятность трансформации процентного риска в кредитный.

В розничном сегменте плавающие ставки устанавливаются рядом банков в отношении ипотечных кредитов. Согласно опросам кредитных организаций<sup>17</sup> в настоящее время ипотечные кредиты с плавающей ставкой выдаются небольшим количеством банков. Доля ипотечных кредитов с плавающей ставкой в общем объеме ипотечных кредитов составила менее 0,1%. Выдача подобных кредитов чревата существенным ростом долговой нагрузки заемщиков в случае ужесточения денежно-кредитной политики Банка России. В этой связи Банком России в марте 2021 года был опубликован [доклад для общественных консультаций «О регулировании рисков, связанных с возможным распространением плавающих процентных ставок в ипотечном кредитовании»](#), по итогам обсуждения которого будут предложены регуляторные меры.

---

<sup>17</sup> По данным портала [Banki.ru](http://Banki.ru).

## Врезка 2. Кредитный риск в условиях пандемии: рост долговой нагрузки без существенного ухудшения качества кредитных требований

- **Несмотря на рост долговой нагрузки многих заемщиков, существенного ухудшения качества кредитных требований в условиях пандемии не произошло. Этому способствовали комплекс антикризисных мер и относительно мягкий характер вводимых ограничений.**
- В 2020 году на фоне снижения деловой активности и роста неопределенности возник потенциал для накопления банками кредитных рисков – многие заемщики были вынуждены брать кредиты на покрытие кассовых разрывов, увеличивая свою долговую нагрузку. Так, рост долговой нагрузки наблюдался в сегменте необеспеченного потребительского кредитования<sup>1</sup>.
- В то же время высокая неопределенность одновременно с консервативной политикой банков сдержала рост кредитного риска в ряде сегментов – например, ипотеку стали брать более платежеспособные заемщики<sup>2</sup>. В подобной ситуации заемщики с плохой кредитной историей или нестабильным доходом не получали одобрения от банков или же сами отказывались от взятия кредита при отсутствии такой необходимости.
- В корпоративном сегменте рост долговой нагрузки наблюдался в II и III кварталах 2020 года<sup>3</sup>, но к концу года сменился некоторым снижением.
- Ухудшение качества кредитных требований оказалось умеренным, и в настоящее время наблюдается тенденция к его восстановлению. Отчасти это было обеспечено мерами поддержки и регуляторными послаблениями Банка России.

В прошедшем году банковский сектор столкнулся с проблемой сокращения числа новых качественных заемщиков. Финансовое положение значительного числа физических и юридических лиц ухудшилось, многие столкнулись с ощутимым снижением доходов. Подобная ситуация привела к тому, что нередко заемщики вынуждены были брать кредиты для осуществления текущих расходов, компенсируя снижение доходов в условиях пандемии. Это оказало определенное влияние на структуру выданных новых кредитов.

Так, в сегменте необеспеченного потребительского кредитования в конце 2020 года увеличилась долговая нагрузка заемщиков – в объеме новых выданных кредитов с относительно невысокой полной долговой нагрузкой (ПДН) до 50%. При этом заметным был рост доли необеспеченных потребительских кредитов с ПДН более 80% в общем объеме новых выданных<sup>4</sup>.

В то же время в ипотечном сегменте не произошло существенного роста долговой нагрузки. По кредитам, выданным по договорам участия в долевом строительстве (ДДУ), в III–IV кварталах 2020 года выросла доля кредитов с самым низким ПДН (менее 10%), а также от 10 до 20%, а также от 20 до 30%. Можно предположить, что только наиболее платежеспособные заемщики готовы брать ипотечные кредиты в условиях повышенной экономической неопределенности. При этом в ряде случаев ипотечные кредиты брались заемщиками в инвестиционных целях.

По данным Национального бюро кредитных историй (НБКИ), в целом по **розничному сегменту**, несмотря на рост долговой нагрузки, значение персонального кредитного рейтинга<sup>5</sup> заемщиков выросло по итогам 2020 года, немного снизившись в декабре<sup>6</sup>. Это говорит о сохраняющемся высоком уровне платежеспособности розничных заемщиков.

Доля неработающих ссуд<sup>7</sup> в розничном портфеле оставалась существенно ниже значений 2016–2017 годов. Отчасти накопление кредитных рисков розничными заемщиками сдерживалось консервативной политикой банков.

Долговая нагрузка **юридических лиц** несколько выросла: в условиях снижения доходов и повышенной неопределенности **значительная часть кредитов бралась на покрытие проблем с ликвидностью, что привело к увеличению коэффициента долговой нагрузки**. Однако в IV квартале ситуация начала улучшаться, и коэффициент долговой нагрузки также несколько снизился.

<sup>1</sup> По данным раздела 8 формы банковской отчетности 0409135.

<sup>2</sup> По данным формы банковской отчетности 0409704.

<sup>3</sup> По данным формы банковской отчетности 0409303 и данных Росстата. Подобная методика опубликована в докладе «Измерение коэффициента обслуживания долга в России: оценка на данных [кредитного регистра](#)».

<sup>4</sup> По данным формы банковской отчетности 0409135.

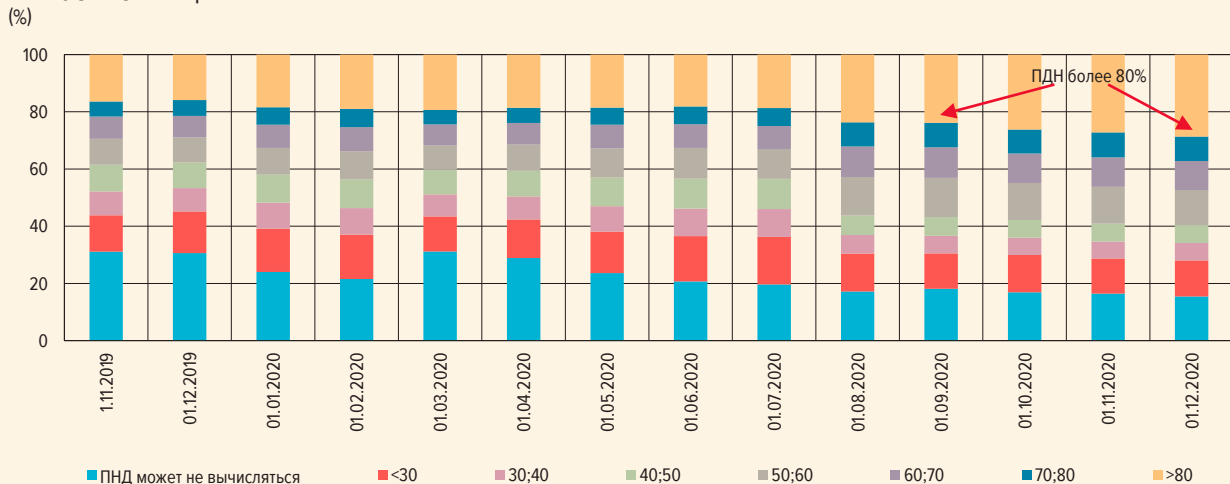
<sup>5</sup> Персональный кредитный рейтинг – показатель, определяемый Национальным бюро кредитных историй и определяющий платежеспособность заемщиков. При расчете ПКР учитывается, как часто заемщик брал кредиты, насколько ответственно выполнял свои обязательства перед кредиторами, высока ли его кредитная нагрузка. Каждая запись кредитной истории анализируется, после чего выставляется оценка от 300 до 850 баллов.

<sup>6</sup> По данным НБКИ.

<sup>7</sup> Рассматриваются кредиты, просроченные на 90 и более дней.

## РАСПРЕДЕЛЕНИЕ НОВЫХ ВЫДАЧ НЕОБЕСПЕЧЕННЫХ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ КРЕДИТОВ ПО ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКЕ ЗАЕМЩИКА\*

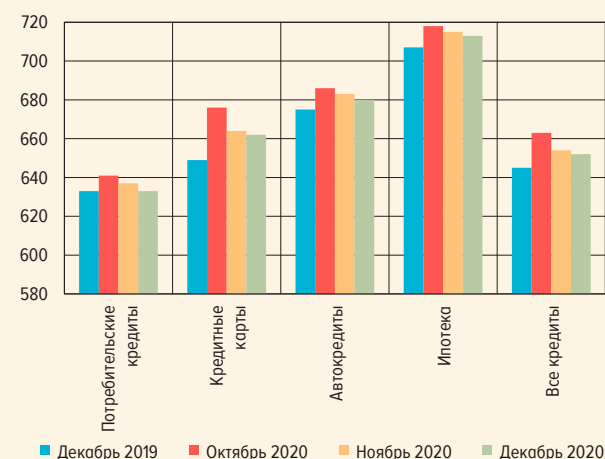
Рис. Б-32



\* По данным раздела 8 формы банковской отчетности 0409135.  
Источник: Банк России.

## ДИНАМИКА ПЕРСОНАЛЬНОГО КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА РОЗНИЧНЫХ ЗАЕМЩИКОВ

Рис. Б-33



Источники: НБКИ, расчеты ДИП.

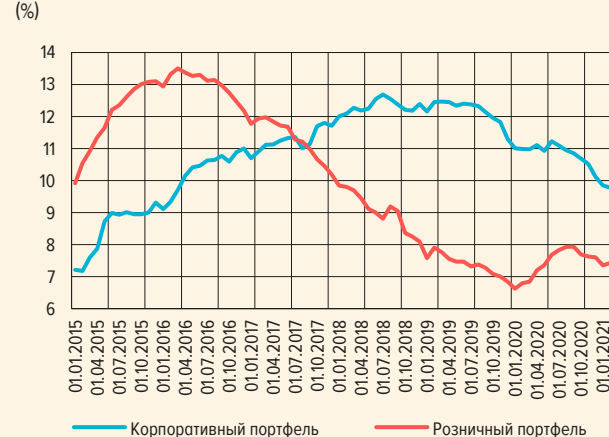
В результате рост кредитных рисков в 2020 году оказался не таким существенным, как можно было бы ожидать. Доля проблемных и безнадежных<sup>8</sup> ссуд несколько увеличилась в II квартале, но на конец 2020 года составила 9,8% по корпоративному портфелю (на начало года – 11,0%) и 7,4% по розничному портфелю (6,6% на начало года).

Ухудшение качества кредитных требований сдерживалось мерами поддержки и регуляторными послаблениями Банка России. В первую очередь необходимо отметить программы [реструктуризации и кредитных каникул](#)<sup>9</sup>: они помогли ряду заемщиков, пережив кризисный период, вернуться к нормальному графику платежей или же погасить задолженность. Это предотвратило существенное снижение качества кредитов.

При этом на текущий момент ухудшение качества кредитных требований не в полной мере отражается в банковской отчетности по причине регуляторных послаблений – в условиях пандемии банкам было позволено временно не ухудшать категории качества ряда кредитных требований даже в случае фактического ухудшения качества обслуживания долга. Ухудшение качества подобных кредитов может отразиться в банковской отчетности позднее, по мере сворачивания регуляторных послаблений. Так, в отношении кредитов, по которым была проведена реструктуризация с отложенным плате-

## ДИНАМИКА ДОЛИ ПРОБЛЕМНЫХ И БЕЗНАДЕЖНЫХ ССУД В РОЗНИЧНОМ И КОРПОРАТИВНОМ ПОРТФЕЛЯХ\*

Рис. Б-34



\* Рассматривается доля ссуд 4-5 категории качества по форме банковской отчетности 0409115.

Источник: Банк России.

<sup>8</sup> Рассматривается доля ссуд 4–5 категории качества по форме банковской отчетности 0409115.

<sup>9</sup> Согласно бюллетеню «О динамике реструктуризации кредитов населения и бизнеса».

жом, изменение качества можно будет оценить только после наступления сроков таких платежей. Тем не менее потенциальный рост кредитных рисков является ограниченным – возможный прирост резервов по реструктурированным кредитным требованиям составляет только 2% совокупного кредитного портфеля<sup>10</sup>.

По мере восстановления экономической активности, с одной стороны, можно ожидать постепенной стабилизации качества кредитных требований. С другой стороны, сокращение процентных доходов банков (см. раздел «Процентные доходы и расходы») может стимулировать рост кредитования заемщиков с более низким кредитным качеством. Кредиты таким заемщикам, как правило, выдаются по более высоким ставкам, что может оказаться значимым для банков при снижении доходов от кредитов более качественным заемщикам.

<sup>10</sup> Согласно аналитическому материалу [«О развитии банковского сектора Российской Федерации в январе 2021 года»](#).

## 5. ВЛОЖЕНИЯ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ ЧЕРЕЗ НФО

- Снижение стоимости денег в экономике, высокие реализованные доходы по вложениям в ряд финансовых инструментов (акции, облигации, доверительное управление и некоторые иные) *в предыдущие периоды*, упрощение процесса приобретения таких инструментов за счет цифровизации продаж способствовали поиску потенциально более доходных инструментов инвестирования населения, альтернативных банковским вкладам. На развитие этого процесса во многом повлияли банки, которые были заинтересованы в расширении продажи финансовых продуктов с целью наращивания комиссионных доходов.
- Наибольшей популярностью у физических лиц пользуются вложения в ценные бумаги через брокерские счета. За 2020 год приток средств физических лиц в ценные бумаги на брокерских счетах составил более двух третей притока средств частных инвесторов в финансовые вложения через НФО. Превалирование инвестиций через брокерские счета объясняется возможностью самостоятельного приобретения финансовых инструментов при таком типе вложений и меньшим размером комиссий за услуги финансовой организации.
- Риск-профиль вложений физических лиц в 2020 году изменился: возможность получить потенциально более высокий доход связана с дополнительными рисками (рыночными, кредитными), которые принимают на себя инвесторы. Восстановление фондового рынка после провала марта 2020 года позволило заработать более высокие доходы по сравнению с банковскими рублевыми депозитами по многим более рискованным финансовым инструментам. Максимальная доходность наблюдалась по вложениям в ПИФы, а также в акции и стандартные стратегии ДУ. Однако доходы по вложениям физических лиц в инструменты фондового рынка зависят в том числе от момента входа на рынок и качества управления портфелями.
- Тенденцией 2020 года стало снижение величины средних вложений через НФО и ПУ-КО. При этом выросло число клиентов, сделавших в 2020 году пробные инвестиции в альтернативные финансовые инструменты. Максимальный размер средних вложений в НФО наблюдается в сегментах ЗПИФов и МФО. Это связано с особенностями таких инструментов. ЗПИФы ориентированы в основном на работу с состоятельными частными инвесторами и имеют высокий порог входа, в то время как МФО ввиду законодательных ограничений имеют порог в 1,5 млн рублей на минимальную сумму инвестиций.

С начала 2017 года в результате постепенного перехода от умеренно жесткой к нейтральной, а впоследствии – к мягкой денежно-кредитной политике Банк России снизил ключевую ставку с 10,00 до 4,25% годовых в 2020 году. Средневзвешенная процентная ставка по вкладам физических лиц<sup>1</sup> за тот же период сократилась сопоставимыми темпами до 3,4%.

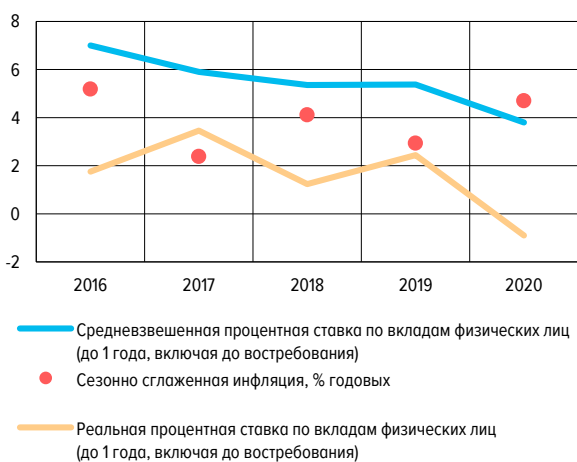
**Снижение доходности по депозитам до минимальных значений за многие годы стимулировало вкладчиков к поиску потенциально более доходных инвестиционных инструментов.** Эта тенденция подтверждается увеличением доли российских граждан, считающих невыгодным хранение сбережений на счете в банке и предпочитающих иные формы сбережений<sup>2</sup>. В результате в последние годы наблюдается рост интереса российского населения к приобретению ценных бумаг через брокеров, доверительных управляющих, покупке паев ПИФов, продуктов по страхованию жизни и другие. **Помимо снижения ставок по депозитам этому способствовали следующие факторы:**

- Высокие реализованные доходы по вложениям в иные финансовые инструменты (акции, облигации, доверительное управление и иные) *в предыдущие периоды* (рис. 36).

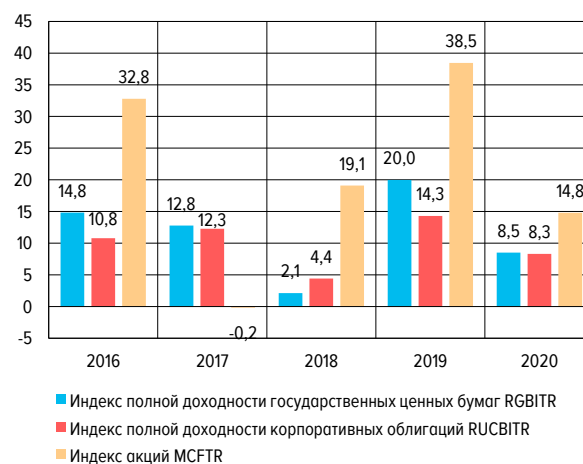
<sup>1</sup> До 1 года, включая до востребования.

<sup>2</sup> [Измерение инфляционных ожиданий и потребительских настроений на основе опросов населения.](#)



ДИНАМИКА РЕАЛЬНОЙ И НОМИНАЛЬНОЙ СТАВОК  
ПО БАНКОВСКИМ ДЕПОЗИТАМ\* Рис. 35  
(%)

\* С учетом накопленной за год сезонно-сглаженной инфляции.  
Источники: Банк России, Росстат.

ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ ФИНАНСОВЫХ  
ИНСТРУМЕНТОВ Рис. 36  
(% ГОДОВЫХ)

Источник: Московская Биржа.

- Упрощение процесса приобретения таких инструментов за счет цифровизации продаж, развития мобильных приложений, возможностей и функционалов личных кабинетов.
- Активность банков по продажам продуктов брокеров, доверительных управляющих и страховых компаний в связи с заинтересованностью в получении комиссионных доходов. Также банки предлагают своим клиентам комплексные продукты по вкладам с инвестициями (вклад + ПИФ, вклад + НСЖ, вклад + ИИС и другие), которые увеличивают базовую ставку по депозиту, в том числе за счет получаемых от партнеров комиссий за продажу. Однако такие дополнительные инвестиции не застрахованы в системе АСВ, а доходность по ним в большинстве случаев не гарантирована.

**Приток вложений физических лиц в альтернативные банковским депозитам инструменты продолжился в 2020 году и ускорился во второй половине года.** Кроме достаточно резкого снижения ставок по депозитам этому способствовало изменение экономической ситуации, вызванное распространением коронавируса в России и в мире, ослабление рубля и рост волатильности на финансовых рынках. В результате в марте-апреле вырос приток средств инвесторов, стремившихся приобрести упавшие в стоимости активы. Также в условиях самоизоляции ускорился процесс цифровизации и развития дистанционных продаж финансовых инструментов. Многие банки предлагали дополнительные бонусы за приобретение этих инструментов онлайн, а не в офисе. При этом из-за невозможности потратить свои средства на товары и услуги в период действия ограничительных мер часть населения увеличила долю средств, направляемых на сбережения.

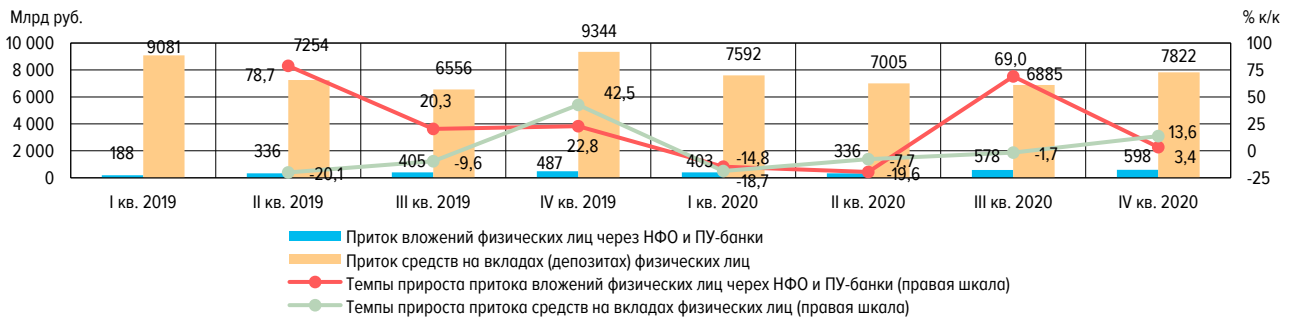
По итогам года приток средств физических лиц на банковские депозиты сократился по сравнению с предыдущим годом, приток вложений через НФО, напротив, увеличился более чем на треть. Вместе с тем влияние на темпы прироста вложений через НФО оказал эффект низкой базы, по абсолютной величине прирост банковских вкладов по-прежнему существенно опережает прирост вложений физических лиц через НФО: совокупный объем финансовых вложений физических лиц в НФО<sup>3</sup> на конец 2020 года составил 11 трлн рублей, что на 32% больше значения на конец 2019 года, в то время как объем вкладов населения увеличился на 8% и достиг 33 трлн рублей (без учета счетов эскроу).

<sup>3</sup> Учитываются:

- средства физических лиц в ценных бумагах (по данным депозитарной отчетности),
- СЧА ПИФов, принадлежащая на физических лиц,
- резервы по страхованию жизни,
- пенсионные резервы (по данным на 30.09.2020),
- остаток задолженности по привлеченным средствам по договорам, заключенным МФО с физическими лицами и индивидуальными предпринимателями (по данным на 30.09.2020).

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

Рис. 37



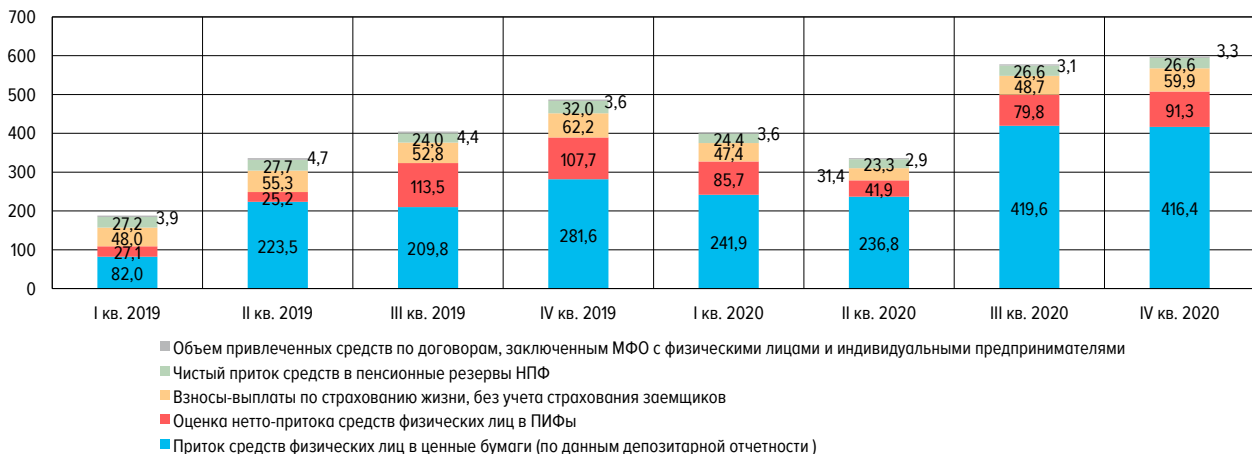
\* Учитываются:

- приток средств физических лиц в ценные бумаги (по данным депозитарной отчетности);
  - оценка чистого притока средств физических лиц в ПИФы, сделанная на основании доли СЧА, приходящейся на физических лиц;
  - взносы за вычетом выплат по страхованию жизни за исключением страхования жизни заемщиков;
  - чистый приток средств в пенсионные резервы, объем привлеченных средств по договорам, заключенным МФО с физическими лицами и индивидуальными предпринимателями (в качестве оценки данных за IV квартал 2020 г. взяты средние значения за предыдущие 4 квартала).
- Также учитываются вложения через КО-ПУ в части брокерского обслуживания. Не учитывается приток средств физических лиц в доверительное управление в связи с отсутствием данных по чистым притокам средств.

Источник: Банк России.

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

Рис. 38



Источник: Банк России.

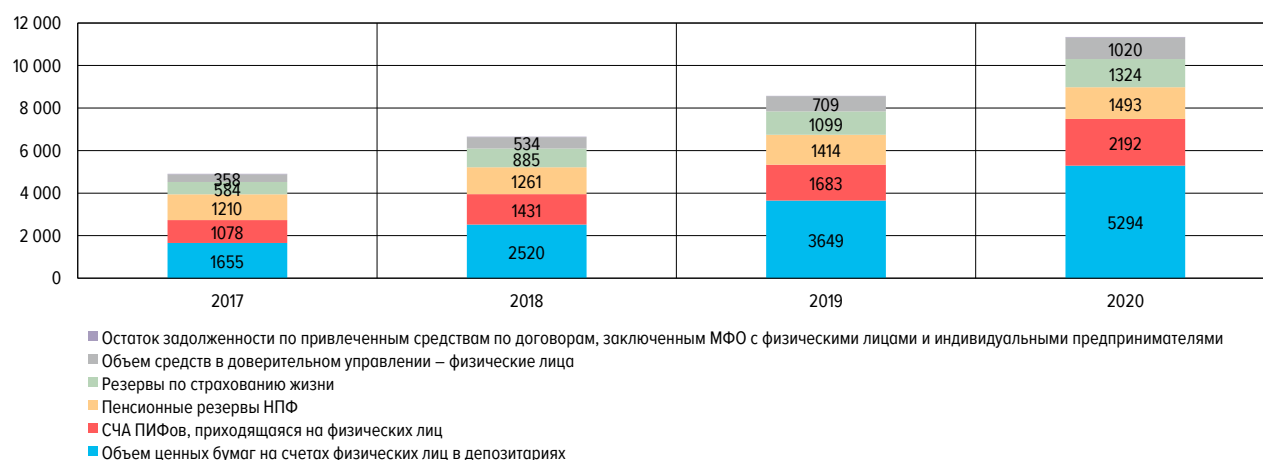
Среди альтернативных банковским депозитам инструментов наибольшей популярностью у физических лиц пользуются вложения в ценные бумаги через брокерские счета (см. рис. 38). За 2020 год приток средств физических лиц в ценные бумаги на брокерских счетах составил более двух третей притока средств частных инвесторов в финансовые вложения через НФО. На паи ПИФов пришлось 16%. Еще 10% обеспечили чистые притоки (взносы за вычетом выплат) средств в программы страхования жизни (без учета страхования жизни заемщиков), 5% обеспечили чистые притоки средств в пенсионные резервы НПФ. На долю вкладов физических лиц в МФО пришлось менее 1% совокупных инвестиций.

Превалирование среди финансовых вложений физических лиц инвестиций через брокерские счета (около 45% от всех вложений через НФО и ПУ-КО – рис. 39) объясняется возможностью самостоятельного приобретения финансовых инструментов при таком типе вложений и, соответственно, низким размером комиссий за услуги финансовой организации. Вероятно, это перевесило минусы от, как правило, более низкой диверсификации портфеля по сравнению с институтами коллективных инвестиций.

**Рост вложений в инструменты финансового рынка изменил риск-профиль вложений физических лиц: возможность получить потенциально более высокий доход связана с до-**

СБЕРЕЖЕНИЯ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ ЧЕРЕЗ НФО И ПУ-БАНКИ  
(МЛРД РУБ.)

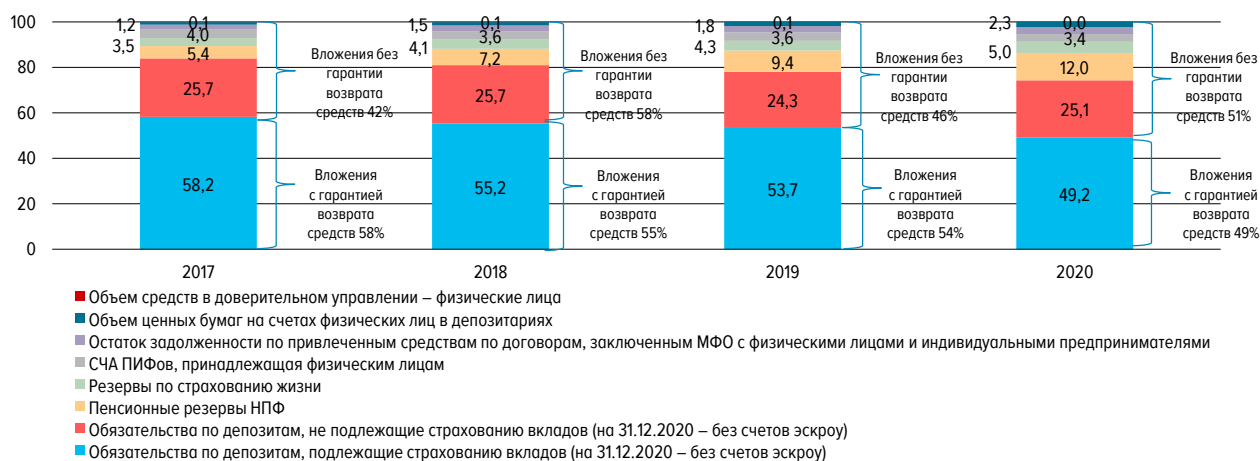
Рис. 39



Источник: Банк России.

СТРУКТУРА ВЛОЖЕНИЙ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ  
(%)

Рис. 40



Источник: Банк России.

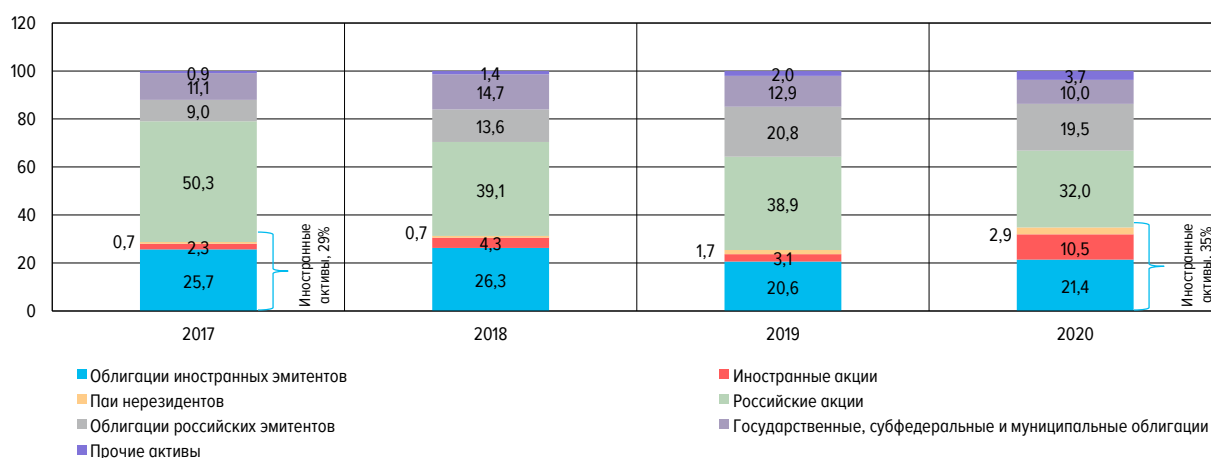
**полнительными рисками (рыночными, кредитными), которые принимают на себя инвесторы.** Возвратность вложений через НФО не гарантируется и в значительной степени зависит от финансовой устойчивости, кредитоспособности эмитента ценных бумаг (или риска структуры, заложенной в структурную облигацию, в случае вложений в структурные облигации) или финансовой организации, которая предоставляет услуги физическому лицу. **В 2020 году доля вложений физических лиц в инструменты, возвратность которых не гарантирована, увеличилась на 5 п.п., до 51%. С 2017 года увеличение составило 9 процентных пунктов<sup>4</sup>.**

Вместе с тем восстановление фондового рынка после провала в период первой волны пандемии позволило заработать более высокие доходы по сравнению с банковскими рублевыми депозитами по многим более рискованным финансовым инструментам. Так, максимальная доходность наблюдалась по вложениям в ПИФы, а также в акции и стандартные стратегии ДУ (рис. 42). При этом доходы по вложениям физических лиц в инструменты фондового рынка

<sup>4</sup> Банк России также работает и над повышением уровня защищенности граждан. Например, подготовлен законопроект о гарантировании прав страхователей по договорам страхования жизни. Предполагается, что система гарантирования будет работать аналогично той, что действует при страховании банковских вкладов – размер возмещения в случае отзыва лицензии у страховой компании будет составлять 1,4 млн рублей (инвестиционный доход в выплате не учитывается).

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

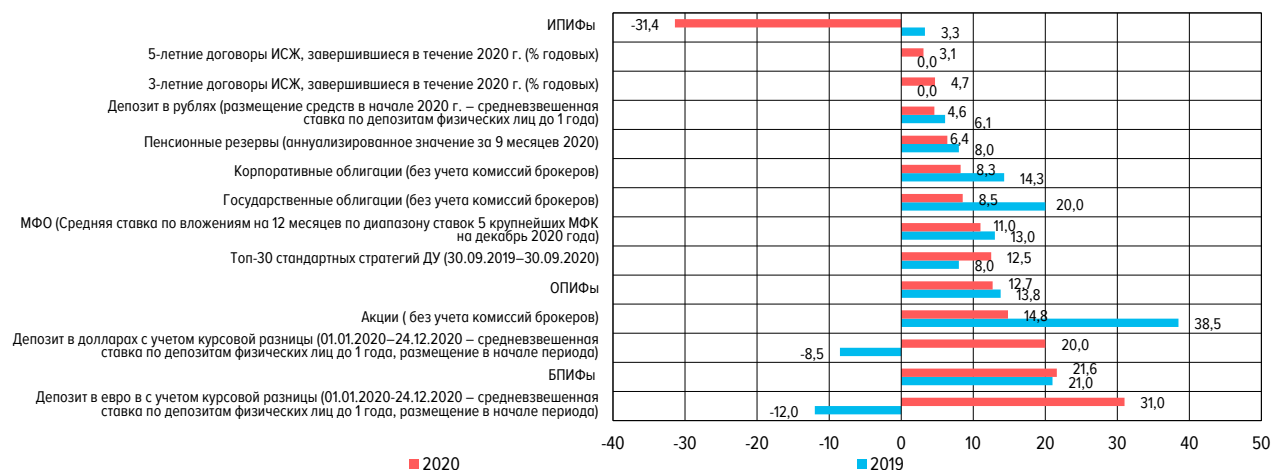
Рис. 41



Источник: Банк России.

## ДОХОДЫ ПО ВЛОЖЕНИЯМ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ (%)

Рис. 42



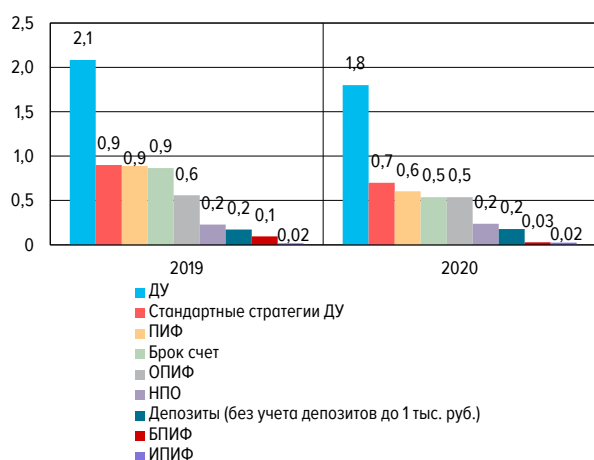
Источники: Банк России, Московская Биржа, сайты компаний.

во многом зависят от момента входа на рынок и качества управления портфелями – они могут быть как выше представленных на рисунке 12 показателей, так и уходить в сильный минус. Дополнительную выгоду за счет налогового вычета физические лица могли получить, приобретая финансовые инструменты на ИИС.

Остановка рядом банков пролонгации валютных вкладов и ослабление рубля могли способствовать перетоку валютных вложений физических лиц с депозитов в иностранные ценные бумаги (подробнее о динамике банковских вкладов населения см. во врезке 3 «Вклады населения в банках: снижение объема и сроков»). Вложения в иностранные активы, с одной стороны, дают возможность клиентам повысить страновую, валютную и отраслевую диверсификацию своих портфелей. С другой стороны, доход в виде валютной переоценки по инструментам, номинированным иностранной валюте, при операциях в России облагается НДФЛ, что может несколько снижать привлекательность инвестиций в иностранные бумаги по сравнению со сбережениями в наличной валюте или на валютных депозитах в банках.

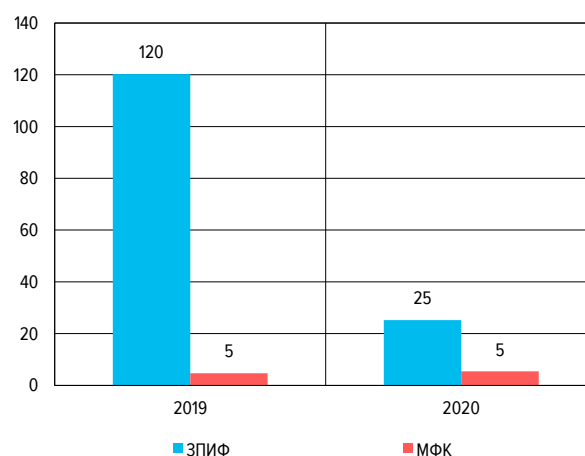
Недостатком инвестиций в рискованные иностранные активы может быть также ограниченный набор информации – например, по акциям стартап-компаний часто ограничен исторический ряд данных и финансовая отчетность. Кроме того, немаловажное значение для части инвесто-

СРЕДНЯЯ ВЕЛИЧИНА ВЛОЖЕНИЙ В НФО И БАНКИ (МЛН РУБ.) Рис. 43



Источник: Банк России.

СРЕДНЯЯ ВЕЛИЧИНА ВЛОЖЕНИЙ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В ЗПИФЫ, ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ И ИП В МФО (МЛН РУБ.) Рис. 44



Источник: Банк России.

ров может иметь отсутствие русскоязычных источников информации (подробнее о поведении различных групп участников на российском фондовом и валютном рынках см. в разделе «Фондовый и валютный рынки: поведение участников (биржевые и внебиржевые данные)»).

**Тенденцией 2020 года в сегменте вложений через НФО и ПУ-КО стало снижение величины средних вложений.** Такой тип вложений становится все более популярным не только у состоятельных клиентов, но и у инвесторов со средними и небольшими объемами сбережений. При этом растет число клиентов, сделавших в 2020 году пробные инвестиции в альтернативные финансовые инструменты, что также снижает средний счет. Кроме того, сами НФО снижают порог входа в свои продукты, что позволяет им расширить круг потенциальных клиентов. Снижение минимальной величины вложений связано в том числе с уменьшением издержек за счет упрощения процесса приобретения в условиях развития онлайн-каналов продаж, появления стандартных «коробочных» продуктов НФО.

**Однако средние вложения физических лиц через НФО в основном выше, чем величина среднего депозита** (рис. 43). Как правило, более сложные с точки зрения структуры и соотношения «риск-доходность» инструменты выбирают лица с более высокими доходами и сбережениями (в том числе в качестве дополнения к депозитам).

Исключением из этой тенденции являются вложения в БПИФы. В этот сегмент заходят клиенты преимущественно с небольшими сбережениями: средняя величина вложений клиентов-физических лиц сократилась за год более чем в три раза, до 28 тыс. рублей. Это связано с тем, что БПИФ – один из наиболее понятных и доступных инструментов для начинающих инвесторов. Кроме того, паи БПИФов можно оплачивать валютой, что на фоне снижения банками ставок по валютным депозитам до минимальных значений<sup>5</sup> повысило их привлекательность для клиентов, которые ранее хранили валютные сбережения в кредитных организациях.

**Максимальный размер средних вложений в НФО наблюдается в сегментах ЗПИФов и МФО** (рис. 44). Это связано с особенностями таких инструментов. ЗПИФы ориентированы в основном на работу с состоятельными частными инвесторами и имеют высокий порог входа. ЗПИФ также может быть сформирован с целью управления средствами одного инвестора для облегчения процесса передачи наследства, при этом сохраняя непубличность собственников. ЗПИФы могут также формироваться и для совместного приобретения пайщиками коммерческой недвижимости. Вместе с тем на рынке появляются закрытые фонды, ориентированные на работу с более широким кругом инвесторов. Так, во второй половине 2020 года в сегмен-

<sup>5</sup> По итогам июля – сентября 2020 года средневзвешенная процентная ставка по долларovým депозитам физических лиц от 1 до 3 лет снизилась и составила 0,6% (-0,2 п.п. за квартал), по депозитам в евро – до 0,3%.

те ЗПИФов наблюдался резкий рост числа пайщиков (в 4 раза), который был связан в том числе с размещением паев фонда, ориентированного на вложения в IPO иностранных эмитентов (почти 100% пайщиков этого фонда – физические лица). Минимальный размер инвестиций в этот фонд составил 100 тыс. рублей. Значительная средняя величина вложений также характерна для доверительного управления.

Высокая средняя величина вложений физических лиц в МФО связана в том числе с наличием установленной минимальной суммы вклада физического лица в микрофинансовую компанию (МФК) от 1,5 млн рублей. Защитить неквалифицированных инвесторов от рисков также призван запрет на привлечение средств физических лиц и индивидуальных предпринимателей (не являющихся учредителями этих компаний) микрокредитными компаниями (МКК).

В 2021 году динамика притока средств в альтернативные банковским депозитам финансовые инструменты во многом будет зависеть от совокупности следующих факторов.

*Во-первых*, мягкая денежно-кредитная политика и низкие ставки по депозитам будут и дальше способствовать поиску населением более доходных вариантов инвестиций. При этом процесс выхода из депозитов будет более простым и безубыточным для граждан в связи с увеличением в 2020 году доли привлечения краткосрочных вкладов<sup>6</sup>.

*Во-вторых*, для предотвращения продаж сложных инструментов гражданам, которые делают первые шаги на финансовом рынке, Банк России разработал указание<sup>7</sup>, которое может запретить продажу отдельных продуктов неквалифицированным инвесторам. Далее участники рынка должны будут проводить обязательное тестирование неподготовленных инвесторов на знание специфики приобретаемых инструментов<sup>8</sup> – нововведение может начать действовать уже с 1 октября 2021 года (ранее изначально запланированного срока – 1 апреля 2022 года). Соответственно, можно ожидать смещения интереса тех неквалифицированных инвесторов, которые покупали или готовы были приобретать такие продукты, в пользу разрешенных инструментов. Так как потенциальная доходность более понятных для начинающих инвесторов инструментов, как правило, ниже потенциальной доходности сложных инструментов (также ниже и риски таких инвестиций), то возможно сохранение части средств на депозитах.

Также возможно наращивание объемов вложений физических лиц, которые в 2020 году делали пробные инвестиции на фондовом рынке в условиях высокой реализованной доходности.

Помимо перечисленных выше факторов на притоке средств инвесторов в различные инструменты может сказаться развитие проекта «Маркетплейс» Банка России<sup>9 10</sup>, который стал новым каналом продаж для банков, страховых организаций и иных финансовых компаний. Появление возможности оперативного сравнения основных параметров различных инструментов повысит их прозрачность и упростит процесс приобретения.

<sup>6</sup> За 2020 год доля привлеченных рублевых депозитов физических лиц сроком до 1 года увеличилась на 3 п.п. по сравнению со значением за 2019 год, до 83%.

<sup>7</sup> Проект указания Банка России «О ценных бумагах, сделки с которыми могут совершаться (договорах, являющихся производными финансовыми инструментами, которые могут заключаться) физическим лицом или за его счет, только если указанное лицо является квалифицированным инвестором».

<sup>8</sup> Федеральный закон от 31.07.2020 № 306-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

<sup>9</sup> Заработал во второй половине 2020 года.

<sup>10</sup> Федеральный закон от 20.06.2020 № 211-ФЗ «О совершенствовании финансовых сделок с использованием финансовой платформы».

### Врезка 3. Вклады населения в банках: снижение объема и сроков

**В прошедшем году на фоне низких ставок объем рублевых вкладов населения снизился; предпочтения населения стали смещаться в сторону текущих счетов (со срочных), а в конце года начался рост валютных вкладов.**

В 2020 году объем *рублевых вкладов* физических лиц вырос существенно меньше, чем в прошлые годы – некоторое снижение наблюдалось в начале ввода карантинных ограничений и продолжилось осенью. Это было вызвано ростом спроса населения на наличность, высокой неопределенностью развития ситуации в экономике, а также повышенным интересом к альтернативным способам вложения средств.

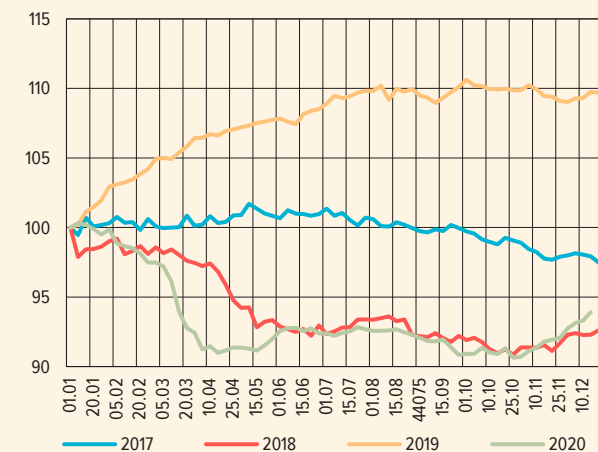
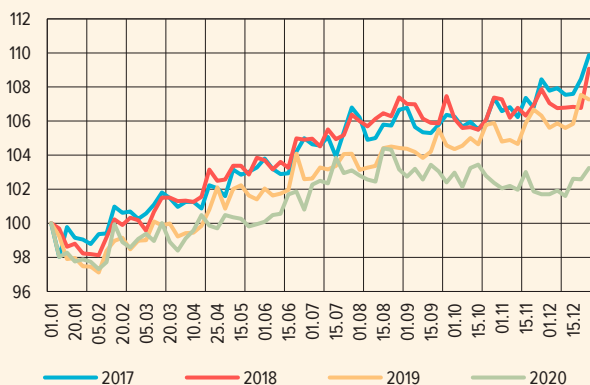
*Валютные вклады* заметно снизились в марте 2020 года, что могло быть связано с желанием населения продать валюту по более высокому курсу, а также перейти в наличность в период нарастания неопределенности в экономике. В конце года рублевые и валютные вклады несколько выросли. Мы это связываем с сезонным ростом выплат премий в конце года, а *также покупкой валюты населением* на фоне укрепления рубля.

Тенденция к замедлению роста рублевых вкладов физических лиц наблюдалась и ранее (рис. В-47), но в 2020 году их динамика в годовом выражении перешла к снижению. При этом существенно снизились срочные вклады (как от 31 дня до года, так и долгосрочные), и выросла доля депозитов до востребования

ДИНАМИКА РУБЛЕВЫХ ДЕПОЗИТОВ\* НАСЕЛЕНИЯ\*\*  
(% ПО ОТНОШЕНИЮ К НАЧАЛУ ГОДА)

Рис. В-45 ДИНАМИКА ВАЛЮТНЫХ ДЕПОЗИТОВ НАСЕЛЕНИЯ\*  
(% ПО ОТНОШЕНИЮ К НАЧАЛУ ГОДА)

Рис. В-46



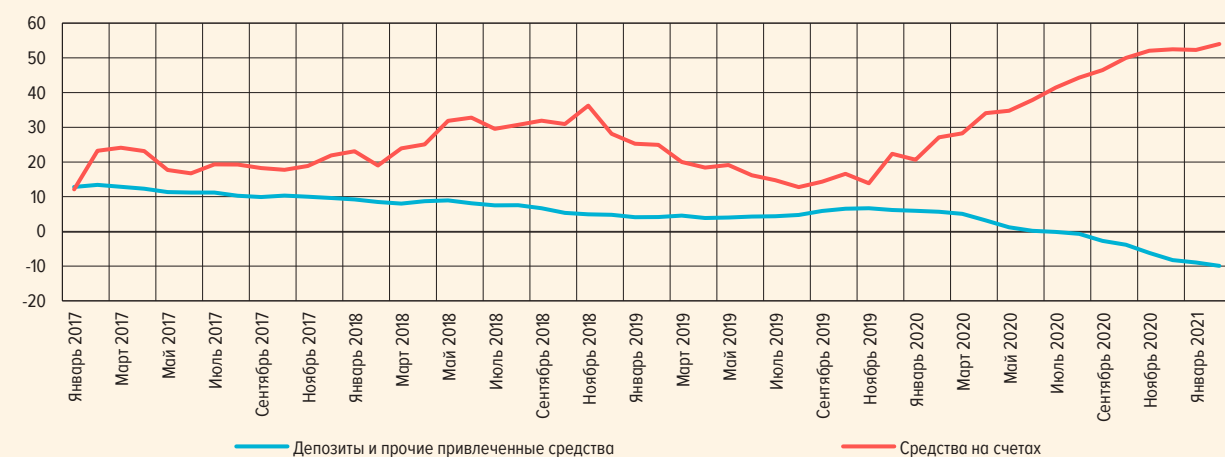
\* В рамках анализа используются данные формы банковской отчетности 0409301. Отчета отражаются срочные депозиты и депозиты до востребования физических лиц – резидентов.

\*\* По данным формы банковской отчетности 0409301.  
Источник: Банк России.

\* По данным формы банковской отчетности 0409301.  
Источник: Банк России.

СТРУКТУРА РУБЛЕВЫХ СРЕДСТВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ НА СЧЕТАХ БАНКОВ\*  
(%, Г/Г)

Рис. В-47



\* Рассматриваются рублевые депозиты и прочие привлеченные средства, по данным формы банковской отчетности 0409101.  
Источник: Банк России.

бования. Вероятно, в текущей ситуации физические лица стремятся иметь возможность быстрого снятия средств, а также ищут варианты более доходного вложения средств по сравнению с банковскими депозитами. Банки при снижении ставок также предпочитали не предлагать клиентам долгосрочные вклады с премией по процентной ставке к коротким депозитам.

Снижение долгосрочных и среднесрочных депозитов сопровождалось также значительным ростом средств на счетах физических лиц – объем рублевых средств на счетах за год вырос примерно вдвое. Таким образом, сократилась доля срочных вкладов. В 2021 году на объеме рублевых вкладов могут сказаться изменение налогообложения депозитов и динамика денежно-кредитной политики. При сохранении ставок на низком уровне поиск более доходных альтернатив населением, скорее всего, продолжится.



## 6. РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

- В прошлом году произошел существенный рост объема рынка облигаций – максимальный пришелся на сегмент госбумаг. Прирост рынка корпоративных облигаций составил вдвое меньшую величину и во многом связан с нерыночными размещениями в IV квартале. Ключевыми инвесторами на рынке облигаций остаются банки, однако их доля несколько снизилась. Население увеличило долю вложений в облигации, по-прежнему отдавая предпочтение облигациям банков.
- Восстановление рынка корпоративных облигаций после периода повышенной волатильности в марте произошло без существенного расширения кредитных спредов и сопровождалось большим объемом размещений эмитентов из рейтинговой категории от «BB-/Ba3» до «BB+/Ba1», а не выпусками облигаций эмитентов с более высоким кредитным качеством. Помимо этого, сократились покупки банками корпоративных облигаций, размещенных в I–III кварталах.
- Отраслевая структура эмитентов корпоративных облигаций изменилась несущественно: половина объема облигаций в обращении приходится на эмитентов нефтегазовой отрасли. Компании-экспортеры продолжали использовать рынок рублевых облигаций для привлечения «синтетического» валютного финансирования с помощью сочетания выпуска облигаций со сделками кросс-валютных свопов.
- Срочность рынка облигаций сократилась в 2020 году: заметно выросла доля краткосрочных бумаг (до 1 года) и при этом сократилась доля бумаг выше 10 лет. Выпуски облигаций в IV квартале способствовали сокращению среднего срока облигаций: в конце года прошли крупные размещения эмитентов с годовыми офертами. До этого, в первые три квартала, большая часть размещений совершалась в основном эмитентами с относительно невысоким кредитным качеством, которые старались привлечь ликвидность на максимально возможный для таких выпусков срок.
- Снижение объемов покупок банками размещаемых корпоративных облигаций в II–III кварталах 2020 года вряд ли связано с ростом объемов размещений ОФЗ из-за разной специфики этих сегментов рынка. В то же время кредитование действительно могло представлять для банков предпочтительную альтернативу инвестициям в облигации на фоне внешней неопределенности и ожиданий нормализации денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе. Вместе с тем вложения банков в ОФЗ с плавающим купоном в большой степени были связаны с низким процентным риском инструмента, который в отличие от корпоративных облигаций не создавал нагрузку на банковский капитал.

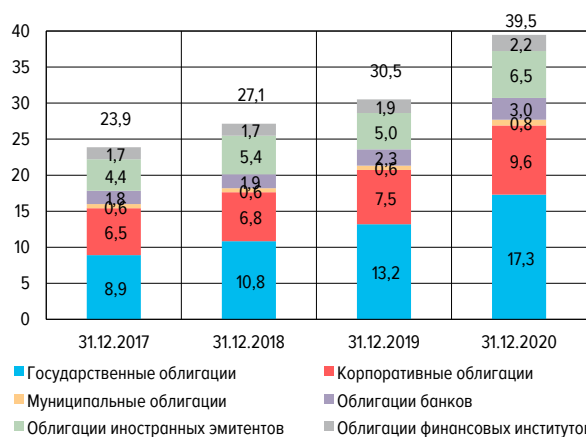
Прошедший год оказался достаточно успешным для российского рынка облигаций: индекс государственных облигаций Московской Биржи вырос на 8,5%, индекс корпоративных облигаций – на 8,7%. Это меньше, чем в «докоронакризисном» 2019 году (тогда рост составил 20 и 14,5% соответственно). Однако в 2020 году существенно увеличился объем рынка: совокупные вложения в облигации, учитываемые на счетах в российских депозитариях<sup>1</sup>, увеличились почти на треть (+29% против +12% в 2019 году) и составили 39,5 трлн рублей (рис. 48).

Почти половина прироста (46%) объема рынка пришлась на сегмент госбумаг: Минфин России активно наращивал заимствования через размещения ОФЗ, что позволило привлечь на gross-основе 5,3 трлн рублей. В результате доля госбумаг на финансовом рынке несколько выросла к концу года, до 44% (+0,7% г/г). Следующим большим сегментом, на который при-

<sup>1</sup> Здесь и далее объем вложений приводится по номинальной стоимости на основе данных форм 0409711 и 0420415. Суммы в иностранной валюте конвертировались в рубли по курсу ЦБ на отчетную дату. Данный объем вложений отражает объем обращающихся российских облигаций (за исключением облигаций на счетах эмитентов) и часть облигаций иностранных эмитентов, купленную российскими клиентами.

ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОБЛИГАЦИЙ НА СЧЕТАХ  
В РОССИЙСКИХ ДЕПОЗИТАРИЯХ  
(ТРЛН РУБ.)

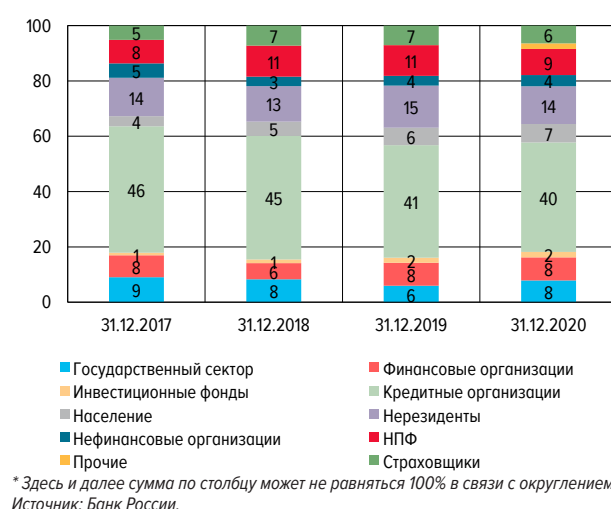
Рис. 48



Примечание. По всем типам облигаций, за исключением облигаций иностранных эмитентов, объем вложений представляет весь объем бумаг в обращении.  
Источник: Банк России.

СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ ОБЛИГАЦИЙ  
В РОССИЙСКИХ ДЕПОЗИТАРИЯХ\*  
(%)

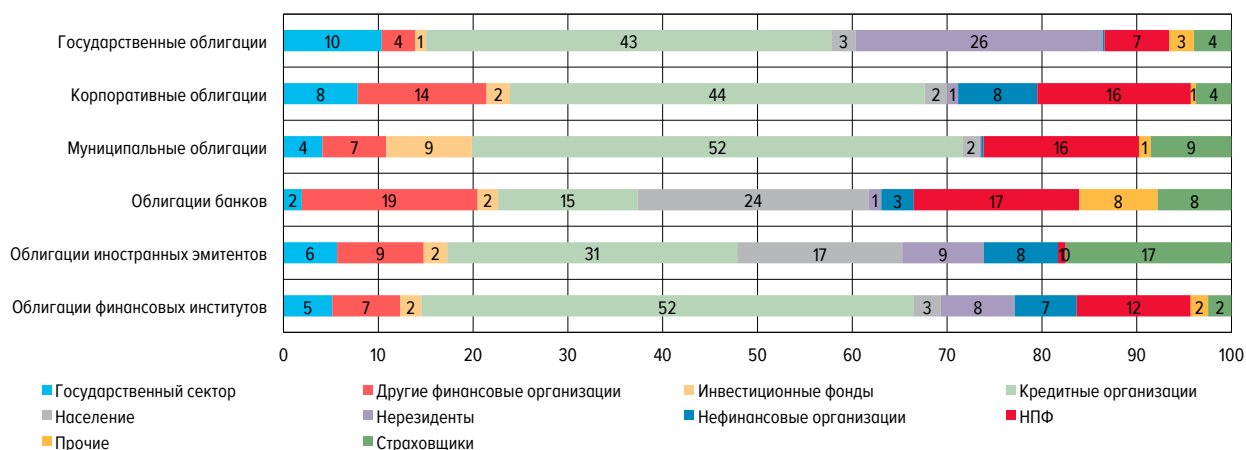
Рис. 49



\* Здесь и далее сумма по столбцу может не равняться 100% в связи с округлением.  
Источник: Банк России.

СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ ОБЛИГАЦИЙ ПО ТИПАМ БУМАГ НА 31.12.2020  
(%)

Рис. 50



Источники: Банк России, Московская Биржа, сайты компаний.

шла почти четверть прироста (23%), стал сегмент облигаций корпоративных нефинансовых эмитентов. Однако основной прирост в этом сегменте произошел в конце года благодаря масштабным привлечением заемщиков из нефтегазовой и смежных отраслей.

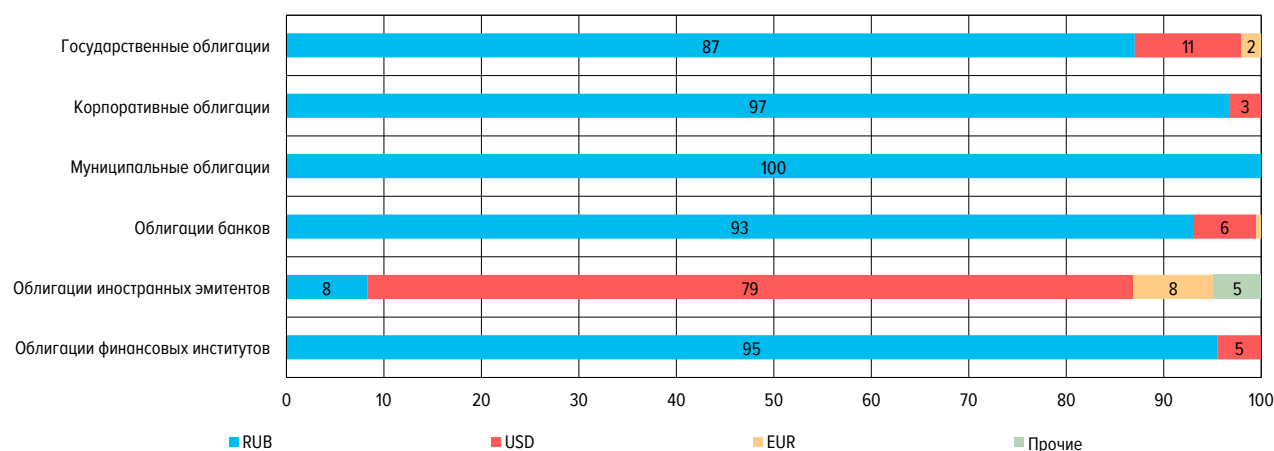
Значительный вклад в прирост объема рынка внесли облигации иностранных эмитентов (+1,5 трлн рублей) и заимствования банков (+0,8 трлн рублей), однако доля этих сегментов почти не изменилась.

Банки продолжают оставаться основными инвесторами на российском рынке облигаций, однако доля их постепенно снижается (рис. 49, 50). По итогам года доля банков несколько выросла в сегменте корпоративных облигаций (+1 п.п., до 44%), практически не изменившись в сегменте госбумаг (43%) по сравнению с 2019 годом. Традиционно невысокая доля вложений банков в облигации конкурентов снизилась еще больше, до 15% (годом ранее – 18%), сократилась после роста в 2019 году и доля вложений в бумаги иностранных эмитентов<sup>2</sup> (-2 п.п., до 31%).

<sup>2</sup> Объем вложений в иностранные облигации учитывает лишь ту часть иностранных облигаций, которая учитывается в российских депозитариях (примерно половина из этих бумаг – еврооблигации, выпущенные через SPV российских компаний).

ВАЛЮТНАЯ СТРУКТУРА ОБЛИГАЦИЙ НА 31.12.2020  
(%)

Рис. 51



Источник: Банк России.

Нерезиденты сократили долю своих вложений в госбумаги до 26% (в том числе это происходило из-за высокого темпа роста объема рынка). Иностранные инвесторы продолжают оставаться неактивными участниками рынка корпоративных облигаций: за год доля их вложений в корпоративные облигации снизилась до 1% (с 2% в 2019 году). Доля негосударственных пенсионных фондов сократилась практически во всех сегментах; страховые компании достаточно активно покупали корпоративные и муниципальные облигации (+1 и +2 п.п. соответственно), однако их доля в облигациях банков и иностранных эмитентов сократилась (-2 и -3 п.п. соответственно).

Интерес населения к инструментам финансового рынка отразился и на спросе на облигации: доля вложений физических лиц выросла в сегменте облигаций иностранных эмитентов и финансовых институтов (до 17 и 3% соответственно, годом ранее – 15% и 2%), но несколько снизилась в сегменте банковских облигаций (24 против 25% годом ранее).

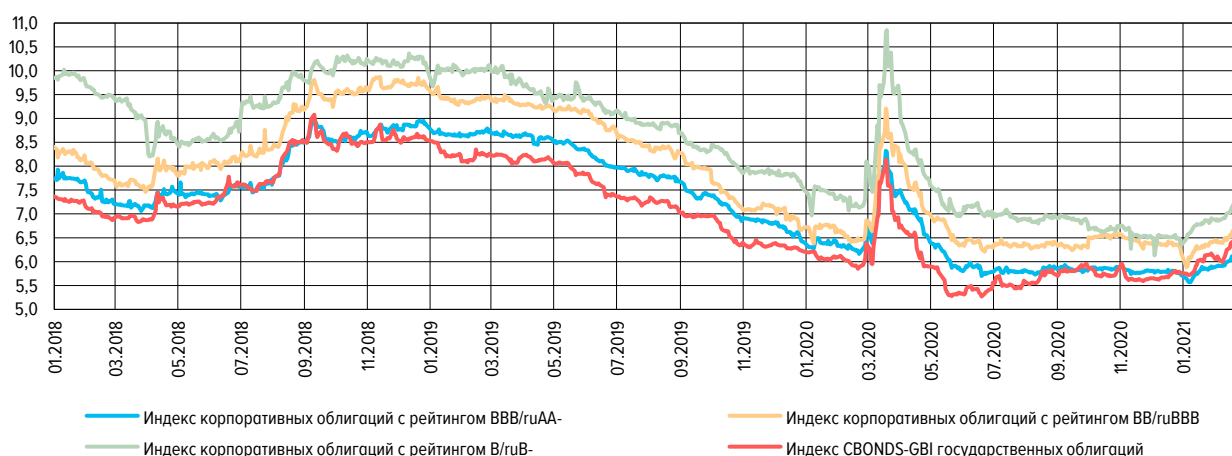
Переход к мягкой денежно-кредитной политике способствовал возобновлению тренда на снижение доходностей российских облигаций после периода повышенной волатильности в марте 2020 года. Тем не менее восстановление рынка происходило неравномерно для облигаций разного кредитного качества. Торговля наиболее ликвидным инструментом российского облигационного рынка – ОФЗ – практически не останавливается даже в самые критичные периоды на рынке (хотя объемы торгов в такие периоды могут существенно падать). Котировки самых ликвидных выпусков, как правило, учитывают сложившиеся условия и отражают рыночные ожидания, являясь таким образом ориентиром для ценообразования иных сегментов. При этом торговля в остальных сегментах «замирает», и в отсутствие реальных сделок котировки могут не отражать изменившиеся рыночные условия.

По мере нормализации ситуации на рынке ликвидность возвращается на рынок корпоративных облигаций (часто это происходит с первыми размещениями корпоративных облигаций), и доходности начинают отражать реальный уровень кредитных спредов заемщиков соответствующего кредитного качества (рис. 52). В прошедшем году было несколько периодов, когда сегмент корпоративных облигаций становился менее ликвидным по сравнению с рынком ОФЗ. Такая же ситуация характерна и для начала 2021 года.

Тем не менее отличительной чертой самой острой фазы коронакризиса в марте-апреле 2020 года явилось отсутствие волны корпоративных дефолтов на рынке облигаций (во многом благодаря принятым стимулирующим мерам поддержки и регуляторным послаблениям) и связанного с ней резкого и значительного роста кредитных спредов (подробнее см. в разделе «Кредитное качество и сроки размещений»). В то же время неоднозначный внешний фон, рост

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ ОФЗ И КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РЕЙТИНГА, В БАЗИСНЫХ ПУНКТАХ (НА ОСНОВАНИИ ГРУППЫ ИНДЕКСОВ КОРПОРАТИВНЫХ И ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ CBONDS) (%)

Рис. 52



Источник: Cbonds.

доходностей гособлигаций в мире в I квартале 2021 года способствовали росту доходностей ОФЗ, а также привели к необходимости пересматривать уровни доходностей корпоративных облигаций из-за возросшего уровня риска.

## 6.1. Корпоративные облигации

### 6.1.1. Отраслевая структура

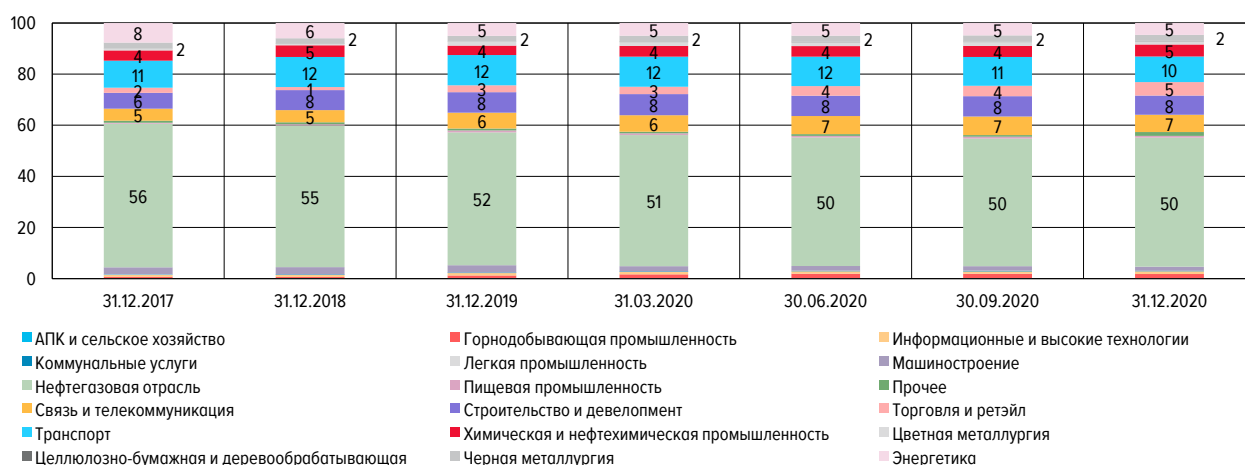
Рынок российских корпоративных облигаций (к которым мы относим облигации российских нефинансовых компаний) вырос в 2020 году на 27,4%, до 9,6 трлн рублей. Это меньше, чем рост рынка гособлигаций (+31,2%, до 17,3 трлн рублей), однако в 2,5 раза превышает рост 2019 года. Основная часть прироста (64% или почти 1,3 трлн рублей) пришлась на размещения IV квартала, в то время как размещения предыдущих трех кварталов были менее масштабными.

Компании нефтегазовой отрасли остаются основными эмитентами российского рынка корпоративных облигаций, хотя их доля снизилась в 2020 году (рис. 53). Несколько выросла доля компаний, занимающихся связью и телекоммуникациями (+2 п.п.), торговлей и ритейлом (+1 п.п.), а также компаний из химической и нефтехимической промышленности и горнодобывающей отрасли (+1 п.п. каждая). Сократилась доля выпусков компаний машиностроительного (-1 п.п.) и транспортного секторов (-2 п.п.), несмотря на крупные дебютные выпуски компаниями из этого сегмента «вечных облигаций» нового инструмента для сегмента корпоративных облигаций.

Компании-экспортеры, являющиеся активными эмитентами на российском рынке облигаций, продолжали в 2020 году использовать стратегии привлечения синтетического финансирования в иностранной валюте с помощью сочетания выпуска облигаций и заключения сделки кросс-валютных свопов. Такие сделки позволяют компаниям привлекать более дешевое фондирование в иностранной валюте по сравнению с валютным кредитом или выпуском еврооблигаций благодаря текущей структуре процентных ставок и стоимости хеджирования валютного риска, которые «работают» в пользу компаний-экспортеров (подробнее про сделки нефинансовых компаний на рынке кросс-валютных свопов см. во врезке 4 «Нефинансовые компании на рынке кросс-валютных свопов: хеджирование или накопление рисков?»).

ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, НАХОДЯЩИХСЯ В ОБРАЩЕНИИ  
(НА КОНЕЦ СООТВЕТСТВУЮЩЕГО ПЕРИОДА, %)

Рис. 53



Источник: Банк России.

### 6.1.2. Структура владельцев

Основными инвесторами в корпоративные облигации по-прежнему остаются кредитные организации, их доля незначительно выросла по итогам 2020 года (рис. 54). Одновременно с этим сократилась доля НПФ (с 19 до 17%) и несколько выросла доля нефинансовых организаций<sup>3</sup> (с 8 до 9%). Значительная доля кредитных организаций объясняется тем, что банки выступают организаторами по размещению облигаций корпоративных эмитентов и часто гарантируют выкуп всего или части выпуска облигаций в случае отсутствия рыночного спроса.

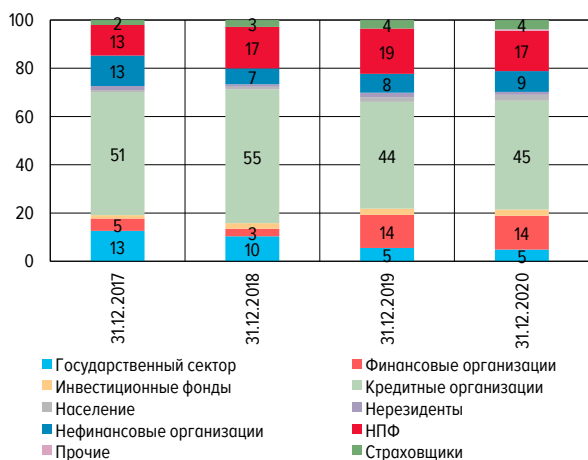
Интересна динамика структуры покупателей облигаций, размещенных в 2020 году (рис. 55). Банки продолжали составлять ключевую группу инвесторов в корпоративные облигации. Доля их инвестиций резко сократилась в II и III кварталах, а затем снова выросла в IV квартале. Динамика покупок других групп инвесторов была обратной: финансовые организации и страховщики наращивали свои вложения в размещаемые облигации в течение трех кварталов, сократив покупки в IV квартале. НПФ также увеличивали свои вложения в II квартале, несколько замедлив их в III и заметно сократив в IV квартале. Наиболее активные покупки корпоративных облигаций населением пришлось на III квартал, также сократившись в конце года.

Очевидно, что такое неоднородное изменение в структуре покупателей новых облигаций связано с событиями, происходившими на рынке в 2020 году. Во-первых, на объемы покупок облигаций повлиял период повышенной волатильности в марте-апреле, который изменил не только структуру спроса, но и предложение облигаций на первичном и вторичном рынке. Во-вторых, в течение II, III и частично IV кварталов происходило активное размещение Минфином России ОФЗ, которые являются более ликвидными инструментами по сравнению с корпоративными облигациями (подробнее о размещениях Минфина и их влиянии на рынок корпоративных облигаций см. в разделе «Рынок ОФЗ и корпоративные облигации: способствовал ли рост рынка ОФЗ вытеснению спроса на корпоративный долг?»).

Динамика вложений физических лиц в корпоративные облигации во многом обусловлена дополнительной доходностью, которую можно получить по сравнению с традиционным банковским вкладом. В этой связи интерес населения традиционно связан с сегментом высокодоходных, но, как правило, менее ликвидных и более рискованных облигаций. Запрет на продажу структурных облигаций (законопроект об ограничении продажи сложных финансовых продуктов неквалифицированным инвесторам принят в первом чтении в марте 2021 года) может повысить спрос на новые выпуски таких облигаций в 2021 году.

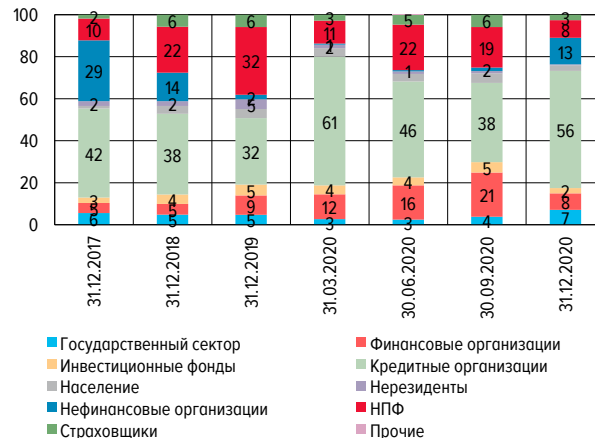
<sup>3</sup> Например, брокеров, управляющих компаний, лизинговых компаний.

СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, НА КОНЕЦ СООТВЕТСТВУЮЩЕГО ГОДА (рис. 54)



Источник: Банк России.

СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, РАЗМЕЩЕННЫХ В ТЕЧЕНИЕ СООТВЕТСТВУЮЩЕГО ГОДА (НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, %) (рис. 55)



Источник: Банк России.

В целом мы полагаем, что кредитные организации и пенсионные фонды останутся основными инвесторами на рынке корпоративных облигаций в ближайшей перспективе (1–3 года) с возможным увеличением доли физических лиц в сегменте высокодоходных облигаций.

### 6.1.3. Кредитное качество и сроки размещений

В прошедшем году кредитное качество бумаг, находящихся в обращении, несколько ухудшилось (рис. 56): снизилась доля бумаг высокого качества (с инвестиционным рейтингом «BBB-/Baa3» и выше) на 3 п.п. (до 64%) и бумаг рейтинговой категории от «BB-/Ba1» до «BB+/Ba1» на 1 п.п., до 20%, а также выросла доля нерейтингованных бумаг (с 10 до 13%) и бумаг с рейтингами «B-/B1» (+1 п.п., до 3%).

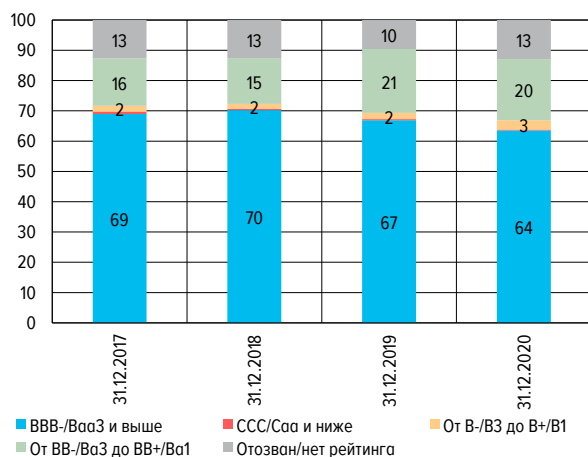
Эти изменения связаны в основном с рейтинговой структурой размещенных в 2020 году бумаг (рис. 57), которые были неоднородными в течение года. На протяжении первых трех кварталов доля размещений эмитентов так называемого «первого эшелона» (заемщиков с инвестиционным рейтингом «BBB-/Baa3» и выше) была ниже, чем в 2019 году. Если в течение I квартала это было связано с достаточно высоким аппетитом к риску на фоне ожидания смягчения ДКП, что позволяло заемщикам из следующих рейтинговых категорий привлекать финансирование на рынке облигаций по привлекательным для них ставкам, то с приходом коронакризиса ситуация на рынке изменилась.

Во-первых, в этот период сегмент корпоративных облигаций на фоне повышенной волатильности столкнулся с потерей как покупателей, так и продавцов, в результате чего ликвидность рынка существенно ухудшилась. Снижение количества покупателей в периоды повышенной волатильности вполне объяснимо. Однако среди держателей корпоративного долга нет большого количества продавцов, готовых продать бумаги с достаточно большим дисконтом, который закладывают в цену потенциальные покупатели. Нерезиденты, которые в кризисные периоды стремятся быстрее избавиться от более рискованных облигаций по любой цене, чтобы минимизировать потери и переключиться в безрисковые активы, почти отсутствуют на рынке корпоративного долга.

Помимо этого, продажа облигаций российскими инвесторами по цене покупателя на падающем рынке часто означает фиксацию продавцом убытка по позиции, что может негативно сказаться на оценке работы трейдера или управляющего портфелем. Для российских инвесторов такая продажа, как правило, происходит только в случае резкого роста кредитного риска и появления угрозы дефолта эмитента по облигациям. При отсутствии угрозы дефолта инве-

РЕЙТИНГОВАЯ СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНЫХ  
ОБЛИГАЦИЙ, НАХОДЯЩИХСЯ В ОБРАЩЕНИИ  
(%)

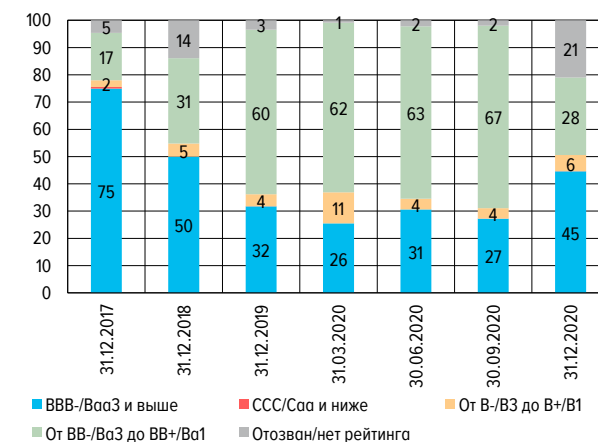
Рис. 56



Источники: Банк России, Cbonds.

РЕЙТИНГОВАЯ СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНЫХ  
ОБЛИГАЦИЙ, РАЗМЕЩЕННЫХ В ТЕЧЕНИЕ  
СООТВЕТСТВУЮЩЕГО ГОДА  
(НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, %)

Рис. 57



Источник: Банк России.

сторы предпочитают удерживать бумагу до погашения, получая периодический доход и выплату номинала при погашении облигации.

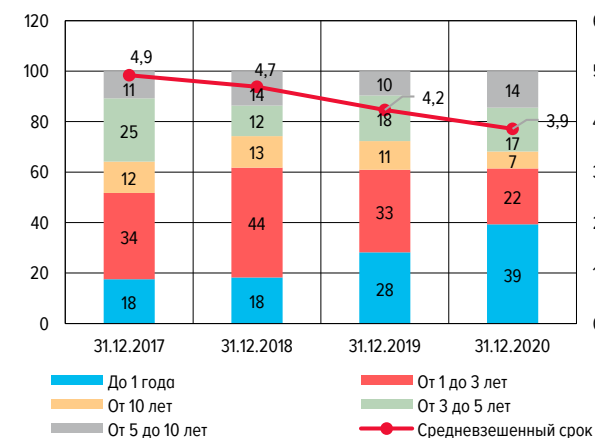
*Во-вторых*, кризис, с которым рынки столкнулись в марте, не спровоцировал волну корпоративных дефолтов (в том числе благодаря принятым стимулирующим мерам поддержки и регуляторным послаблениям). В этом его существенное отличие от предыдущих кризисов, когда повышенная волатильность приводила к заметному росту кредитного риска. Однако резкий рост доходностей, нарастание неопределенности и отсутствие желающих продать потерявшие в цене бумаги привели к исчезновению ликвидности на вторичном рынке корпоративных облигаций.

*В-третьих*, восстановление рынка в этом году заметно отличалось от прошлых эпизодов повышенной волатильности. После предыдущих кризисных периодов, как правило, ликвидность на рынок корпоративных облигаций начинала возвращаться с первыми новыми размещениями, с которыми выходили высококачественные эмитенты «первого эшелона» (компаний с высоким кредитным рейтингом). Выпуски таких эмитентов размещались по новым «послекризисным» уровням доходности, устанавливая ориентир кредитных спредов для размещений остальным эмитентам.

Благодаря «расторговыванию» новых рыночных выпусков на рынок корпоративных облигаций начинала возвращаться ликвидность, а стоимость таких облигаций быстро росла, позволяя активным инвесторам получить дополнительный доход в виде роста капитальной стоимости облигации. При этом большая часть облигаций, выпущенных до кризисного периода, часто не возвращалась на вторичный рынок, оставаясь в портфелях конечных инвесторов до погашения.

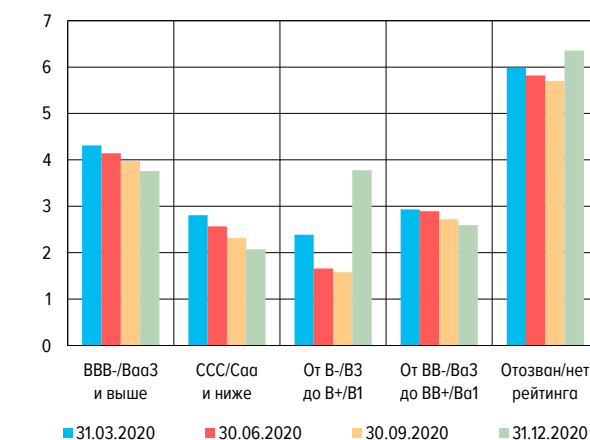
После коронакризисного периода повышенной волатильности в марте-апреле наблюдалась иная картина. Как мы уже отмечали, в результате падения рынка не произошло существенного расширения кредитных спредов эмитентов «первого эшелона». При этом основной объем новых размещений приходился на эмитентов из рейтинговой категории от «BB-/Ba3» до «BB+/Ba1» (рис. 57), а не на эмитентов с более высоким кредитным качеством, как это было после предыдущих эпизодов высокой волатильности. Также благодаря спросу со стороны населения на более доходные инструменты инвестирования начал расти объем размещения нерейтингованных компаний.

В IV квартале ситуация заметно изменилась, но произошло это за счет нерыночных размещений нескольких заемщиков из рейтинговых групп «BBB-/Ba3» и нерейтингованных бумаг, которые резко повысили долю эмитентов из этих рейтинговых групп.

СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ,  
НАХОДЯЩИХСЯ В ОБРАЩЕНИИ, ПО СРОКУ  
ДО ОФЕРТЫ/ПОГАШЕНИЯ  
(%)

Источники: Банк России, Cbonds.

Рис. 58

СРЕДНИЙ СРОК ДО ПОГАШЕНИЯ/ОФЕРТЫ  
НАХОДЯЩИХСЯ В ОБРАЩЕНИИ БУМАГ  
В ЗАВИСИМОСТИ ОТ КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА  
(ЛЕТ)

Источники: Банк России, Cbonds.

Рис. 59

Срочность облигаций сократилась в 2020 году: средний срок до погашений/оферты облигаций, находящихся в обращении, составил 3,9 года (4,2 в 2019 году); заметно выросла доля краткосрочных бумаг до года на 11 п.п. (до 39%). Доля долгосрочных бумаг от 5 до 10 лет также подросла, но не так существенно (на 4 п.п., до 14%), и при этом сократилась доля бумаг выше 10 лет. Выпуски облигаций в IV квартале способствовали сокращению среднего срока облигаций (однако это сокращение продолжалось в течение всего года).

Такая динамика связана с тем, что большая часть размещений первых трех кварталов совершалась в основном эмитентами с относительно невысоким кредитным качеством, которые старались привлечь ликвидность на максимально возможный для таких выпусков срок, особенно с учетом неопределенности развития экономической ситуации в условиях пандемии. В последнем квартале прошло несколько крупных нерыночных размещений с годовыми офертами. Большая часть этих выпусков в конце года оказалась на счетах кредитных организаций: для банков покупка этих облигаций (в отличие от традиционного кредитования) позволяет использовать данные облигации в операциях рефинансирования не только с Банком России, но и с центральным контрагентом на бирже.

Начало 2021 года сопровождалось ухудшением настроений на внешнем рынке, ростом доходностей казначейских облигаций США и ОФЗ. Эти факторы не способствовали росту объема размещений корпоративного долга в первые месяцы года. Дальнейшее развитие ситуации будет зависеть от динамики восстановления экономики и стабилизации доходностей ОФЗ, являющихся ориентиром для корпоративных размещений.

#### Врезка 4. Нефинансовые компании на рынке кросс-валютных свопов: хеджирование или накопление рисков?

- Объемы сделок кросс-валютных свопов выросли в 2019 году, незначительно снизившись в 2020-м. Российский рынок свопов пока остается достаточно краткосрочным: больше половины сделок на российском рынке кросс-валютных свопов заключается в сегменте 0–3 года, доля долгосрочных сделок (свыше 5 лет) незначительна. Основными валютами, используемыми в сделках, традиционно являются российский рубль, доллар США и евро.
- В 2019–2020 годах заметно выросла доля сделок российских кредитных организаций (без учета дочерних банков иностранных банковских групп), в то время как доля сделок иностранных банков, а также их дочерних банков снизилась. Росту объемов сделок кросс-валютных свопов российских банков способствовало улучшение ситуации с валютной ликвидностью у россий-



ских банков в этот период, а также активное продвижение данного направления бизнеса (как сегмента некредитных доходов), в том числе при работе с корпоративными клиентами.

- Стоимость хеджирования валютного риска способствует менее активному использованию стратегий хеджирования валютных кредитов компаниями-импортерами и большему присутствию на рынке нефинансовых компаний-экспортеров, которые могут эффективно снижать стоимость своих валютных заимствований с помощью кросс-валютных свопов. Однако периоды роста процентных ставок в долларах США, а также ослабления рубля повышают интерес компаний к использованию свопов для хеджирования валютных кредитов.
- Присутствие нефинансовых компаний сильно меняется от года к году, что скорее соответствует использованию деривативных сделок для создания необходимой для хозяйственной деятельности структуры потоков платежей и поиска подходящего момента выхода на рынок, нежели стремлению построить «поточковый» бизнес таких операций со спекулятивными целями. Однако процентный арбитраж компаний-экспортеров может также способствовать росту валютного риска в периоды повышенной волатильности на рынке и снижения цен на экспортные товары.

Российские участники финансового рынка традиционно большое внимание уделяли валютному рынку. Подверженность валютному риску из-за экспортоориентированной структуры российской экономики способствовала развитию финансовых инструментов, которые позволяли как хеджировать валютные риски, так и зарабатывать на колебаниях валютного курса. По мере развития российского финансового рынка, появления новых инструментов участники стали уделять больше внимания также и другим рыночным рискам: процентному, товарному и другим.

Кросс-валютные свопы – это инструменты, позволяющие одновременно управлять валютным и процентным рисками, получая структуру потоков платежей в нужных валютах. Благодаря такой особенности сделки кросс-валютных свопов стали активно использоваться не только традиционными участниками рынка – банками – но и нефинансовыми компаниями. Основной объем таких сделок заключается на внебиржевом рынке на основании двусторонних соглашений между участниками.

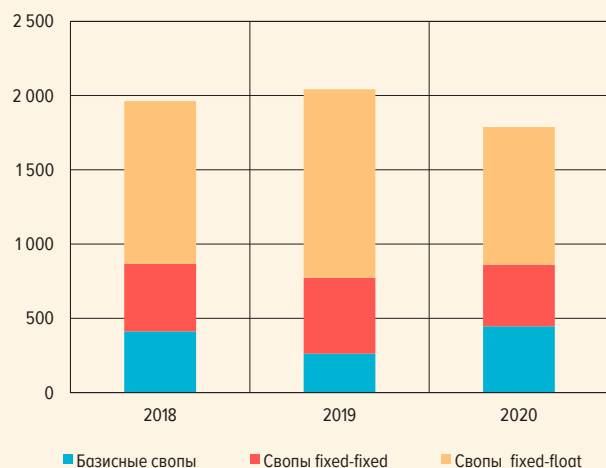
## 1. Российский рынок кросс-валютных свопов в 2018–2020 годах

*Кросс-валютный своп – соглашение, по которому стороны обмениваются процентными платежами в разных валютах на согласованные номинальные суммы в течение оговоренного времени. Своп, как правило, включает обмен номинальными суммами в конце сделки по согласованному на дату сделки курсу, а также может включать первоначальный обмен номинальными суммами. В рамках свопа может происходить обмен процентными платежами по фиксированным ставкам или плавающим процентным ставкам в разных валютах.*

По данным репозитарной отчетности НКО АО НРД, после роста в 2019 году объемы и количество сделок кросс-валютных свопов ожидаемо снизились в 2020 году. Основным типом свопов, заключаемых на российском финансовом рынке, являются свопы по обмену фиксированной ставки в одной ва-

НОМИНАЛ ЗАКЛЮЧЕННЫХ КРОСС-ВАЛЮТНЫХ СВОПОВ (КАЖДЫЙ СВОП СЧИТАЕТСЯ ОДИН РАЗ)  
(МЛРД РУБ.)

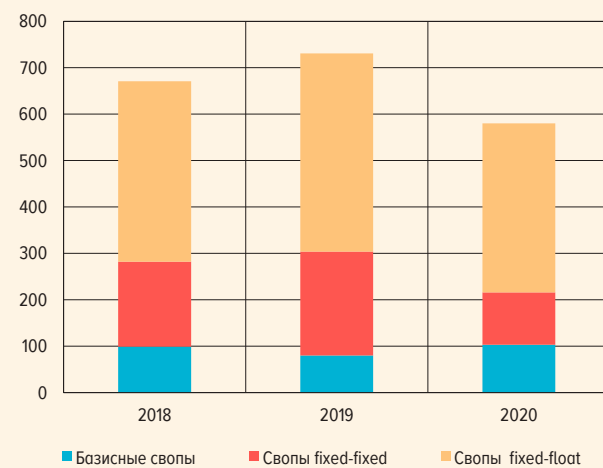
Рис. Г-60



Источники: НКО АО НРД, Банк России.

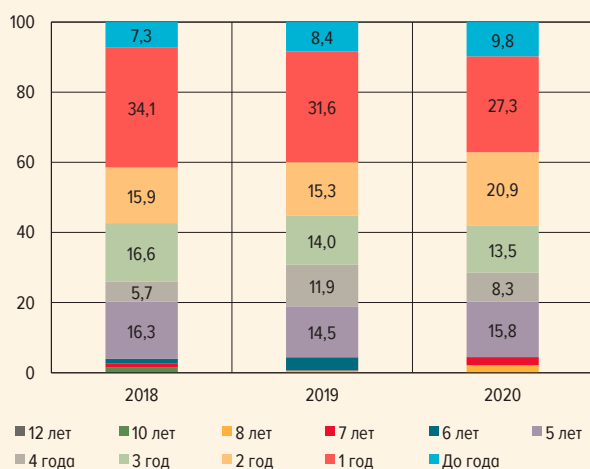
КОЛИЧЕСТВО ЗАКЛЮЧЕННЫХ КРОСС-ВАЛЮТНЫХ СВОПОВ (КАЖДЫЙ СВОП СЧИТАЕТСЯ ОДИН РАЗ)  
(ЕД.)

Рис. Г-61



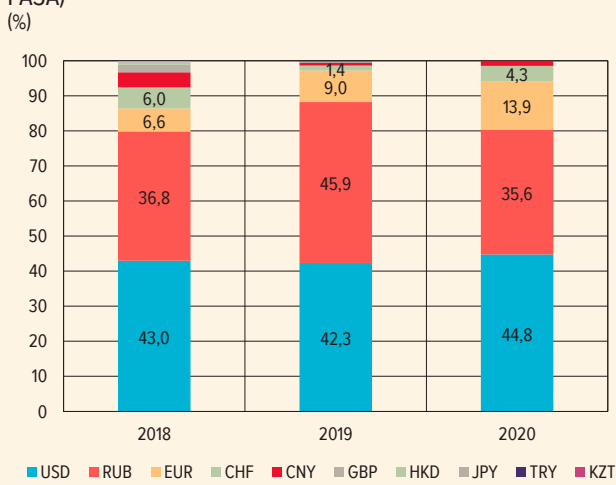
Источники: НКО АО НРД, Банк России.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ СВОПОВ ПО СРОКУ ДЕЙСТВИЯ Рис. Г-62 (%)



Источники: НКО АО НРД, Банк России.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ СВОПОВ ПО ВАЛЮТЕ НОМИНАЛА (КАЖДЫЙ СВОП СЧИТАЕТСЯ ДВА РАЗА) Рис. Г-63 (%)



Источники: НКО АО НРД, Банк России.

люте на плавающую ставку в другой валюте (рис. Г-60, Г-61). Базисные свопы являются наиболее редким инструментом, используемым в основном банками и иностранными участниками.

### Сроки сделок

Несмотря на наметившуюся тенденцию сокращения доли годовых сделок, больше половины сделок на российском рынке кросс-валютных свопов заключается в сегменте 0–3 года (рис. Г-62). Доля пятилетних сделок относительно стабильна (15–16%), более длинные сделки достаточно редки на российском рынке, и их объем незначителен (3–5%). Такая временная структура связана как со сроками базовых (хеджируемых) активов (выдаваемых/получаемых кредитов, облигаций и так далее), так и наличием кредитных лимитов достаточной длины для заключения сделок.

Вопросы кредитного риска участников сделки, его оценки и обеспечения являются одним из важных факторов, влияющих на развитие рынка производных финансовых инструментов в целом. При заключении сделок на межбанковском рынке в мировой практике могут применяться ликвидационный неттинг, соглашения о кредитной поддержке (Credit Support Annex)<sup>1</sup>. В рамках данных операций (в том числе с нерезидентами) банки часто используют маржирование (в одностороннем или двустороннем порядке), которое позволяет снизить кредитный риск на контрагента в течение сделки при переоценке сделки по рыночной стоимости.

Для корпоративных (нефинансовых) клиентов условие о маржировании сделок может представлять определенную сложность: необходимость уплаты денежных сумм в связи с рыночной переоценкой сделки может возникать неожиданно и требовать от компании быстрого привлечения (или использования одобренных) кредитных ресурсов для уплаты маржин колла, что не было заложено при финансовом планировании.

В Российской Федерации пока не введено требование об обязательном маржировании производных финансовых инструментов, заключаемых на внебиржевом рынке<sup>2</sup>. Поэтому в случае сделок с нефинансовыми клиентами банки часто устанавливают лимиты на объем кредитного риска без условия о маржировании, что требует более тщательной оценки банком кредитного риска клиента и более высокого объема кредитного лимита.

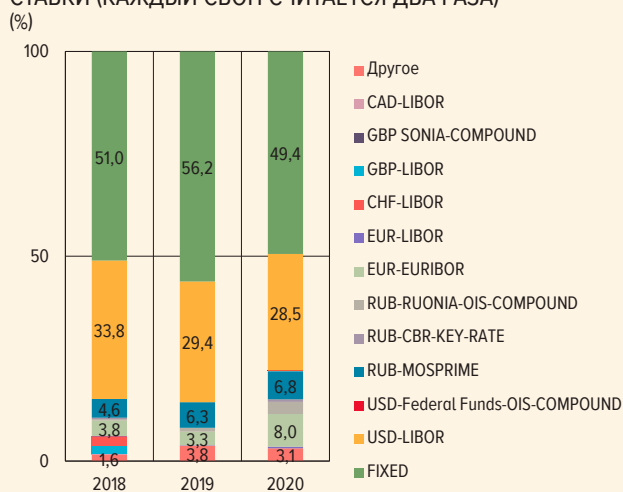
### Валютная структура и референсные ставки

Основными валютами, используемыми при заключении сделок, остаются рубли, доллары США и евро (94% в 2020 году). Доля остальных валют минимальна и часто зависит от единичных сделок в той или иной валюте, связанных с хеджированием конкретных потоков клиентами банков, нежели с традиционными межбанковскими «поточными» (от англ. flow) сделками (рис. Г-63).

<sup>1</sup> В Российской Федерации в 2019 году также введена возможность использования механизма ликвидационного неттинга в отношении нескольких обязательств: Федеральный закон от 27.12.2019 № 507-ФЗ «О внесении изменений в статью 20 Федерального закона «О банках и банковской деятельности» и Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)».

<sup>2</sup> Информация о реализации планов по реформированию рынка внебиржевых ПФИ.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ СВОПОВ ПО ТИПУ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ (КАЖДЫЙ СВОП СЧИТАЕТСЯ ДВА РАЗА)



Источники: НКО АО НРД, Банк России.

УЧАСТНИКИ РЫНКА СВОПОВ (КАЖДЫЙ СВОП СЧИТАЕТСЯ ДВА РАЗА)



Источники: НКО АО НРД, Банк России.

Что же касается процентных ставок, которые используются в сделках кросс-валютных свопов, то второе место (после фиксированных) занимают ставки LIBOR в долларах США, EURIBOR в евро и MOSPRIME в рублях (рис. Г-64). В связи с международной реформой финансовых индикаторов и решением прекратить публикацию ставок [LIBOR](#) (конкретные сроки прекращения определены в зависимости от валюты расчета и сроков ставок) после 31 декабря 2021 года (для отдельных ставок в долларах США – после июня 2023 года) появляются сделки с использованием новых индикаторов на базе овернайт индекс свопов на такие индикаторы как SONIA, ставка федеральных фондов и другие. Тем не менее пока такие сделки являются единичными. Несмотря на то, что индикатор MOSPRIME рассчитывается на основании заявленных цен, а не реальных сделок, что не соответствует требованиям международной реформы финансовых индикаторов, пока в деривативных сделках не происходит активного перехода на использование безкризисного индикатора RUONIA. Банк России ведет работу с участниками рынка относительно перехода на использование в сделках данного индикатора либо разработки срочного (или модернизации существующего) индикатора, удовлетворяющего требованиям международной реформы.

### Участники рынка кросс-валютных свопов

Основными участниками рынка кросс-валютных свопов являются российские банки, иностранные банковские группы, а также нефинансовые компании. При этом доля сделок российских кредитных организаций в общем объеме сделок (без учета дочерних банков иностранных банковских групп) увеличилась, в то время как доля иностранных банков, а также их дочерних банков снижалась (суммарно с 51% в 2018 году до 40% в 2020 году). Эта тенденция наблюдалась не только в 2020 (который можно назвать беспрецедентным), но и в 2019 году. Вероятная причина кроется в улучшении ситуации с валютной ликвидностью у российских банков в 2019–2020 годах (доступ к которой существенно осложнился после 2014–2015 годов), а также активном продвижении этого направления бизнеса, в том числе при работе с корпоративными клиентами.

Развитие клиентских операций в целом соответствует общей тенденции расширения некредитных доходов банками. Такая политика банков, а также рост интереса и самих корпоративных клиентов привели к повышению их доли на рынке: доля нефинансовых компаний выросла в 1,5 раза в 2019 году, немного снизившись в прошедшем году.

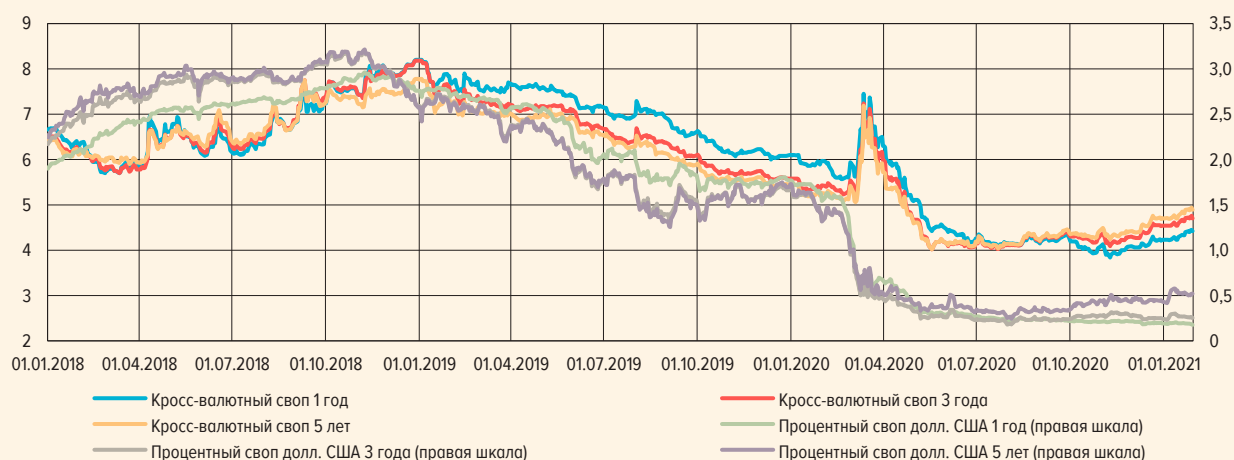
Далее мы подробнее остановимся на операциях российских компаний на рынке кросс-валютных свопов, а также рассмотрим, какие особенности этих инструментов привлекают корпоративных участников.

## 2. Кросс-валютные свопы как инструмент хеджирования и процентного арбитража

Для того чтобы разобраться в операциях нефинансовых компаний на рынке кросс-валютных свопов, рассмотрим подробнее механизм действия таких инструментов.

## КРОСС-ВАЛЮТНЫЕ СВОПЫ ДОЛЛ. США/РУБЛЬ И ПРОЦЕНТНЫЕ СВОПЫ В ДОЛЛ. США (%)

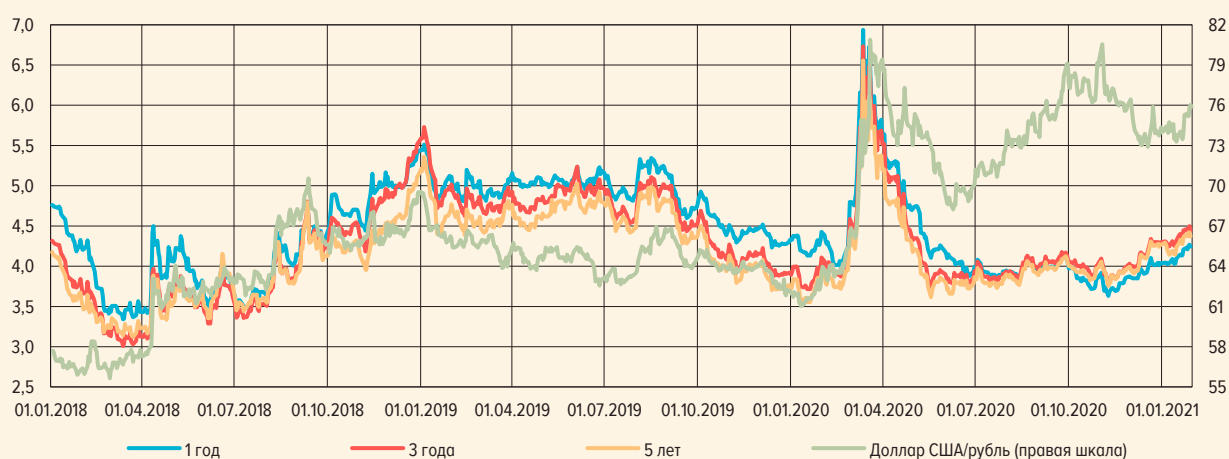
Рис. Г-66



Источники: Bloomberg Finance L.P., Банк России.

## ПРИМЕРНАЯ СТОИМОСТЬ ХЕДЖИРОВАНИЯ (%)

Рис. Г-67



Источники: Bloomberg Finance L.P., Банк России.

В основе ценообразования кросс-валютных свопов лежит разница в процентных ставках обмениваемых валют (в этом сходство инструмента с валютным форвардом). Однако сравниваются не их абсолютные значения, а соотношение со ставкой денежного рынка в базовой (как правило, иностранной) валюте<sup>3</sup>. Котировка стандартного кросс-валютного свопа представляет собой ставку в рублях, которую одна сторона готова уплачивать или получать в обмен на получение или уплату ставки 3-месячного LIBOR в долларах США в течение срока сделки.

Таким образом, котировка кросс-валютного свопа, хотя и уплачивается в рублях, включает рыночную стоимость хеджирования валютного риска (доллар США/рубли).

**Стоимость хеджирования валютного риска**

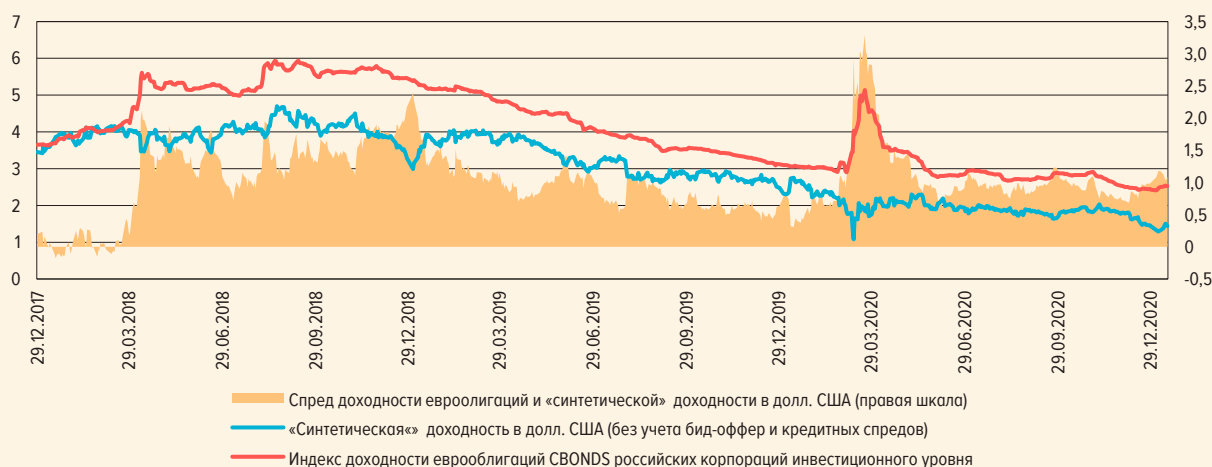
Под стоимостью хеджирования валютного риска подразумевается разница между ставками кросс-валютного свопа и процентного свопа в базовой валюте<sup>4</sup> (рис. Г-66, Г-67). Использование единой базы (на текущий момент основная масса сделок процентных свопов, например в долларах США, за-

<sup>3</sup> Например, для валютной пары доллар США/рубли базовой ставкой является на текущий момент ставка LIBOR в долларах США.

<sup>4</sup> Для точного сравнения необходимо использовать бескупонные ставки, построенные из кривых кросс-валютных и процентных свопов, требующие более сложных расчетов. Однако сравнение динамики наблюдаемых (не бескупонных) кривых позволяет приблизительно оценить соотношение ставок в разных валютах.

### ДОХОДНОСТЬ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ИНВЕСТИЦИОННОГО УРОВНЯ И СИНТЕТИЧЕСКАЯ ДОХОДНОСТЬ В ДОЛЛ. США (%)

Рис. Г-68



Источники: CBONDS, Bloomberg Finance L.P., Банк России.

ключается пока еще против ставок LIBOR) позволяет сравнивать процентные ставки в разных валютах.

Помимо соотношения процентных ставок в разных валютах, на стоимость хеджирования оказывают влияние глобальные факторы (отношение иностранных инвесторов к риску), ликвидность иностранной валюты относительно национальной и ситуация на валютном рынке: стоимость хеджирования валютного риска, как правило, растет при росте волатильности рубля.

### 3. Нефинансовые компании на рынке кросс-валютных свопов

Наиболее очевидным способом использования кросс-валютных свопов корпоративными клиентами банков является хеджирование валютных кредитов компаниями, получающими выручку от своих операций в рублях (так называемые операции «right-way swap»). Однако из-за стоимости хеджирования валютного риска такая «синтетическая» конвертация кредита в рубли не всегда привлекательна: итоговая ставка в рублях часто оказывается выше ставки, по которой такой заемщик мог бы получить кредит в банке в рублях или выпустить облигации на внутреннем рынке<sup>5</sup>.

Более популярной стратегией нефинансовых компаний на рынке кросс-валютных свопов является заключение сделок противоположной направленности: привлечение заемных ресурсов в рублях через выпуск облигаций или банковский кредит и «конвертация» займа с помощью кросс-валютного свопа в валютное обязательство. В данном случае разница в процентных ставках в рублях и иностранной валюте «работает» в пользу клиента, позволяя компании с помощью такой комбинации сделок получить «синтетическое» валютное обязательство нередко по более низкой ставке, нежели привлечение банковского кредита в валюте или выпуск еврооблигаций. Ценообразование кредита или еврооблигаций, как правило, строится исходя из оценки кредитного риска заемщика, величины базовой ставки в соответствующей валюте и необходимых надбавок. Так как все платежи по кредиту или выплаты по еврооблигации номинированы в одной валюте, нет необходимости учитывать валютный риск и структуру ставок в другой валюте (однако именно эти факторы помогают «удешевить» финансирование при использовании стратегии «облигация + своп»).

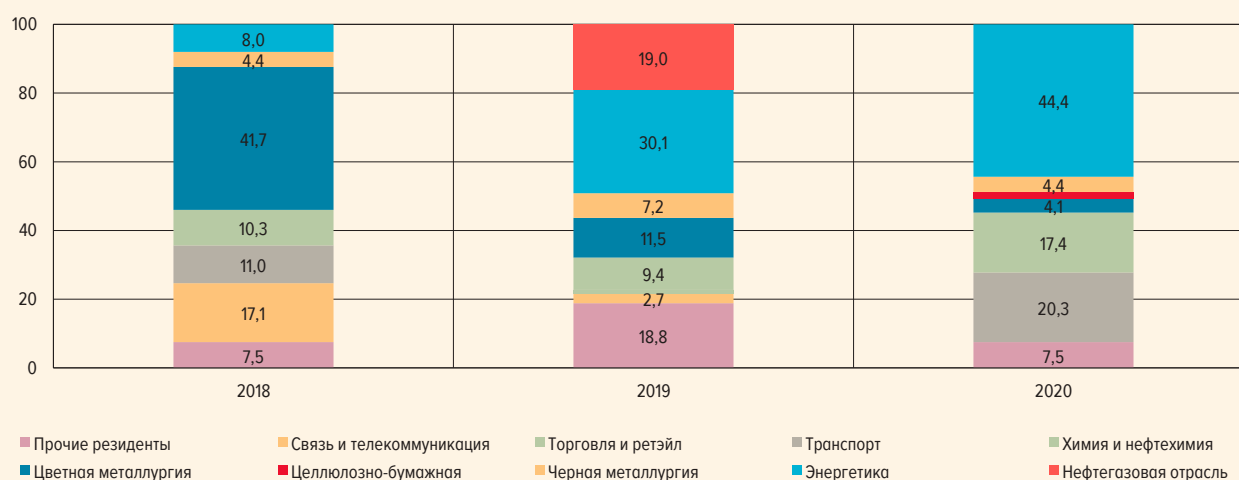
Иллюстрация возможностей такого арбитража приведена на рис. Г-68. В качестве ориентиров для сравнения мы использовали индекс CBONDS доходности еврооблигаций российских компаний инвестиционного уровня и расчетную «синтетическую» доходность в долларах США, полученную исходя из динамики кросс-валютных свопов доллар США/рубли и процентных свопов в долларах США<sup>6</sup>. Пери-

<sup>5</sup> На практике могут использоваться различные варианты снижения ставки в рублях, уплачиваемой клиентом по свопу, которые подразумевают принятие клиентом определенной доли валютного или иного риска. Как правило, такие «удешевители» не означают автоматическую потерю хеджирующего характера сделки, однако усложняют ее и оставляют действие хеджирующей защиты лишь при определенных рыночных условиях. Такие сделки требуют соответствующей компетенции со стороны клиента, а также несут риск несоответствия критериям хеджирования для налоговых целей, поэтому данные стратегии не являются массовыми.

<sup>6</sup> Расчет производился на основании наблюдаемых (не бескупонных) кривых процентных и кросс-валютных свопов. Расчет также не учитывает бид-оффер спреда и стоимость кредитного риска, которые могут повысить значение стоимости заимствований в долларах США.

ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА КОМПАНИЙ – УЧАСТНИКОВ РЫНКА КРОСС-ВАЛЮТНЫХ СВОПОВ (%)

Рис. Г-69



Источники: НКО АО НРД, Банк России.

оды, когда спред между доходностью еврооблигаций и «синтетической» доходностью в долларах США расширяется, являются наиболее привлекательными для подобных стратегий.

Как правило, стратегии привлечения «синтетического» фондирования в иностранной валюте используют компании-экспортеры, имеющие поступления выручки в иностранной валюте. В этой связи такие операции процентного арбитража этими компаниями можно считать хеджирующими, так как они позволяют сбалансировать валютную структуру поступлений и расходов. В то же время использование подобных стратегий компаниями, не имеющими валютной выручки, может приводить к росту валютного риска, так как подразумевает необходимость уплаты валютных обязательств в течение определенного периода в будущем.

Тем не менее следует отметить, что даже для компаний-экспортеров подобные сделки могут нести в себе определенные риски: периоды ослабления рубля могут сопровождаться периодами падения цен на экспортную продукцию и, соответственно, снижением объема валютной выручки. Зафиксированный в момент заключения сделки курс обмена номиналами в конце сделки может оказаться ниже рыночного курса на этот момент. Кроме того, как и любая деривативная сделка, операция кросс-валютного свопа требует периодической переоценки сделки по рыночной стоимости.

Сделки «right-way» своп не являются широко распространенными на российском рынке, при этом их количество снизилось за прошедшие три года: по данным НКО АО НРД, в 2018 году 28% от объема всех сделок нефинансовых компаний приходилось на сделки кросс-валютных свопов, в соответствии с которыми компании платили процентную ставку в рублях. В 2019 году объем таких сделок составил 3%, в 2020 году – 5%<sup>7</sup>. На интерес корпоративных клиентов к сделкам «конвертации» валютных займов в рублевые в 2018 году мог повлиять рост процентных ставок в долларах США и ослабление рубля, что могло привести к росту стоимости обслуживания долларовых заимствований. Снижение процентных ставок в долларах США при прочих равных условиях способствует росту интереса к обратным сделкам, то есть привлечению «синтетического» фондирования в долларах США.

Следует также отметить, что периоды привлекательного спреда между стоимостью «синтетического» и прямого фондирования в иностранной валюте способствуют активизации деятельности компаний на рынке кросс-валютных свопов. В такие периоды ставки кросс-валютных свопов доллар США/рубли имеют тенденцию к снижению (что связано в том числе с недостаточной глубиной российского рынка кросс-валютных свопов в сравнении, например, с рынками в основных валютах).

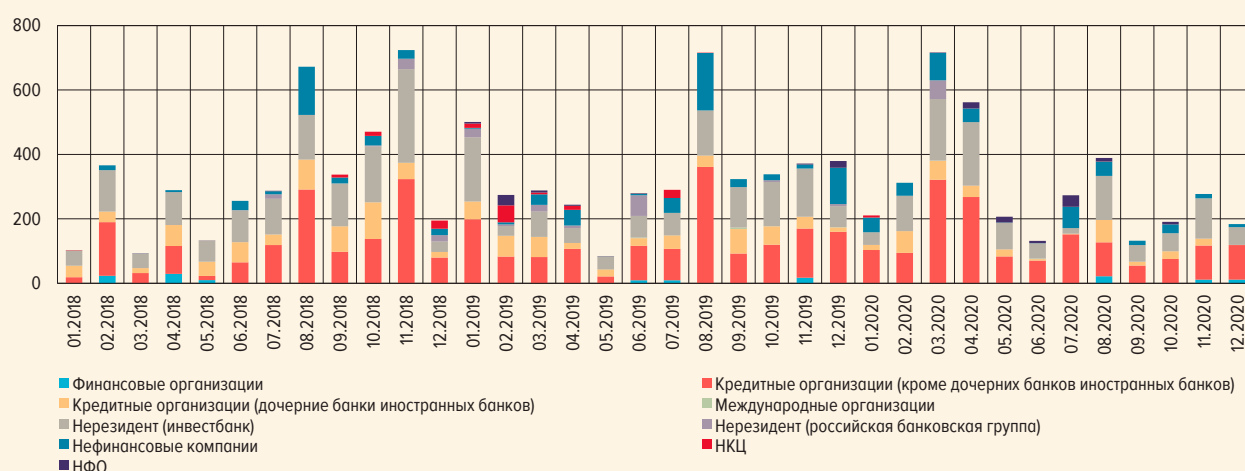
Отраслевая структура нефинансовых компаний, заключавших сделки кросс-валютных свопов (рис. Г-69), подтверждает в целом участие в сделках экспортоориентированных компаний. При этом структура участников достаточно сильно меняется из года в год.

Помимо сильного изменения отраслевой структуры корпоративных участников рынка кросс-валютных свопов также постоянно наблюдается неоднородное распределение активности нефинансовых компаний в течение года (рис. Г-70). Повышенная активность на рынке кросс-валютных свопов,

<sup>7</sup> В число сделок, где компании платят ставку в иностранной валюте, включены сделки, заключенные нефинансовыми компаниями с нерублевыми валютными парами. Однако такие сделки тоже можно считать хеджирующими, так как, как правило, подразумевают своп из валюты кредита или еврооблигаций в валюту, от динамики которой зависит выручка компаний.

ОБЪЕМ СДЕЛОК КРОСС-ВАЛЮТНЫХ СВОПОВ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ  
(МЛРД РУБ.)

Рис. Г-70



Источники: НКО АО НРД, Банк России.

вероятнее всего, связана с поиском наиболее удачного момента заключения таких сделок в соответствии с рыночной ситуацией. Не всегда привлечение рублевых заимствований сопровождается немедленным выходом на рынок кросс-валютных свопов, иногда заключение деривативной сделки может быть отложено до наступления более благоприятной ситуации на рынке.

В целом картина эпизодического присутствия нефинансовых компаний скорее соответствует стратегии по использованию деривативных сделок для создания необходимой для хозяйственной деятельности структуры потоков платежей и поиска подходящего момента выхода на рынок, нежели стремлению построить «поточный» бизнес таких операций со спекулятивными целями. Тем не менее важно иметь в виду, что заключение сделок с целью получения потенциального дохода в валюте, в которой у нефинансовой компании отсутствуют потоки по ее основной деятельности, чревато ростом валютного риска у такой компании.

## 6.2. Рынок ОФЗ и корпоративные облигации: способствовал ли рост рынка ОФЗ вытеснению спроса на корпоративный долг?

Прирост рынка госдолга<sup>4</sup> в 2020 году почти в 2 раза превысил прирост рынка корпоративных облигаций (4,1 трлн рублей против 2,1 трлн рублей соответственно). Необходимость финансирования масштабных мер государственной поддержки экономики в условиях беспрецедентного по масштабу и структуре мирового кризиса привела к необходимости увеличения объемов заимствований на финансовом рынке. Мы постарались разобраться, какое влияние оказал рост рынка ОФЗ на рынок корпоративных облигаций.

Ключевыми инвесторами в ОФЗ являются банки (рис. 71). Во втором полугодии 2020 года доля их вложений заметно увеличилась, в то время как доля нерезидентов, НПФ и иных финансовых организаций стала снижаться. Одновременно с этим корпоративные организации сокращали покупки корпоративных облигаций (рис. 72).

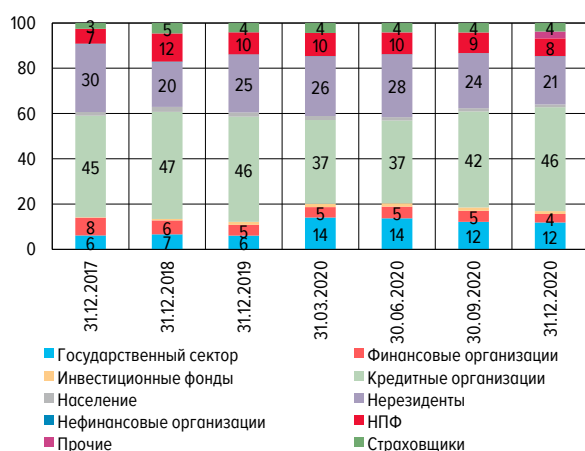
На первый взгляд, снижение объема вложений банков в новые выпуски корпоративных облигаций может показаться очевидным последствием роста размещений ОФЗ. Всего за 2020 год Минфин России разместил ОФЗ на 5,3 трлн рублей<sup>5</sup>. При этом, по данным Мосбиржи, в сентябре-декабре (в этот период Минфин России разместил почти 62% общего объема ОФЗ в этом году) именно российские банки выступали основными покупателями на аукционах ОФЗ (приобретая 89% размещенного объема в этот период).

<sup>4</sup> В этот объем включаются ОФЗ, ОБР и еврооблигации России.

<sup>5</sup> Согласно данным Минфина России.

СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ ОФЗ И ОБР\*  
(НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, %)

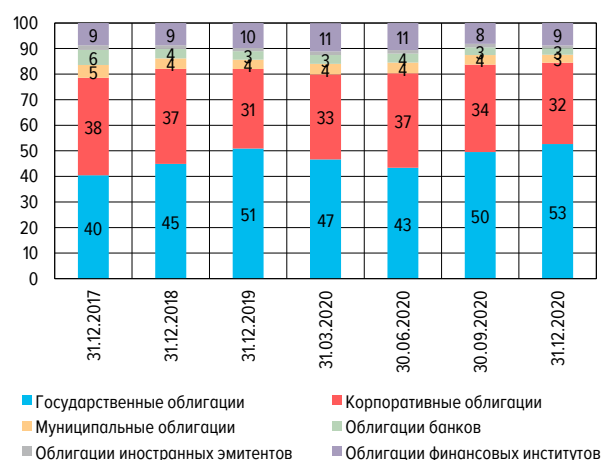
Рис. 71



\* Формы депозитарной отчетности не позволяют разделить вложения в ОФЗ и ОБР.  
Источник: Банк России.

СТРУКТУРА ВЛОЖЕНИЙ БАНКОВ В ОБЛИГАЦИИ  
(НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, %)

Рис. 72



Источник: Банк России.

Со второй половины года Минфин изменил предложение ОФЗ в пользу выпусков с плавающим купоном<sup>6</sup> (96% размещений ОФЗ-флоатеров пришлось именно на период с июля по декабрь). При этом всего за счет флоатеров Минфин привлек 61,5% от общего объема прошлогодних заимствований на внутреннем рынке. В условиях мягкой денежно-кредитной политики и отсутствия ожиданий по ее ужесточению покупка ОФЗ не представляла значительного интереса для институциональных инвесторов (НПФ, страховых компаний, иных финансовых организаций).

В то же время ОФЗ с плавающим купоном, доход по которым зависит от накопленной ставки RUONIA, практически не несут процентного риска (так как доход по ним зависит от текущей рыночной ставки, меняющейся каждый день<sup>7</sup>). Эта особенность интересна банкам, которым ОФЗ-ПК помогают управлять процентным риском, снижая чувствительность доходов банка к уровню ставок денежного рынка, а также позволяют повысить нормативы ликвидности. При этом в сочетании с возможностью в случае необходимости привлечь фондирование от Банка России или Федерального казначейства посредством операций репо наращивание вложений в ОФЗ-ПК не оказывало влияния на объем ликвидности банков и не должно было влиять на принятие решений по покупке корпоративных облигаций.

Причина снижения интереса банков к покупке корпоративных облигаций могла быть связана с отсутствием выпусков корпоративных облигаций необходимого кредитного качества, позволявших при этом получить определенную дополнительную доходность к вложениям в ОФЗ. После резкого падения рынка в марте доходности облигаций снижались. Благодаря мягкой денежно-кредитной политике, к которой Банк России перешел в 2020 году, а также отсутствию усиления кредитных рисков доходности облигаций эмитентов «первого эшелона» (о чем мы писали выше) уже в начале лета опустились ниже «докоронакризисных» уровней. При этом стоимость привлечения на облигационном рынке эмитентов «второго эшелона» (компаний с кредитными рейтингами от «BB-/Ba3» до «BB+/Ba1») снизилась до уровней, по которым происходили размещения эмитентов «первого эшелона» за год до этого периода.

Такое сужение спредов корпоративных облигаций к ОФЗ (в сочетании с меньшей ликвидностью этого сегмента рынка по сравнению с госбумагами) могло снизить привлекательность этого сегмента для банков.

<sup>6</sup> Серия ОФЗ-ПК.

<sup>7</sup> Строго говоря, для корректного расчета процентного риска необходимо учитывать временной промежуток между датой начала купонного периода ( $T_0$ ) и датой, начиная с которой используется ставка RUONIA (как правило,  $T-7$ ).



Интересен еще один фактор: в 2020 году банки существенно нарастили портфель кредитов нефинансовым компаниям<sup>8</sup>: прирост портфеля с начала года составил значительную величину в 11,8% (для сравнения: +1,2% в 2019 году и +10,5% в 2018 году). Последнее обстоятельство указывает на стабильную потребность компаний в заемных ресурсах. Таким образом, рост кредитного портфеля банков при замедлении инвестиций в корпоративные облигации подтверждает снижение привлекательности для банков инвестиций в облигации по сравнению с кредитами в течение II–III кварталов 2020 года.

В конце года ситуация изменилась: Минфин России выполнил план заимствований и перестал размещать флоатеры. Одновременно с этим банки стали активно наращивать вложения в корпоративные облигации, которые размещались в IV квартале в основном крупными компаниями «первого эшелона». О причинах интереса банков в приобретении этих облигаций мы писали выше (см. раздел «Кредитное качество и сроки размещений»).

В целом рост объемов размещений ОФЗ, по нашему мнению, не мог являться причиной снижения объемов покупок банками корпоративных облигаций в 2020 году. Кредитование могло представлять предпочтительную альтернативу для банков, чему могли способствовать регуляторные послабления и льготные программы, а также неопределенность в отношении ожиданий по траектории денежно-кредитной политики в 2021 году. Вместе с тем вложения банков в ОФЗ с плавающим купоном в большой степени были связаны с низким процентным риском инструмента, который в отличие от корпоративных облигаций не создавал нагрузку на банковский капитал. Поэтому мы не связываем покупки банками корпоративных облигаций в конце года с сокращением предложения ОФЗ со стороны Минфина России.

### 6.3. Структурные облигации

- В течение последних лет наблюдался рост интереса физических лиц к инструментам фондового рынка, в том числе к активам с повышенным риском. Ряд банков в сложившейся ситуации предлагал структурные облигации в качестве безопасной альтернативы депозитам. Несмотря на то, что значительная их часть представляла из себя инструменты с защитой капитала, они остаются сложными для понимания и оценки.
- В течение 2020 года наибольшей популярностью среди физических лиц пользовались структурные облигации с привязкой купона к иностранным акциям и различным индексам с высокой ожидаемой доходностью. При этом реализованная доходность по уже погашенным выпускам структурных облигаций в 2020 году уступала доходности депозитов, открытых год назад (3,8% против 7%).
- На этом фоне важным является формирование полноценного понимания физическими лицами, не имеющими опыта инвестирования на фондовом рынке, всех рисков, которые связаны с переходом из статуса вкладчиков в статус инвесторов, включая возможность потери дохода и вложенных средств. Поэтому розничным инвесторам целесообразно воздерживаться от приобретения сложных инвестиционных продуктов, риски которых они не в состоянии в полной мере оценить.

#### 6.3.1. Всплеск интереса населения к инструментам финансового рынка

Снижение ставок по депозитам и переток традиционных вкладчиков банков в альтернативные инструменты привели к росту интереса физических лиц к инструментам с повышенной доходностью. Банки в свою очередь стимулировали интерес к альтернативным инструментам, активно продвигая их в качестве возможной замены банковским депозитам. Одним из таких инструментов стали структурные облигации. Одновременно с этим возросли риски мисселин-

<sup>8</sup> По данным [агрегированного баланса кредитных организаций](#). Включаются кредиты нефинансовым компаниям и индивидуальным предпринимателям в рублях и иностранной валюте без валютной переоценки.

га: неподготовленные клиенты могли не осознавать, что из вкладчиков банков они превратились в инвесторов.

*Согласно действующему законодательству<sup>9</sup> структурной является облигация, выплата по которой зависит от наступления или ненаступления определенных обстоятельств и может быть меньше номинала (облигация с частичной защитой капитала).* При этом в последние годы широкое распространение получили так называемые «инвестиционные» облигации с полной защитой капитала, где от динамики базовых активов (акций, процентных ставок, курсов валют, индексов и т.п.) зависит только выплата дополнительного дохода, а не номинала. *В отличие от классических облигаций они имеют неоднородную структуру со сложными формулами расчета дополнительного дохода и сопутствующими рисками.* **Для целей настоящего исследования к структурным отнесены облигации как с частичной, так и с полной защитой капитала.**

Массовые случаи предложения клиентам структурных облигаций в офисах банков, а также случаи жалоб клиентов привели к ограничению Банком России продаж сложных продуктов. В декабре 2020 года Банк России разослал участникам рынка информационное письмо с рекомендациями не продавать сложные продукты, а в январе 2021 года разработал проект указания, которое вводит запрет на продажу таких продуктов до введения обязательного тестирования неквалифицированных инвесторов на понимание их особенностей и рисков. В марте 2021 года в Государственной Думе принят в первом чтении законопроект об ограничении продажи сложных финансовых продуктов неквалифицированным инвесторам, а также о переносе срока начала тестирования с 1 апреля 2022 года на 1 октября 2021 года.

Рост продаж структурных облигаций, а также других инструментов с повышенными рисками и более высокой ожидаемой доходностью на фоне низких ставок в экономике в течение длительного периода может привести к накоплению рисков для финансовой стабильности. Подробно вложения в структурные облигации мы анализировали в бюллетене [«О чем говорят тренды» №1, 2021 год](#).

### **6.3.2. Физические лица как покупатели структурных облигаций**

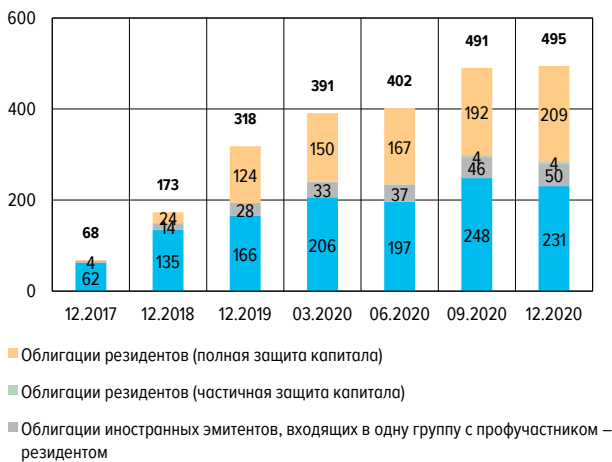
Участие физических лиц на рынке структурных облигаций за последние годы выросло в несколько раз (рис. 73). По состоянию на конец 2020 года на счетах физических лиц в российских депозитариях находилось в совокупности структурных облигаций на 495 млрд рублей (+55% за год), в том числе выпущенных иностранными эмитентами – на 231 млрд рублей. Чистый приток средств физических лиц без учета валютной и курсовой переоценок в 2020 году составил 128 млрд рублей (годом ранее – 148 млрд рублей). Большая часть структурных облигаций резидентов представлена инструментами с полной защитой капитала (переменной доходной частью), в то время как структурные облигации иностранных эмитентов предполагают различные профили риска<sup>10</sup>.

Помимо этого, структурные облигации используются в качестве объекта инвестирования в ряде крупных стандартных стратегий доверительного управления. Крупнейшая из них (с портфелями физических лиц на 57 млрд рублей по состоянию на 31.12.2020) полностью основана на инвестировании средств в структурные облигации своей финансовой группы. **В настоящий момент привлечение новых клиентов в данную стратегию приостановлено.** Ряд брокеров и доверительных управляющих также предлагал структурные продукты в виде внебиржевых договоров производных финансовых инструментов. По последней оценке, на 21.12.2020 объем таких структурных продуктов составлял 105 млрд рублей.

<sup>9</sup> Статья 271–1 Федерального закона от 22.04.1996 №39-ФЗ (ред. от 31.07.2020) «О рынке ценных бумаг».

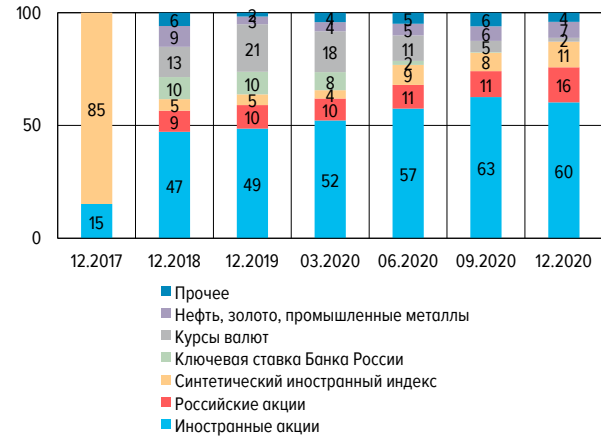
<sup>10</sup> Например, среди иностранных бумаг нередко встречаются инструменты с частичной защитой капитала: с привязкой к корзине инструментов, встроенными барьерными опционами и возможностью досрочного погашения ниже номинала, исходя из динамики наихудшего актива в корзине (Worst-of Autocallable Notes), а также с привязкой к кредитному риску (событию дефолта) любой из бумаг в корзине облигаций (Credit Linked Notes).

ДИНАМИКА ОБЪЕМА СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ  
НА СЧЕТАХ ФИЗИЦ ПО ТИПУ ВЫПУСКА  
(МЛРД РУБ.) *Рис. 73*



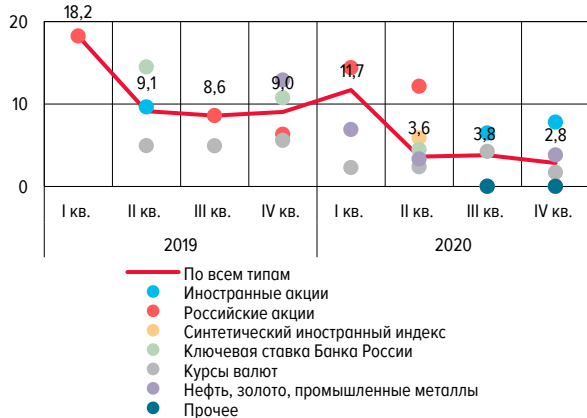
Источники: Банк России, Cbonds.

ДИНАМИКА СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ  
РЕЗИДЕНТОВ НА СЧЕТАХ ФИЗИЦ ПО ТИПУ  
БАЗОВОГО АКТИВА  
(%) *Рис. 74*



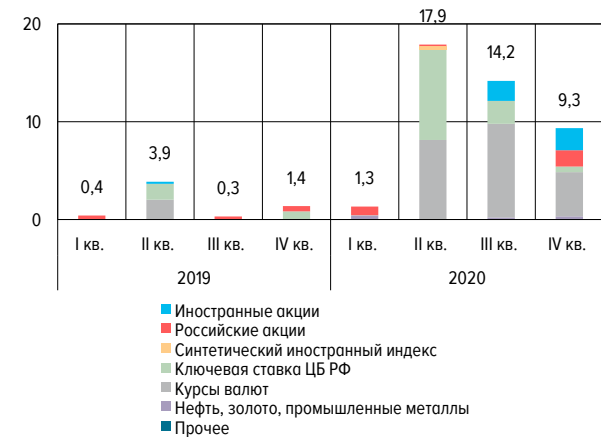
Источники: Банк России, Cbonds.

СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ РЕАЛИЗОВАННАЯ  
ДОХОДНОСТЬ ПОГАШЕННЫХ СТРУКТУРНЫХ  
ОБЛИГАЦИЙ РЕЗИДЕНТОВ  
(% ГОДОВЫХ) *Рис. 75*



Примечание. Доходности взвешены с учетом объема вложений на счетах физических лиц в депозитариях на последнюю дату перед погашением.  
Источники: Банк России, Cbonds, Центр раскрытия корпоративной информации.

ОБЪЕМ ПОГАШЕННЫХ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ  
РЕЗИДЕНТОВ  
(МЛРД РУБ.) *Рис. 76*



Примечание. Объем погашенных выпусков приведен с учетом объема вложений на счетах физических лиц в депозитариях на последнюю дату перед погашением.  
Источники: Банк России, Cbonds.

### 6.3.3. Доходность и базовые активы структурных облигаций

Дополнительный доход по структурным облигациям в основном привязывается к динамике котировок иностранных акций или различных индексов<sup>11</sup> (рис. 74). Это во многом обусловлено длительным периодом роста мировых рынков акций. В 2020 году росла популярность структурных облигаций с привязкой к российским акциям, а также к нефти, золоту и промышленным металлам. Доля бумаг с привязкой к курсам валют, напротив, снижалась.

Реализованная доходность<sup>12</sup> по погашенным выпускам за последние два года **неуклонно сокращалась** (рис. 75). При этом результаты за 2019 год были не столь репрезентативны, поскольку объем погашений был маленьким (рис. 76). Наибольший объем погашений произошел в II–IV кварталах 2020 года, когда доходность была минимальной. В целом по рынку за 2020 год средневзвешенная реализованная доходность составила лишь 3,8%, что почти

<sup>11</sup> Класс «Синтетические иностранные индексы» включает индексы на различные комбинации иностранных акций, суверенных облигаций, золота и прочих активов, предполагающие в том числе активное управление (динамические веса отдельных компонентов индекса пересматриваются исходя из их доходности или волатильности).

<sup>12</sup> Реализованная доходность взвешивалась по объему вложений на счетах физических лиц и рассчитывалась исходя из предположения о том, что облигации приобретаются по цене номинала и удерживаются до погашения.

в два раза ниже средней доходности депозитов, открытых год назад (7%), и почти на треть ниже уровня инфляции за год<sup>13</sup>.

Чаще всего низкая реализованная доходность наблюдалась по структурным облигациям с привязкой к курсам валют, которые активно размещались в 2019 – начале 2020 года. Формула расчета дополнительного дохода по этим бумагам предполагала небольшой диапазон колебаний курса, поэтому из-за роста волатильности дополнительный доход оказался минимальным.

### 6.3.4. Структурные облигации с защитой капитала как массовый продукт

Структурные облигации резидентов с защитой капитала активно размещались среди розничных инвесторов в течение 2020 года вплоть до выпуска информационного письма Банка России (рис. 77). При этом «средний чек» неуклонно снижался с середины года, то есть вовлекались все менее и менее обеспеченные клиенты. Если в апреле средний объем сделки составлял около миллиона рублей, то к концу года он снизился в пять раз. В 2021 году размещений структурных облигаций на бирже не было, но организаторы продолжали размещать их на внебиржевом рынке. При этом на вторичном биржевом рынке на протяжении всего периода наблюдались нетто-продажи (скорее всего, с дисконтом к первоначальным вложениям).

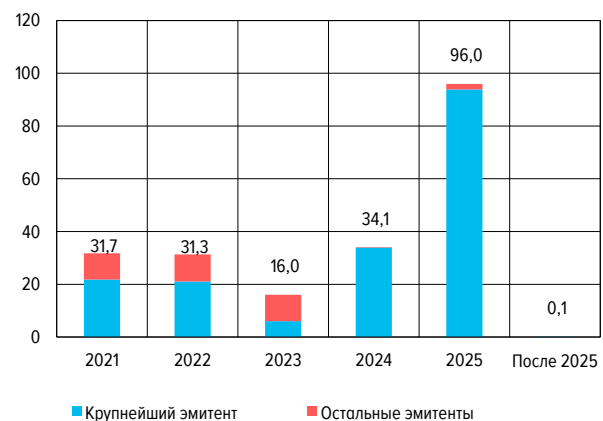
Большинство структурных облигаций в 2020 году размещалось сроком на 5 лет, что намного превышает стандартный срок депозита в 1 год. Фактически около половины портфеля структурных облигаций резидентов с защитой капитала, которые находились на счетах физических лиц на 31.12.2020, погасится лишь в 2025 году (рис. 78). Для начинающего инвестора это значительный срок по сравнению с банковским вкладом. Вполне вероятно, что часть физических лиц захотят продать облигации досрочно на вторичном рынке и, возможно, с дисконтом к первоначальной сумме. Также наблюдается высокая концентрация на крупнейшем эмитенте – около 85%. Все это может создавать отложенные риски для финансовой стабильности.

Рис. 77  
НЕТТО-ПОКУПКИ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ РЕЗИДЕНТОВ С ЗАЩИТОЙ КАПИТАЛА ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ НА БИРЖЕ И СРЕДНИЙ ОБЪЕМ СДЕЛКИ ПРИ РАЗМЕЩЕНИИ



Источники: Банк России, Московская Биржа.

Рис. 78  
ОБЪЕМ ПРЕДСТОЯЩИХ ПОГАШЕНИЙ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ РЕЗИДЕНТОВ С ЗАЩИТОЙ КАПИТАЛА (МЛРД РУБ.)



Примечание. Объем погашений рассчитан исходя из объема облигаций на счетах физических лиц на 31.12.2020.

Источники: Банк России, Cbonds.

<sup>13</sup> Фактическая доходность инвестирования в структурные облигации может оказаться ниже, если учесть комиссию, которую клиенты в некоторых случаях платят за приобретение продукта (подписку) (front-end fee). По структурным облигациям иностранных эмитентов такая комиссия может достигать 2% от стоимости продукта.

## 7. ФОНДОВЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНКИ: ПОВЕДЕНИЕ УЧАСТНИКОВ (БИРЖЕВЫЕ И ВНЕБИРЖЕВЫЕ ДАННЫЕ)

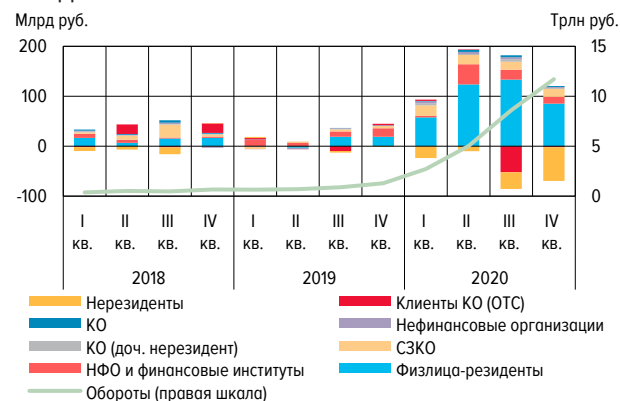
- Операции физических лиц по покупке иностранных акций на биржевом и внебиржевом рынках, а также продажи нерезидентами российских акций в 2020 году сопровождались сопоставимыми движениями в платежном балансе. При этом в IV квартале 2020 года нерезиденты вернулись к покупкам российских акций.
- В сегменте корпоративных облигаций, облигаций нерезидентов и на биржевом валютном рынке физлица-резиденты выступали нетто-покупателями. При этом покупки физлицами существенных объемов валюты в II и IV кварталах 2020 года не сопровождались сопоставимыми покупками иностранных ценных бумаг, а также приростом остатков на валютных счетах.

### 7.1. Иностранные акции и паи

Как уже отмечалось, одним из основных трендов 2020 года стал массовый приход розничных инвесторов на фондовый рынок и рост интереса розничных инвесторов к инструментам с повышенным риском. При этом популярностью пользовались как российские, так и иностранные акции, покупки которых сопровождались продажами этих финансовых инструментов нерезидентами.

Бурный рост демонстрировали вложения физических лиц в иностранные акции и паи. Данный сегмент активно развивался в 2020 году благодаря допуску иностранных инструментов на Санкт-Петербургской бирже (в большей степени) и на МосБирже (в меньшей степени)<sup>1</sup>. Возможность удаленной регистрации и работы через мобильное приложение сделала данный сегмент популярным среди физических лиц – они оставались крупнейшими нетто-покупателями иностранных акций и паев на протяжении всего 2020 года (рис. 79). Поставщиками ликвидности при этом выступали нерезиденты (через российского брокера либо клиринговую организацию биржи). Также росла и активность трейдеров: объем оборотов<sup>2</sup> в течение года вырос в несколько раз.

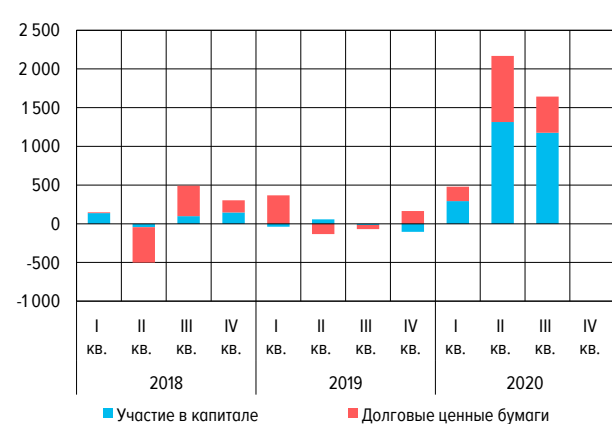
РИС. 79  
НЕТТО-ПОКУПКИ ИНОСТРАННЫХ АКЦИЙ, ПАЕВ И ДЕПОЗИТАРНЫХ РАСПИСОК НА БИРЖЕВОМ И ВНЕБИРЖЕВОМ РЫНКАХ И ОБОРОТЫ ПО СДЕЛКАМ



Примечание. Без учета клиринговых организаций, Федерального казначейства и Банка России.

Источники: Банк России, Московская Биржа, Санкт-Петербургская биржа, формы отчетности о внебиржевых сделках.

РИС. 80  
ИЗМЕНЕНИЕ АКТИВОВ СЕКТОРА НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ И Д/Х В РЕЗУЛЬТАТЕ ОПЕРАЦИЙ (ПОРТЕФЕЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ) (МЛН ДОЛЛ. США)



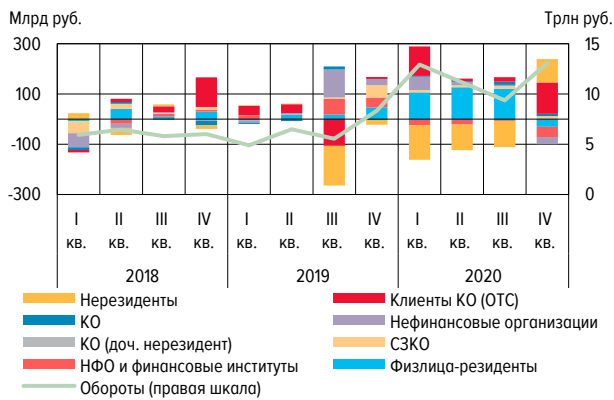
Примечание. Категория «участие в капитале» включает также паи/акции инвестиционных фондов.

Источники: Банк России, Международная инвестиционная позиция.

<sup>1</sup> В более ранние периоды сделки с иностранными акциями совершались в основном на внебиржевом рынке.

<sup>2</sup> Здесь и далее под оборотами понимается сумма операций покупки и продажи.

**РИС. 81**  
**НЕТТО-ПОКУПКИ РОССИЙСКИХ АКЦИЙ И ПАЕВ НА БИРЖЕВОМ И ВНЕБИРЖЕВОМ РЫНКАХ) И ОБОРОТЫ ПО СДЕЛКАМ**



Примечание. Без учета клиринговых организаций, Федерального казначейства и Банка России.

Источники: Банк России, Московская Биржа, Санкт-Петербургская биржа, формы отчетности о внебиржевых сделках.

С точки зрения платежного баланса покупка российскими инвесторами российских и иностранных акций у нерезидентов способствовала оттоку капитала. В случае продажи нерезидентами российских акций сокращались портфельные инвестиции нерезидентов (требования нерезидентов к российскому финансовому и нефинансовому секторам). В случае продажи нерезидентами иностранных акций увеличивались иностранные портфельные инвестиции российских резидентов (требования резидентов к нерезидентам).

Данные тенденции нашли отражение в статистике внешнего сектора, которая зафиксировала прирост портфельных инвестиций (участие в капитале) в результате операций нефинансовых организаций и домохозяйств в II и III кварталах 2020 года (рис. 80). Судя по динамике нетто-покупок, можно ожидать продолжения данных тенденций и в IV квартале 2020 года<sup>3</sup>.

## 7.2. Российские акции и паи

В сегменте российских акций и паев в 2020 году также наблюдался рост объемов нетто-покупок со стороны физических лиц, но лишь на протяжении первых трех кварталов (рис. 81). В IV квартале произошел разворот, и физлица преимущественно фиксировали позиции. Поведение физлиц носило скорее спекулятивный характер, что косвенно подтверждается возросшим объемом оборотов в 2020 году.

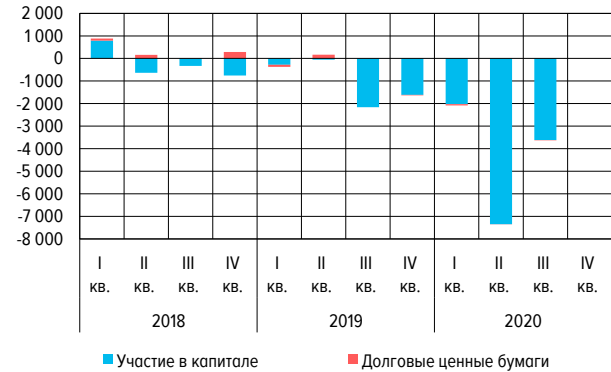
При этом нерезиденты, напротив, в конце года вернулись к покупкам российских акций, которые продавали в течение года. В рамках статистики внешнего сектора также наблюдалось снижение обязательств нефинансовых организаций и домохозяйств перед нерезидентами в рамках портфельных инвестиций (рис. 82). Более высокие объемы сокращения позиций по сравнению с данными по нетто-покупкам объясняются, вероятно, тем, что часть операций не проходила через российских профучастников.

## 7.3. Долговые инструменты

В сегменте долговых инструментов обороты по операциям физлиц и нерезидентов были не такими значительными, как в сегменте акций, что во многом связано с низкой волатильностью и ликвидностью отдельных инструментов.

В сегментах ОФЗ, ОБР и муниципальных облигаций основными покупателями на протяжении последних трех лет выступали СЗКО. В период структурного профицита ликвидности

**РИС. 82**  
**ИЗМЕНЕНИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ СЕКТОРА НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ И Д/Х В РЕЗУЛЬТАТЕ ОПЕРАЦИЙ (ПОРТФЕЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ)**  
 (МЛН ДОЛЛ. США)

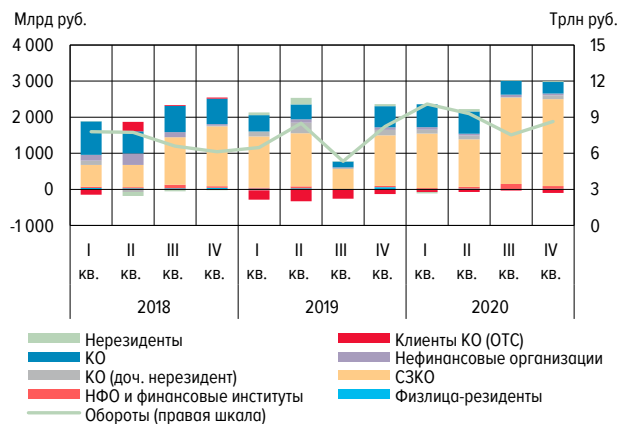


Примечание. Категория «участие в капитале» включает также паи/акции инвестиционных фондов.

Источники: Банк России, Международная инвестиционная позиция.

<sup>3</sup> На момент подготовки обзора статистика за IV квартал 2020 года была недоступна.

**РИС. 83**  
**НЕТТО-ПОКУПКИ ОФЗ, ОБР И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА БИРЖЕВОМ И ВНЕБИРЖЕВОМ РЫНКАХ И ОБОРОТЫ ПО СДЕЛКАМ**



Примечание. Без учета клиринговых организаций, Федерального казначейства и Банка России.  
 Источники: Банк России, Московская Биржа, Санкт-Петербургская биржа, формы отчетности о внебиржевых сделках.

в 2018–2019 годах они преимущественно покупали ОБР, а в 2020 году помогли финансировать дефицит бюджета путем покупки ОФЗ на аукционах (прежде всего с плавающей ставкой) (рис. 83). В результате доля кредитных организаций в общем объеме выпущенных государственных облигаций по итогам 2020 года составила 46%, как и в 2019, хотя в течение года опускалась до 37%, а доля нерезидентов снизилась с 25 до 21% (подробнее о покупках ОФЗ банками см. в разделе «Рынок ОФЗ и корпоративные облигации: способствовал ли рост рынка ОФЗ вытеснению спроса на корпоративный долг?»).

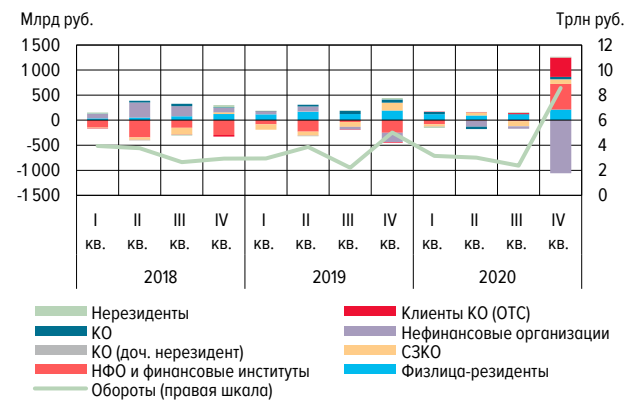
Нетто-покупателями прочих облигаций на протяжении последних лет выступали в основном физлица-резиденты, что обусловлено их интересом к инструментам с повышенной доходностью, в том числе структурным облигациям и бумагам с низким рейтингом либо без рейтинга. Нетто-продавцами, как правило, выступали организаторы размещений – НФО и СЗКО (рис. 84). При этом в IV квартале 2020 года состоялись крупные нерыночные размещения бумаг, что привело к резкому росту объема торгов. Первоначальными покупателями выступили НФО, а также клиенты КО на внебиржевом рынке<sup>4</sup>. Позже эти бумаги оказались в собственности банков (таким образом, произошло косвенное кредитование данных компаний банками без роста кредитного портфеля).

В сегменте облигаций нерезидентов физлица также выступали нетто-покупателями за счет интереса к структурным облигациям нерезидентов, еврооблигациям российских компаний либо суверенным еврооблигациям стран с формирующимися рынками. Дополнительным фактором спроса служило ослабление рубля в отдельные периоды 2020 года. В отличие от прочих сегментов значимым каналом покупок в данном сегменте служит внебиржевой рынок (доля внебиржевых операций превышает 90%).

## 7.4. Валюта

Характер операций на биржевом валютном рынке определяется многими факторами, например, потребностью клиентов банков в покупке или продаже валюты для управления валютной позицией своих компаний, спекулятивными покупками различных участников или потребностями банков. В рамках данного анализа сделки на внебиржевом валютном рынке не анализируются<sup>5</sup>, что не позволяет описать полноценную картину. В то же время по поведе-

**РИС. 84**  
**НЕТТО-ПОКУПКИ ПРОЧИХ ОБЛИГАЦИЙ РЕЗИДЕНТОВ НА БИРЖЕВОМ И ВНЕБИРЖЕВОМ РЫНКАХ И ОБОРОТЫ ПО СДЕЛКАМ**



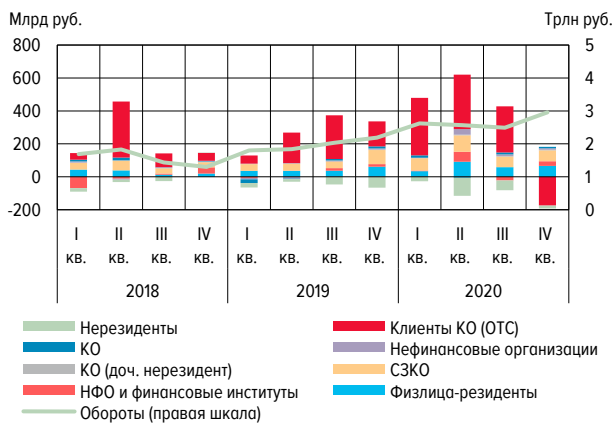
Примечание. Без учета клиринговых организаций, Федерального казначейства и Банка России. Обороты включают сделки по размещению облигаций и выкупу по ofercie эмитентами.  
 Источники: Банк России, Московская Биржа, Санкт-Петербургская биржа, формы отчетности о внебиржевых сделках.

<sup>4</sup> Имеющаяся отчетность по внебиржевым сделкам КО не позволяет классифицировать данных клиентов.

<sup>5</sup> Из-за неполноты данных в репозитарной отчетности.

**НЕТТО-ПОКУПКИ ОБЛИГАЦИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ  
НА БИРЖЕВОМ И ВНЕБИРЖЕВОМ РЫНКАХ  
И ОБОРОТЫ ПО СДЕЛКАМ**

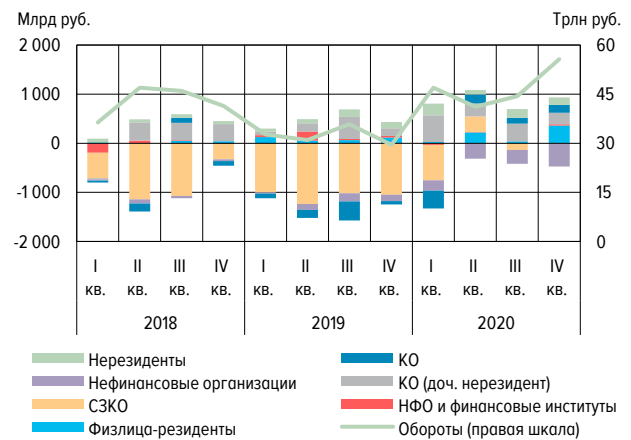
Рис. 85



Примечание. Без учета клиринговых организаций, Федерального казначейства и Банка России.  
Источники: Банк России, Московская Биржа, Санкт-Петербургская биржа, формы отчетности о внебиржевых сделках.

**НЕТТО-ПОКУПКИ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ  
В РАМКАХ ОПЕРАЦИЙ «СПОТ» НА БИРЖЕВОМ  
РЫНКЕ И ОБОРОТЫ ПО СДЕЛКАМ**

Рис. 86



Примечание. Без учета клиринговых организаций, Федерального казначейства и Банка России.  
Источники: Банк России, Московская Биржа.

нию участников на биржевом валютном рынке можно делать выводы о некоторых тенденциях, происходивших в экономике.

Значимым событием на биржевом валютном рынке стали существенные нетто-покупки валюты населением в II и IV кварталах 2020 года, которые не перекрывались сопоставимыми покупками иностранных акций и облигаций, а также приростом средств на валютных счетах. Вероятно, часть купленной валюты была направлена в наличную форму.

СЗКО и нефинансовые организации на биржевом валютном рынке традиционно выступают нетто-продавцами валюты. Крупные компании – экспортеры могут продавать валютную выручку на бирже как напрямую, так и через крупные банки. При этом в 2020 году объем нетто-продаж со стороны данных участников сократился на фоне снижения выручки экспортеров из-за падения мировых цен и спроса на сырьевые товары на фоне пандемии (что компенсировалось продажами валюты Банком России в рамках бюджетного правила).



## ПРИЛОЖЕНИЕ. ФИНАНСОВЫЙ РЕЗУЛЬТАТ НФО И БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

В 2020 году динамика прибыли компаний в основных сегментах НФО была разнонаправленной. Прибыль банков и некоторых НФО сократилась (рис. П-87). Максимальная рентабельность собственных средств среди сегментов НФО была характерна для управляющих и страховых компаний и при этом существенно опережала значения рентабельности банковского сектора (рис. П-88).

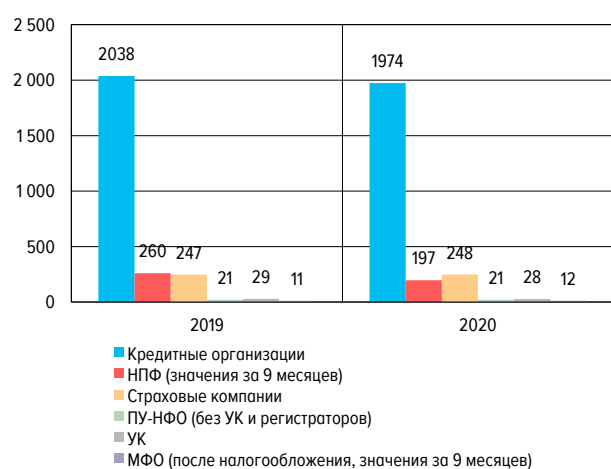
Вместе с тем кредитные организации зачастую являются бенефициарами деятельности НФО, так как многие из них входят в банковские группы. В частности, по данным отчетности за 2020 год, 4 из 10 страховщиков по величине чистой прибыли (на них приходится четверть совокупной прибыли страхового сектора) входят в финансовые группы, центром которых являются крупнейшие российские банки. В периметр консолидации групп крупнейших банков входят также управляющие компании<sup>1</sup>.

При этом способы перенаправления финансовых потоков от НФО банкам зависят от выбранной модели сотрудничества. Например, страховые компании, входящие с банками в одну финансовую группу, могут платить им высокие комиссии за полученные взносы, что является формой распределения прибыли внутри группы. Также часть прибыли от деятельности НФО может перенаправляться собственникам в виде дивидендов.

### Развитие экономической ситуации в 2020 году способствовало изменению структуры прибыли банков и НФО

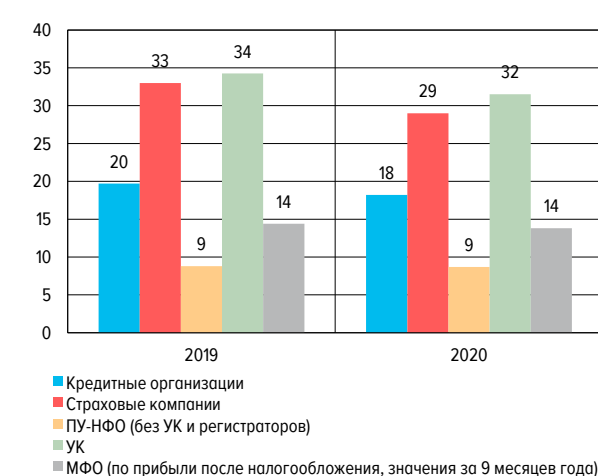
Одним из наиболее заметных трендов 2020 года стало увеличение доли доходов от вложений в валюту (наблюдалось по всем группам рассматриваемых организаций за исключением МФО<sup>2</sup>) в связи с переоценкой валютных активов в результате ослабления рубля. Этот фактор во многом оказал ключевое влияние на динамику прибыли финансовых организаций: в условиях отсутствия такой переоценки финансовый результат части компаний показал бы падение вместо роста.

ПРИБЫЛЬ (ДО НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ) НФО И КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ (МЛРД РУБ.) Рис. П-87



Источник: Банк России.

УРЕНТАБЕЛЬНОСТЬ КАПИТАЛА НФО И КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ (%) Рис. П-88



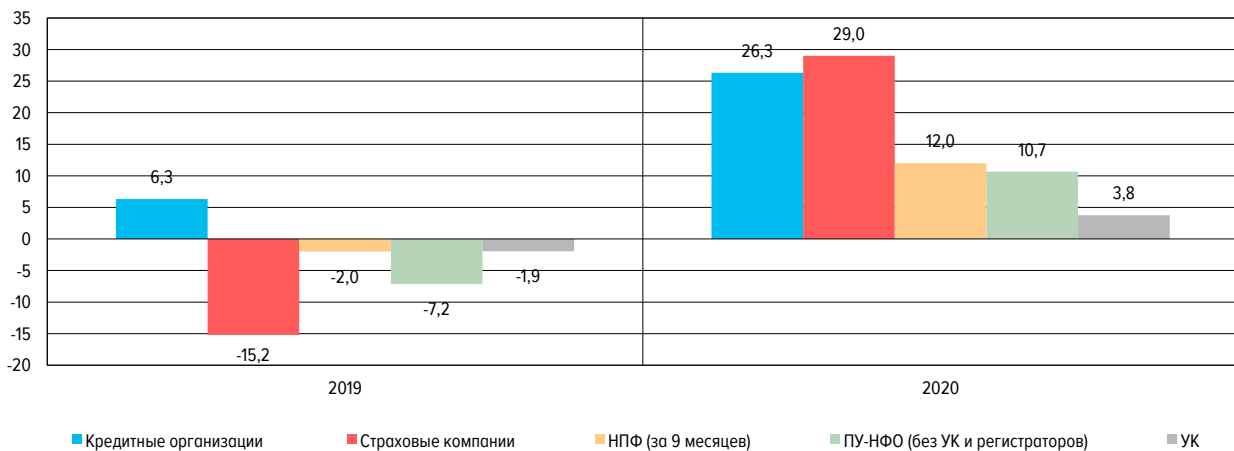
Источник: Банк России.

<sup>1</sup> Согласно данным портала [Banki.ru](http://Banki.ru).

<sup>2</sup> Данные по МФО отсутствуют.

## ДОЛЯ ЧИСТЫХ ДОХОДОВ ОТ ОПЕРАЦИЙ С ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТОЙ В ПРИБЫЛИ (%)

Рис. П-89



Источник: Банк России.

## ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ПРИБЫЛИ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ\* (МЛРД РУБ.)

Рис. П-90



\* Влияние чистых доходов от операций с производными финансовыми инструментами, базовыми активами по которым выступает иностранная валюта, стали оказывать значительное влияние на финансовый результат кредитных организаций в 2018, 2019 и 2020 году. Анализ проводится на основе данных формы банковской отчетности 0409102. Источник: Банк России.

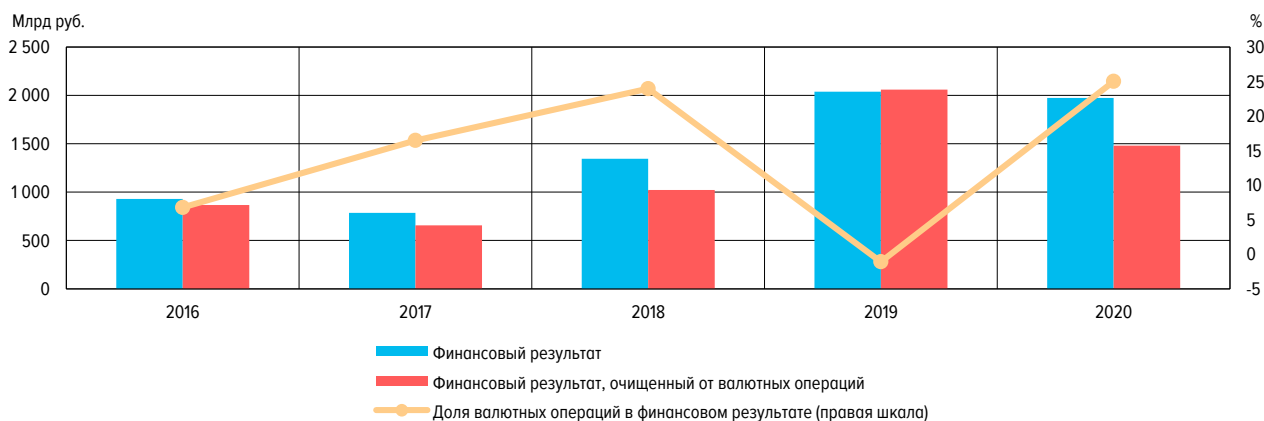
Структура остальных доходов финансовых организаций также претерпела изменения под действием рыночных факторов. В первую очередь, наблюдался рост комиссионных доходов тех компаний, которые оказывают посреднические услуги. Это связано в том числе с повышением спроса населения на инструменты, альтернативные банковским депозитам, которые они приобретают преимущественно через кредитные организации и ПУ-НФО.

**Динамика структуры прибыли кредитных организаций**

В 2020 году основными источниками формирования прибыли банковского сектора по-прежнему оставались чистый процентный и комиссионный доходы. При этом после роста, наблюдавшегося в 2019 году, за 2020 год снизилась величина как процентного дохода, так и процентного расхода. Снижение последнего оказалось более существенным, на него в определенной степени могло повлиять некоторое снижение доли вкладов физических лиц в пассивах банков. Несмотря на низкие ставки и снижение деловой активности в условиях пандемии, процентный доход уменьшился не так значительно. В результате по итогам 2020 года наблюдался рост чистого процентного дохода банковского сектора (подробнее см. в разделе «До-

## РОЛЬ ВАЛЮТНЫХ ОПЕРАЦИЙ\* В ФИНАНСОВОМ РЕЗУЛЬТАТЕ БАНКОВ

Рис. П-91



\* Рассматривается чистый доход от операций с иностранной валютой, чистый доход от операций с иностранной валютой и драгоценными металлами, а также чистый доход от операций с производными финансовыми инструментами, базовым активом для которых выступает иностранная валюта. Анализ проводится на основе данных формы банковской отчетности 0409102.

Источник: Банк России.

ходы банков: снижение чистой процентной маржи стимулирует к поиску новых видов доходов»).

При этом продолжился рост комиссионных доходов банковского сектора. Этому способствовало увеличение доходов от расчетно-кассового обслуживания, переводов денежных средств (в том числе за счет новых выдач кредитов). Кроме того, положительное влияние на комиссионные доходы банков оказал также рост продаж физическим лицам финансовых инструментов НФО. Вместе с тем в 2021 году эта статья доходов банков может сократиться вслед за ожидаемым ограничением продаж сложных финансовых инструментов физическим лицам<sup>3</sup>.

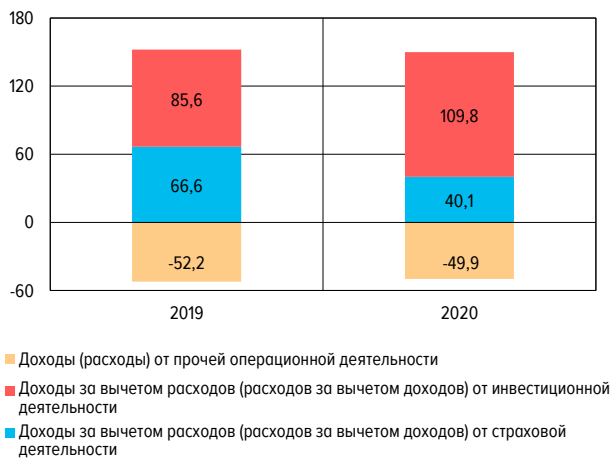
Давление на размер прибыли банковского сектора оказывал повышенный объем резервирования в условиях подготовки кредитных организаций к возможным кредитным потерям.

В 2020 году на рост финансового результата банковского сектора ощутимо повлияло увеличение дохода от операций с иностранной валютой и драгоценными металлами. К ним относится не только переоценка валютных требований, но и ряд других операций, в частности, операции с производными финансовыми инструментами, базовым активом для которых выступает иностранная валюта. Подобные доходы позволили банкам компенсировать снижение поступлений от других операций. Доля чистого дохода от операций с иностранной валютой и драгоценными металлами, а также от производных финансовых инструментов в прибыли банков до налогообложения за 2020 год значительно превышала прошлогоднюю.

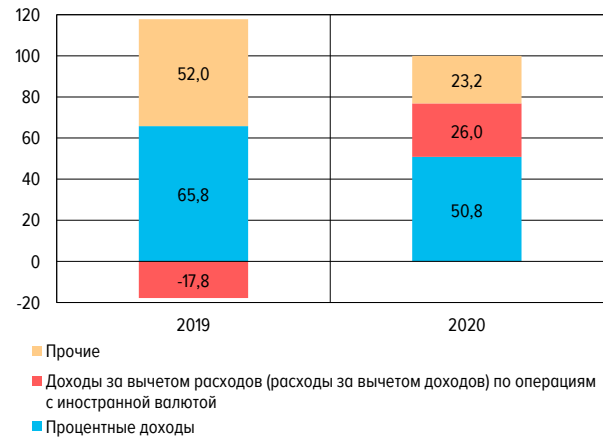
Таким образом, высокая прибыль банков в 2020 году в большой степени определялась разовыми факторами. Финансовый результат банковского сектора, очищенный от подобных доходов, более чем на четверть уступает значениям 2019 года. Таким образом, в дальнейшем при сохранении мягкой денежно-кредитной политики прибыльность банков будет зависеть от их способности наращивать более стабильные источники финансового результата – чистые комиссионные и чистые процентные доходы.

<sup>3</sup> Проект указания Банка России «О ценных бумагах, сделки с которыми могут совершаться (договорах, являющихся производными финансовыми инструментами, которые могут заключаться) физическим лицом или за его счет, только если указанное лицо является квалифицированным инвестором».

Законопроект №1098730–7 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части определения объема информации, предоставляемой потребителю – физическому лицу при заключении финансового договора, и об ограничениях на совершение финансовых сделок с или за счет физических лиц, не являющихся квалифицированными инвесторами)».

ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ПРИБЫЛИ РОССИЙСКИХ СТРАХОВЩИКОВ  
(%) Рис. П-92

Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ДОХОДОВ ЗА ВЫЧЕТОМ РАСХОДОВ РОССИЙСКИХ СТРАХОВЩИКОВ  
(%) Рис. П-93

Источник: Банк России.

**Динамика структуры прибыли страховых компаний**

В 2020 году прибыль российского страхового рынка немного выросла. Рост прибыли был связан с увеличением доходов от инвестиционной деятельности (за счет переоценки валютных активов – рис. П-95). При этом результаты от страховой деятельности снизились (рис. П-94). Данные тенденции наблюдались у всех страховщиков, в том числе специализирующихся на долгосрочном страховании жизни<sup>4</sup>. При этом на страховщиков жизни приходится основной объем инвестиционной прибыли российского страхового рынка, на иных страховщиков – прибыль от страховой деятельности (рис. П-94 – П-97).

Различия структуры формирования доходов этих двух групп связаны с отличиями экономической сути долгосрочного страхования жизни от иных видов страхования, а также особен-

## СТРУКТУРА ФИНАНСОВОГО РЕЗУЛЬТАТА СТРАХОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ, 2020 ГОД\*

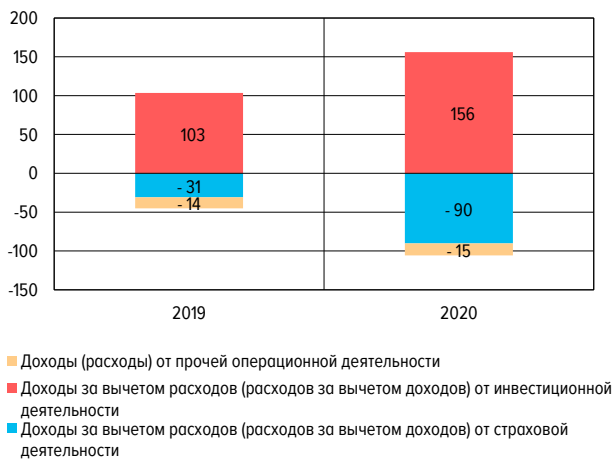
Схема П-1

Прибыль (убыток) до налогообложения 248 млрд руб. (0%)	Результат от операций по страхованию жизни -99 млрд руб. (219%)	Результат от операций по страхованию иному, чем страхование жизни 198 млрд руб. (1%)	Итого доходов за вычетом расходов (расходов за вычетом доходов) от инвестиционной деятельности 275 млрд руб. (30%)	Итого доходов (расходов) от прочей операционной деятельности -126 млрд руб. (-2%)
	=	=		
	Заработанные страховые премии 426 млрд руб. (5%)	Заработанные страховые премии 961 млрд руб. (3%)		
	-	-		
	Выплаты -205 млрд руб. (53%)	Состоявшиеся убытки -458 млрд руб. (1%)		
	-	-		
	Изменение резервов и обязательств -227 млрд руб. (6%)	Расходы по ведению страховых операций -289 млрд руб. (12%)		
	-	-		
	Расходы по ведению страховых операций -93 млрд руб. (5%)	Отчисления от страховых премий -7 млрд руб. (3%)		
	+	+		
Прочие доходы за вычетом прочих расходов -1 млрд руб. (-31%)	Прочие доходы за вычетом прочих расходов -10 млрд руб. (-36%)			
=	=			
Итого доходов за вычетом расходов (расходов за вычетом доходов) от страховой деятельности 98 млрд руб. (-40%)				

\* В скобках указан прирост по сравнению со значением за 2019 год.  
Источник: Банк России.

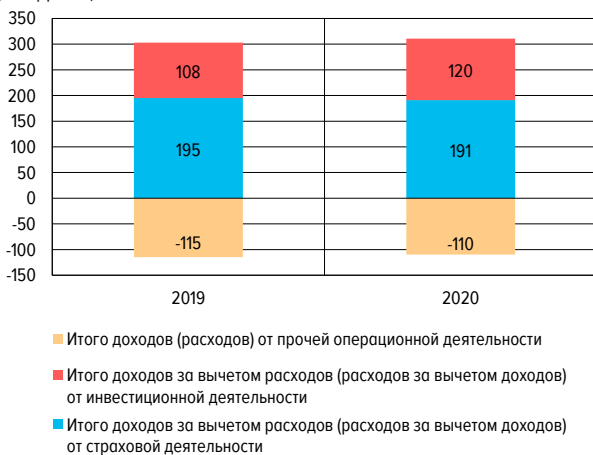
<sup>4</sup> В данном разделе в качестве страховщиков жизни рассматривались компании, более 40% взносов которых приходится на страхование жизни (за вычетом страхования жизни заемщиков).

ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ПРИБЫЛИ РОССИЙСКИХ СТРАХОВЩИКОВ ЖИЗНИ (МЛРД РУБ.) *Рис. П-94*



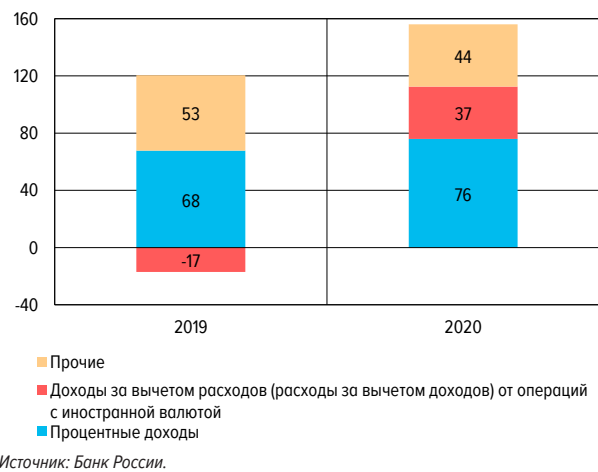
Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ПРИБЫЛИ РОССИЙСКИХ СТРАХОВЩИКОВ, СПЕЦИАЛИЗИРУЮЩИХСЯ НА СТРАХОВАНИИ ИНОМ, ЧЕМ СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ (МЛРД РУБ.) *Рис. П-96*



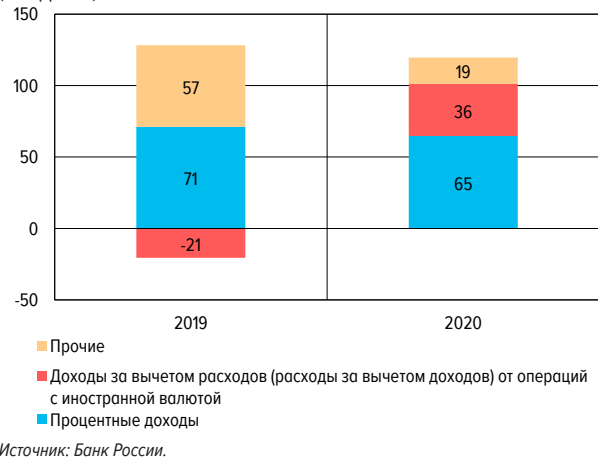
Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ДОХОДОВ ЗА ВЫЧЕТОМ РАСХОДОВ РОССИЙСКИХ СТРАХОВЩИКОВ ЖИЗНИ (МЛРД РУБ.) *Рис. П-95*



Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ДОХОДОВ РОССИЙСКИХ СТРАХОВЩИКОВ, СПЕЦИАЛИЗИРУЮЩИХСЯ НА СТРАХОВАНИИ ИНОМ, ЧЕМ СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ (МЛРД РУБ.) *Рис. П-97*



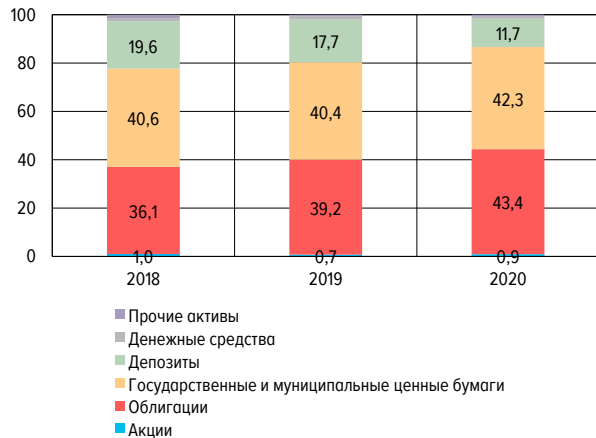
Источник: Банк России.

ностями учета доходов от страховой и инвестиционной деятельности по продуктам страхования жизни.

Во-первых, обязательства по страхованию жизни носят более долгосрочный характер, чем обязательства по иным видам страхования. Это дает страховщикам жизни возможность проводить более гибкую инвестиционную политику и вкладывать резервы в более долгосрочные инструменты с потенциально большей доходностью. В классическом долгосрочном страховании жизни при расчете премии относительно страховой суммы учитывается ставка дисконтирования, так как страховщики имеют возможность инвестировать страховые резервы в долгосрочные финансовые инструменты, что позволяет использовать прибыль от инвестирования для начисления страхователям как гарантированной доходности, предусмотренной договором, так и дополнительной доходности по договорам с участием страхователя в инвестиционном доходе страховщика. При этом значительно большая часть резервов по страхованию иному, чем страхование жизни, приходится на краткосрочные инструменты, доходность по которым минимальна или отсутствует (в том числе дебиторская задолженность, денежные средства – рис. П-98, П-99).

СТРУКТУРА АКТИВОВ, В КОТОРЫЕ  
ИНВЕСТИРОВАНЫ РЕЗЕРВЫ ПО СТРАХОВАНИЮ  
ЖИЗНИ (%)

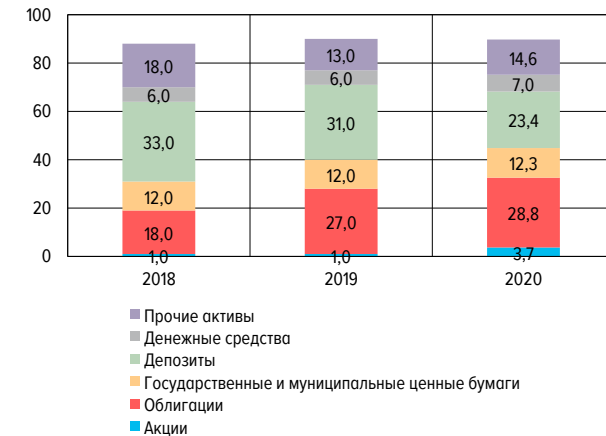
Рис. П-98



Источник: Банк России.

СТРУКТУРА АКТИВОВ, В КОТОРЫЕ  
ИНВЕСТИРОВАНЫ РЕЗЕРВЫ ПО СТРАХОВАНИЮ  
ИНОМУ, ЧЕМ СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ (%)

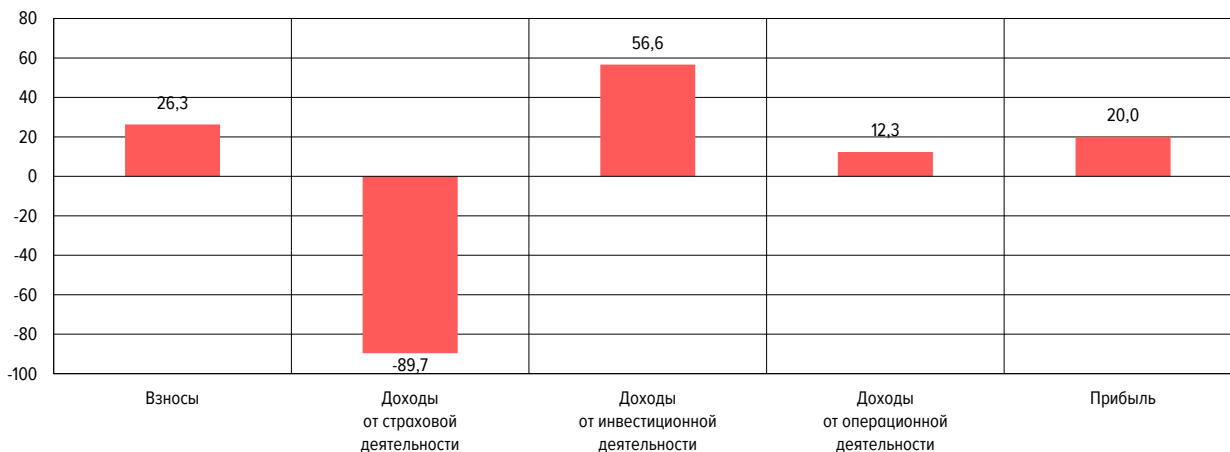
Рис. П-99



Источник: Банк России.

ДОЛЯ СТРАХОВЩИКОВ ЖИЗНИ В СОВОКУПНОЙ ПРИБЫЛИ И ВЗНОСАХ СТРАХОВОГО РЫНКА, 2020 (%)

Рис. П-100



Источник: Банк России.

Во-вторых, существенное влияние оказывают особенности учета результатов от страховой и инвестиционной деятельности страховщиками жизни. Так, по мере приближения к сроку выплаты по риску дожития растет математический резерв (на ставку дисконтирования), что генерирует расход по страховой деятельности. Вместе с тем процентный доход, который получен по инвестированным резервам, отражается в доходах от инвестиционной деятельности. При этом выплаты по таким договорам осуществляются за счет резервов: идет параллельный процесс увеличения выплат и снижения резервов, что нивелирует влияние таких операций на результат от страховой деятельности по страхованию жизни. Таким образом, снижение результатов от страховой деятельности российских страховщиков жизни по итогам 2020 года объясняется в том числе завершением и приближением к завершению части 3–5-летних договоров ИСЖ, массово заключавшихся в предыдущие периоды. Одновременно инвестиционные доходы по этим договорам учитываются в инвестиционной прибыли страховщиков жизни.

Кроме того, за счет наличия у страховщиков жизни договоров, номинированных в иностранной валюте, при росте доходов от инвестиционной деятельности страховщиков жизни (за счет валютной переоценки активов, приобретаемых страховщиками в том числе для хеджирования валютных обязательств) происходит снижение доходов от страховой деятельности

(за счет переоценки валютных обязательств). Также в связи с ростом инвестиционного дохода по договорам ИСЖ и НСЖ растут резерв бонусов и резерв опций и гарантий, что увеличивает расход по страховой деятельности страховщиков.

Таким образом, в связи с взаимным и зачастую разнонаправленным влиянием инвестиционных и страховых доходов страховщиков жизни целесообразно рассматривать динамику их движения в совокупности с учетом этих особенностей.

Влияние на прибыль страховщиков жизни в 2021 году может оказать введение минимальных условий осуществления страховщиками ИСЖ и НСЖ<sup>5</sup>, в том числе усиление рискованной составляющей, начало действия страховой защиты с момента уплаты первого взноса, защита капитала, вмененная доходность и пр. В случае снижения заинтересованности страховщиков в реализации продуктов по новым условиям вероятно сокращение результатов от операций по страхованию жизни, что приведет к сокращению величины итогового финансового результата страховщиков.

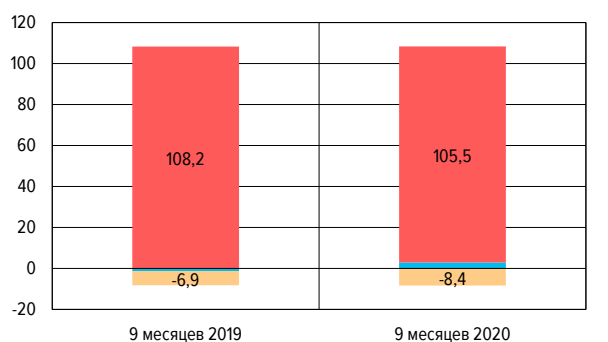
### Динамика структуры прибыли НПФ

По итогам 9 месяцев 2020 года прибыль российских НПФ сократилась вслед за уменьшением доходов от инвестиционной деятельности, которые составляют основной объем финансового результата негосударственных пенсионных фондов. Снижение доходов от инвестиционной деятельности произошло, в первую очередь, в связи с появлением расходов по операциям с финансовыми инструментами, оцениваемыми по справедливой стоимости, изменения которой отражаются в составе прибыли или убытка. Появление убытков по этой статье было вызвано волатильностью фондовых рынков.

Вместе с тем в условиях пандемии коронавирусной инфекции и резкого снижения цен на нефть Банк России предоставил НПФ<sup>6</sup> временную возможность до 1 января 2021 года отражать в бухучете долевыми и долговыми ценные бумаги, приобретенные до 1 марта 2020 года, по стоимости на 1 марта 2020 года. Долговые ценные бумаги, купленные с 1 марта по 30 сентября 2020 года, можно было отражать по справедливой стоимости, сложившейся на день их приобретения, то есть фонды могли исключить отрицательную рыночную переоценку ценных бумаг из-за падения котировок. Такое решение было призвано ограничить риски сроч-

ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ПРИБЫЛИ НПФ (%)

Рис. П-101

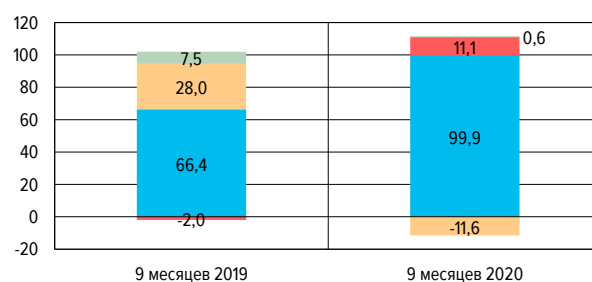


- Доходы (расходы) от прочей операционной деятельности
- Доходы (расходы) от инвестиционной деятельности
- Доходы (расходы) по деятельности в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию, деятельности по негосударственному пенсионному обеспечению

Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ДОХОДОВ ЗА ВЫЧЕТОМ РАСХОДОВ НПФ (%)

Рис. П-102



- Прочие
- Доходы за вычетом расходов (расходы за вычетом доходов) по операциям с финансовыми инструментами, оцениваемыми по справедливой стоимости, изменения которой отражаются в составе прибыли или убытка
- Доходы за вычетом расходов (расходы за вычетом доходов) по операциям с иностранной валютой
- Процентные доходы

Источник: Банк России.

<sup>5</sup> Проект указания Банка России О внесении изменений в указание Банка России от 11 января 2019 года № 5055-У «О минимальных (стандартных) требованиях к условиям и порядку осуществления добровольного страхования жизни с условием периодических страховых выплат (ренды, аннуитетов) и (или) с участием страхователя в инвестиционном доходе страховщика».

<sup>6</sup> Банк России принял решение по регуляторным послаблениям и макропруденциальным мерам.

ных продаж активов по сниженным ценам. По данным на конец сентября 2020 года, отдельные НПФ воспользовались предоставленной Банком России возможностью. Это позволило фондам уменьшить влияние снижения стоимости актива на финансовый результат в период повышенной рыночной волатильности. Вместе с тем объем активов, которые не переоценивались по справедливой стоимости, незначителен.

Переоценка валютных активов привела к появлению доходов по операциям с иностранной валютой, которые оказали положительное влияние на прибыль НПФ (рис. П-102). При этом результаты от основной деятельности также улучшились, но по-прежнему не оказывали существенного влияния на финансовый результат НПФ (рис. П-101).

### ***Динамика структуры прибыли ПУ-НФО (без УК и регистраторов)***

По итогам 2020 года показатели прибыли и рентабельности профучастников-НФО (без УК и регистраторов) практически не изменились по сравнению с предыдущим годом. При этом в структуре доходов выросла доля выручки от основной деятельности (оказание услуг и комиссионные доходы) и снизилась доля доходов от инвестиционной деятельности. Снижение доходов от торговой и инвестиционной деятельности вызвано в первую очередь снижением процентных доходов, как и в других секторах финансового рынка.

В структуре доходов от основной деятельности значимую роль продолжают играть комиссии от брокерской деятельности, которые в 2020 году выросли как в абсолютном, так и относительном выражении благодаря массовому притоку миллионов новых инвесторов на фондовый рынок. Большая часть комиссионных доходов от брокерской деятельности была сформирована за счет сделок на фондовом рынке. Доля доходов от деятельности специализированного депозитария, а также оказания информационных и консультационных услуг снизилась.

На фоне пандемии общий объем расходов профучастников существенно не изменился, однако в структуре расходов снизилась доля процентных и выросла доля общехозяйственных расходов, а также расходов на персонал. При этом расходы на общехозяйственные цели и персонал выросли как в абсолютном выражении, так и в пересчете на одного сотрудника, а общее количество сотрудников выросло. Таким образом, в условиях пандемии данный сектор в целом поддерживал занятость, а сотрудники не столкнулись с падением доходов.

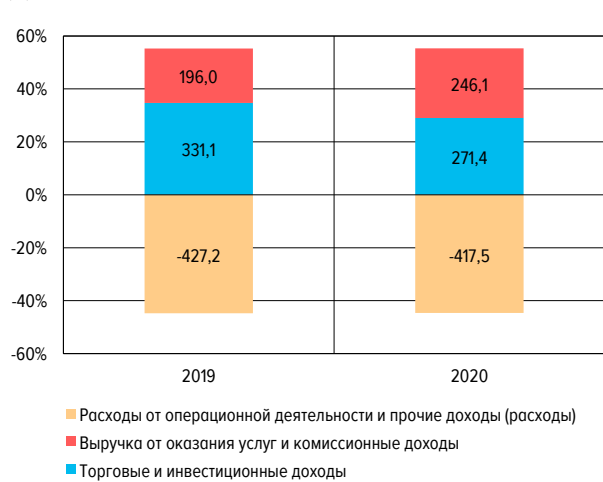
### ***Динамика структуры прибыли УК***

По итогам 2020 года показатели прибыли и рентабельности УК незначительно снизились по отношению к показателям предыдущего года. При этом показатель рентабельности (32%) остается максимальным среди остальных отраслей финансового рынка, а доля чистых доходов от операций с иностранной валютой в структуре прибыли минимальна (4%).

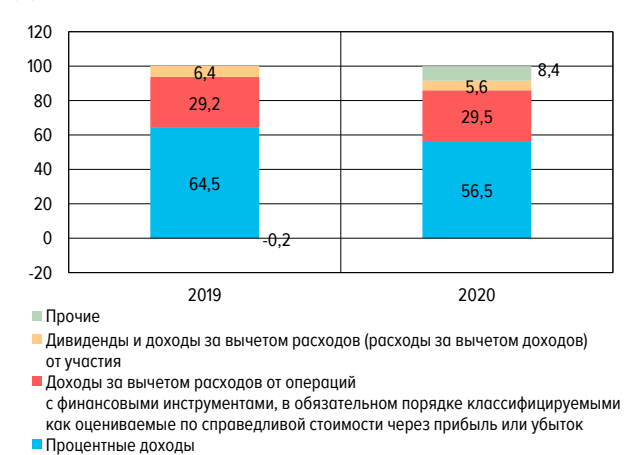
Основную часть доходов обеспечила выручка от оказания услуг и комиссионные доходы, которые выросли в 2020 году на 10% благодаря повышенному интересу розничных инвесторов к инструментам ПИФов и стандартным стратегиям доверительного управления. В структуре доходов от основной деятельности отчетливо прослеживается рост доли доходов от управления ОПИФаами (с 14 до 20%) при снижении доходов от управления ЗПИФаами, ПН НПФ и ПР НПФ. При этом косвенную поддержку сегменту ОПИФов оказывают и стандартные стратегии доверительного управления, так как ПИФы зачастую используются управляющими для оптимизации стратегии, увеличения их ликвидности и снижения минимального порога для инвестиций. Таким образом, клиенты в рамках стандартных стратегий несут неявные издержки в виде комиссий управляющей компании за управление ПИФаами и комиссии специализированного депозитария.

В целом следует отметить, что роль доходов от управления страховыми резервами, а также средствами НПФ в структуре выручки УК снижается.

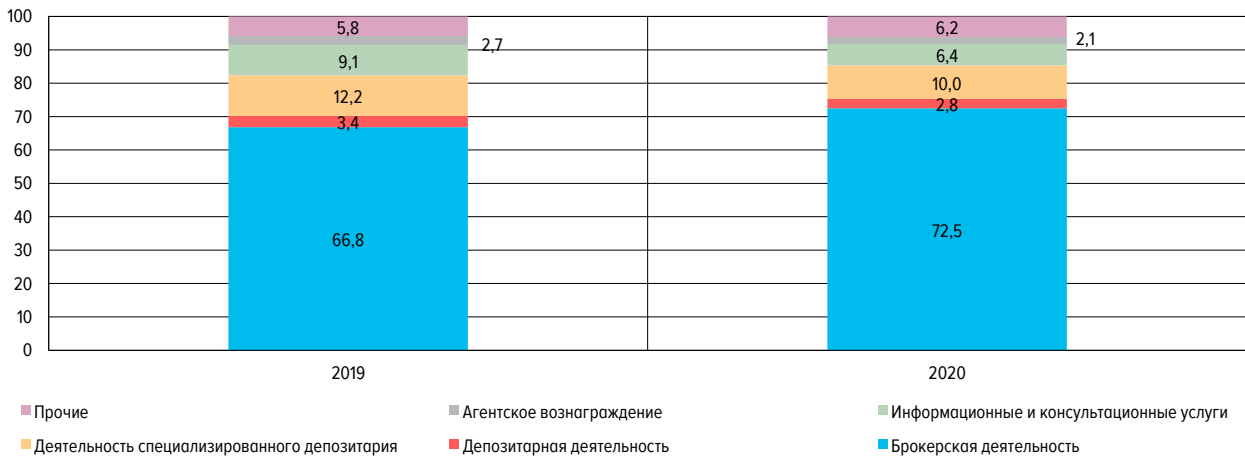


ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ПРИБЫЛИ ПУ-НФО  
(БЕЗ УК И РЕГИСТРАТОРОВ) *Рис. П-103*

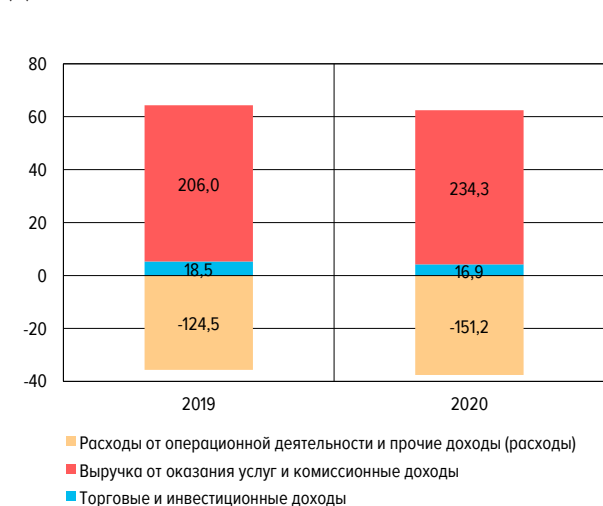
Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ТОРГОВЫХ  
И ИНВЕСТИЦИОННЫХ ДОХОДОВ ПУ-НФО (БЕЗ УК  
И РЕГИСТРАТОРОВ) *Рис. П-104*

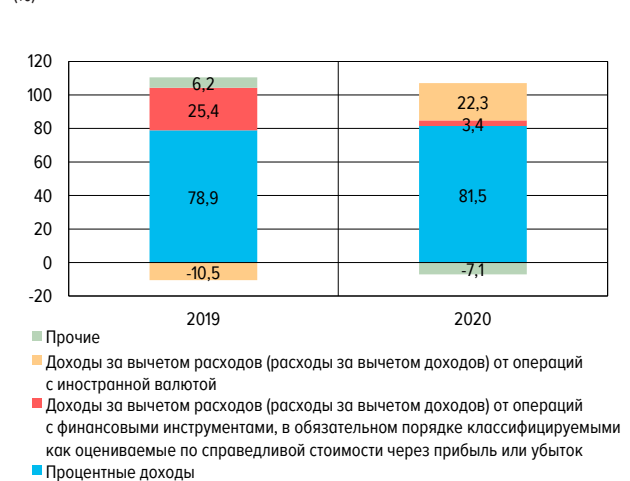
Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ДОХОДОВ ОТ ОСНОВНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПУ-НФО (БЕЗ УК И РЕГИСТРАТОРОВ) *Рис. П-105*

Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ПРИБЫЛИ УК *Рис. П-106*

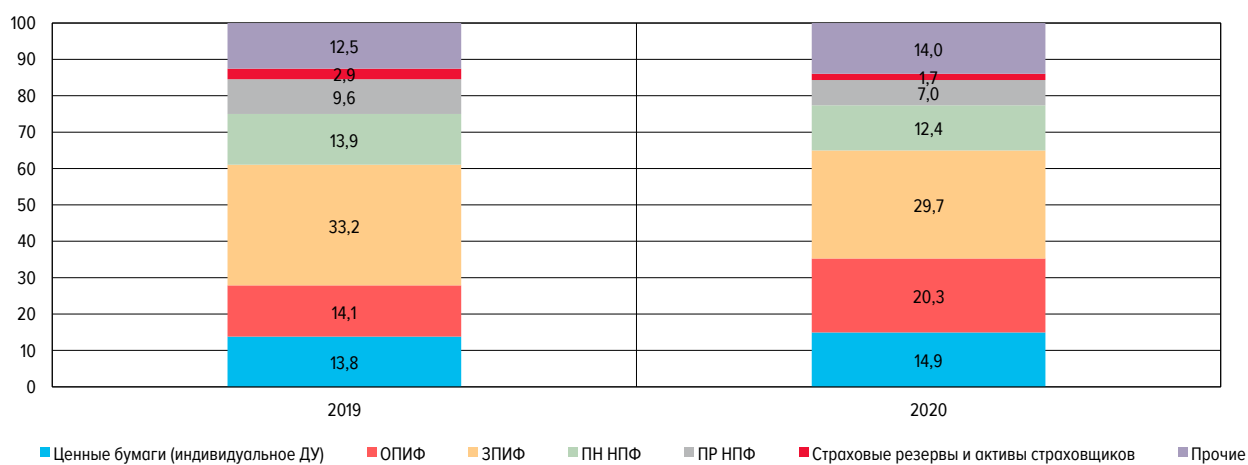
Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ТОРГОВЫХ  
И ИНВЕСТИЦИОННЫХ ДОХОДОВ УК *Рис. П-107*

Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ДОХОДОВ ОТ ОСНОВНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ УК  
(%)

Рис. П-108



Источник: Банк России.

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ И УСЛОВНЫХ ОБОЗНАЧЕНИЙ

<b>АСВ</b>	Агентство по страхованию вкладов
<b>БПИФ</b>	биржевой паевой инвестиционный фонд
<b>ВВП</b>	валовой внутренний продукт
<b>ДДУ</b>	договор участия в долевом строительстве
<b>ДИП</b>	Департамент исследований и прогнозирования Банка России
<b>ДКП</b>	денежно-кредитная политика
<b>ДУ</b>	доверительное управление
<b>ЗПИФ</b>	закрытый паевой инвестиционный фонд
<b>ИИС</b>	индивидуальный инвестиционный счет
<b>ИП</b>	индивидуальный предприниматель
<b>ИСЖ</b>	инвестиционное страхование жизни
<b>КО</b>	кредитная организация
<b>МВФ</b>	Международный валютный фонд
<b>Минфин России</b>	Министерство финансов Российской Федерации
<b>МКК</b>	микрокредитная компания
<b>МосБиржа</b>	ПАО Московская Биржа
<b>МФК</b>	микрофинансовая компания
<b>МФО</b>	микрофинансовая организация
<b>НБКИ</b>	Национальное бюро кредитных историй
<b>НДФЛ</b>	налог на доходы физических лиц
<b>НКО АО НРД</b>	Небанковская кредитная организация акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий»
<b>НПФ</b>	негосударственный пенсионный фонд
<b>НСЖ</b>	накопительное страхование жизни
<b>НФО</b>	некредитная финансовая организация
<b>ОБР</b>	облигации Банка России
<b>ОПИФ</b>	открытый паевой инвестиционный фонд
<b>ОФЗ</b>	облигации федерального займа
<b>ОФЗ-ПК</b>	облигации федеральных займов с плавающим купоном
<b>ПДН</b>	полная долговая нагрузка
<b>ПИФ</b>	паевой инвестиционный фонд
<b>ПН НПФ</b>	средства пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда
<b>ПР НПФ</b>	средства пенсионных резервов негосударственного пенсионного фонда
<b>ПУ</b>	профессиональный участник
<b>ПУ-КО</b>	профессиональный участник – кредитная организация
<b>ПУ-НФО</b>	профессиональный участник – некредитная финансовая организация
<b>ПФР</b>	Пенсионный фонд Российской Федерации

<b>Санкт-Петербургская биржа</b>	ПАО «Санкт-Петербургская биржа»
<b>СЗКО</b>	системно значимая кредитная организация
<b>СК</b>	страховая компания
<b>СФР</b>	страны с формирующимися рынками
<b>СЧА</b>	стоимость чистых активов
<b>УК</b>	управляющие компании
<b>ЧПД</b>	чистый процентный доход
<b>EURIBOR</b>	(от англ. European Interbank Offered Rate) – Европейская межбанковская ставка предложения
<b>IT</b>	(от англ. Information Technology) – информационные технологии
<b>LIBOR</b>	(от англ. London Interbank Offered Rate) – Лондонская межбанковская ставка предложения
<b>MOSPRIME</b>	(от англ. Moscow Prime Offered Rate) – независимая индикативная ставка предоставления рублевых кредитов (депозитов) на московском денежном рынке
<b>RUONIA</b>	(от англ. Ruble Overnight Index Average) – «эталонная» процентная ставка, представляющая собой взвешенную процентную ставку по необеспеченным межбанковским кредитам (депозитам) в рублях на условиях «овернайт»
<b>S/A</b>	корректировка на сезонность
<b>SONIA</b>	(от англ. Sterling Overnight Index Average) – «эталонная» процентная ставка на стерлинговом денежном рынке, представляющая собой средневзвешенную ставку по привлечению банками Великобритании займов от финансовых организаций на условиях «овернайт»
<b>SPV</b>	(от англ. special purpose vehicle) – компания специального назначения, которая создается под конкретную сделку и для решения определенных задач