

**ДЕПАРТАМЕНТ ИССЛЕДОВАНИЙ  
И ИНФОРМАЦИИ БАНКА РОССИИ**

**ОБЗОР  
ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ  
ЗА 2009 ГОД**

**FINANCIAL STABILITY REVIEW 2009**

---

**МОСКВА  
2010**

## **Содержание**

Основные итоги 2009 года .....	1
Глава 1. Общие экономические условия финансовой стабильности .....	3
Глава 2. Финансовый рынок и его восстановление.....	8
2.1. Межбанковский кредитный рынок.....	8
2.2. Валютный рынок .....	11
2.3. Рынок ценных бумаг .....	13
2.4. Рынок производных финансовых инструментов.....	21
Глава 3. Финансовое состояние и устойчивость финансовых посредников .....	26
3.1. Кредитные организации .....	26
3.2. Небанковские финансовые институты.....	38
Глава 4. Динамика показателей российских рейтингов .....	43
4.1. Сравнительная оценка суверенных рейтингов России и стран с переходной экономикой .....	43
4.2. Рейтинги региональных эмитентов .....	44
4.3. Рейтинги финансовых посредников и нефинансовых организаций .....	45

## Основные итоги 2009 года

В 2009 г. российская экономика и ее финансовый сектор преодолевали последствия глобального финансово-экономического кризиса. Постепенное улучшение внешнеэкономической конъюнктуры и эффективная реализация антикризисных мер позволили в итоге ослабить действие факторов, угрожающих финансовой и социальной стабильности российской экономики.

В начале 2009 г. основным источником угроз финансовой стабильности оставалась неблагоприятная конъюнктура мировых товарных и финансовых рынков. Вследствие снижения цен на мировом рынке энергоносителей во второй половине 2008 г. резко сократились экспортная выручка и, соответственно, предложение иностранной валюты на внутреннем финансовом рынке, что усилило давление на курс рубля. В то же время дезорганизация мирового рынка капитала обусловила масштабный отток средств портфельных инвесторов с российского рынка и затруднила привлечение новых иностранных кредитов российскими банками и нефинансовыми организациями, что привело к росту спроса на финансовые ресурсы и повышению процентных ставок по рублевым инструментам на внутреннем финансовом рынке. Состояние внешних рынков и динамика трансграничных потоков капитала продолжали оказывать значительное влияние на российскую экономику и ее финансовый сектор в течение всего года.

Банку России путем масштабных валютных интервенций и проведения политики процентных ставок удалось удержать ситуацию на внутреннем валютном рынке под контролем, смягчить девальвационное давление на национальную валюту и не допустить обвальной девальвации рубля. Это позволило ограничить убытки российских банков и других участников финансового рынка от реализации валютного риска. Основные экономические агенты по-разному реагировали на изменение ситуации на валютном рынке. Банки постепенно сбалансировали свои внешние активы и внешние обязательства, что сократило совокупный валютный риск по банковскому сектору. Небанковские организации со II квартала 2009 г. возобновили наращивание валютных обязательств перед нерезидентами, что оставалось источником системных рисков. Курсовые ожидания оказывали существенное влияние и на инвестиционные предпочтения населения, в том числе на динамику вкладов физических лиц в коммерческих банках и их валютную структуру. После завершения плавной девальвации рубля курсовые ожидания стабилизировались, что привело к сокращению по-

купки наличной иностранной валюты и способствовало перетоку части средств вкладчиков с валютных на рублевые депозиты.

В 2009 г. удалось сохранить доверие клиентов к банковскому сектору и избежать банковской паники. Вклады в банках остались надежным инструментом сбережений населения. Возобновился приток вкладов в коммерческие банки. Это стало возможным благодаря эффективному функционированию системы страхования вкладов населения, а также повышению кредитными организациями процентных ставок по вкладам. В результате прирост банковских вкладов населения оказался выше, чем в 2008 году. Большинство других финансовых посредников испытывали острейшую нехватку ресурсов, что привело к сокращению объема их операций и использованию рискованных ресурсных стратегий.

Наращивание объема банковских вкладов не сопровождалось адекватным ростом кредитования, так как в условиях экономического спада сохранялись высокие риски со стороны нефинансовых организаций и населения. Заемщики испытывали финансовые трудности, что создавало проблемы со своевременным обслуживанием кредитов. В результате возрастала просроченная задолженность по кредитам. В конце 2009 г. наметился положительный перелом в динамике просроченной задолженности по кредитам нефинансовым организациям, повысилась доступность кредитов, начал восстанавливаться ипотечный рынок. Однако в основном это коснулось небольшого числа кредитных организаций, так как сохранялось действие основных факторов, ограничивающих банковское кредитование, — отсутствие устойчивого роста реальной экономики и, соответственно, спроса на заемные средства, а также наличие достаточно высоких кредитных рисков.

Ухудшение финансового положения организаций реального сектора не только отразилось на динамике просроченной задолженности по банковским кредитам, но и привело к стремительному росту количества дефолтов по корпоративным облигациям эмитентов низкого кредитного качества во второй половине 2008 г. и в 2009 году. Усилилась дифференциация рынка корпоративных облигаций по кредитному качеству заемщиков и по отраслевой принадлежности компаний-эмитентов. К концу 2009 г. сохранялись значительные риски вложений в бумаги эмитентов «третьего» эшелона и некоторых эмитентов «второго» эшелона, хотя в целом конъюнктура рынка корпоративных облигаций постепенно улучшалась.

Рынок государственных облигаций в период общей дестабилизации финансового рынка оказался менее уязвимым к негативному влиянию внешних и внутренних шоков, продемонстрировав более быстрое восстановление по сравнению с другими сегментами российского рынка капитала. Возрождение нормально функционирующего рынка внутреннего государственного облигационного долга создало необходимые условия для его использования в финансировании дефицита федерального бюджета.

В 2009 г. ухудшилось финансовое состояние институтов финансового посредничества. Высокий удельный вес проблемных и безнадежных ссуд в совокупном объеме ссудной задолженности банковского сектора потребовал значительного роста отчислений в резервы на возможные потери по ссудам и, как следствие, обусловил сокращение финансового результата банковского сектора. Поддержанию устойчивости кредитных организаций способствовали высокая доходность банковского кредитования нефинансовых клиентов, а также полученные в период девальвации рубля значительные доходы от операций с иностранной валютой. Тем не менее в целом по банковскому сектору показатели рентабельности банковских активов и капитала снизились до минимальных за последние годы значений, возросло количество убыточных кредитных организаций. У страховых организаций также сформировалась угроза роста убыточности и неплатежей. Многие управляющие компании столкнулись с проблемой компенсации убытков от неэффективного управления пенсионными накоплениями и страховыми резервами в 2008 году. Сравнительно высокой доходности паевых инвестиционных фондов, а также сохранению положительной динамики пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов способствовала благоприятная конъюнктура российского рынка акций. Однако бурный рост капитализации этого рынка на фоне глубокого падения ВВП России может свидетельствовать о начале надувания ценового «пузыря» и формировании предпосылок к новой резкой понижающей ценовой коррекции на рынке акций. Для банковского сектора рынок акций не являлся источником системного риска в связи с низкой долей акций в его совокупных активах.

В условиях финансового кризиса экономические и социально-политические процессы достаточно адекватно отражались в рейтингах Российской Федерации и российских эмитентов. Наблюдавшиеся в начале 2009 г. снижение уровня рейтингов и ухудшение прогнозов рейтингов большинства эмитентов

к концу года сменились постепенной стабилизацией оценок международных и национальных рейтинговых агентств. Присвоенный международными агентствами уровень суверенных рейтингов Российской Федерации в течение 2009 г. оставался в инвестиционной зоне с характеристикой «средняя степень надежности». В целом уровень рейтингов Российской Федерации, субъектов федерации, муниципальных образований, финансовых и нефинансовых организаций был сопоставим с аналогичными рейтингами стран Центральной и Восточной Европы, а также партнеров по группе БРИК и превысил на несколько ступеней рейтинги стран Содружества независимых государств.

Преодолению последствий финансового кризиса, поддержанию стабильности банковского сектора и росту доверия на финансовом рынке способствовали масштабные оперативные государственные меры, в том числе повышение уровня ликвидности и капитализации банковского сектора, санация банков, испытывавших финансовые трудности, и вывод нежизнеспособных организаций с рынка банковских услуг. С целью перелома тенденции кредитного сжатия в реальном секторе экономики были использованы дополнительные возможности рефинансирования банков в Банке России и неоднократное снижение ставки рефинансирования, а также механизм государственных гарантий по банковским кредитам нефинансовым организациям. Государственная поддержка оказывалась прежде всего крупным системообразующим предприятиям и банкам. Небанковские финансовые посредники такой поддержки не получили, что стало одной из причин ухудшения ряда показателей их деятельности в 2009 году.

В конце 2009 г. при появлении признаков улучшения экономической ситуации началось сворачивание государственной антикризисной поддержки. Банк России стал постепенно сокращать использование нетрадиционных инструментов регулирования денежно-кредитной сферы, таких как кредиты без обеспечения. В целом результаты 2009 г. свидетельствуют о том, что с помощью антикризисных мер удалось обеспечивать поддержание финансовой устойчивости в российской экономике. Дальнейшие усилия, направленные на модернизацию экономики, придание ей инновационного характера, повышение качества человеческого капитала, будут способствовать поддержанию финансовой стабильности на основе возвращения российской экономики к устойчивому росту.

## Глава 1. Общие экономические условия финансовой стабильности

Мировой финансово-экономический кризис оказал негативное влияние на ситуацию в российской экономике. В начале 2009 г. внешние условия характеризовались сокращением международных финансовых потоков, включая потоки, связанные с межбанковским оборотом ресурсов, предпочтением инвесторами наиболее безопасных финансовых вложений и низкой ликвидностью в большинстве сегментов мировых финансовых рынков в сочетании со снижением цен на финансовые активы (за исключением наименее рискованных). Однако принятые во многих странах меры правительств по поддержке финансовых институтов наряду с активизацией выполнения органами денежно-кредитного регулирования функции кредитора последней инстанции способствовали постепенной стабилизации внешних финансовых условий.

Возобновившийся в конце I квартала и во II квартале 2009 г. приток краткосрочного капитала в более рискованные сегменты рынков, в том числе в страны с формирующейся рыночной экономикой, вызвал рост цен на отдельные виды активов (включая биржевые товары). На этом этапе возникла опасность перегрева тех рынков, на которых наблюдалось повышение спекулятивной активности. В перспективе риски могут быть обусловлены избыточной ликвидностью в банковских системах ряда стран (в первую очередь США) и ростом проблемных банковских активов в крупных зарубежных экономиках. Макроэкономические риски в странах — торговых партнерах России связаны с сокращением занятости и ростом бюджетных дефицитов.

В 2009 г. продолжился циклический спад в экономике многих зарубежных стран — основных торговых партнеров России. Сокращение объема производства товаров и услуг в мире в 2009 г. оценивается в 0,8-1,0%. По оценкам, сокращение по сравнению с 2008 г. объема ВВП составило в США 2,4%, в зоне евро — 4,0%, в Великобритании — 4,8%, в Японии — 5,0%. Прирост ВВП Китая в 2009 г. оценивается в 8,7% за счет увеличения внутреннего спроса. Падение ВВП в странах — основных торговых партнерах с учетом их относительной значимости для российского экспорта было более глубоким по сравнению с общемировым показателем.

Снижение экономической активности в зарубежных странах — торговых партнерах в 2009 г. сопровождалось ослаблением инфляционных процессов. Тем не менее торговые партнеры России избежали жесткого дефляционного сценария рецессии. Этому способствовали смягчение зарубежными

странами денежно-кредитной политики, использование дискреционных мер налогово-бюджетной политики и действие автоматических стабилизаторов.

В IV квартале 2008 — начале 2009 г. правительствами и центральными банками многих стран с целью преодоления наиболее острых кризисных явлений в финансовом секторе принимались неотложные меры, включая расширение гарантий по банковским вкладам, рекапитализацию банков и индивидуальную поддержку системно значимых финансовых институтов, использование дополнительных инструментов рефинансирования банков для упрощения его условий, увеличения объемов и сроков, другие меры.

Особенностью рассматриваемого периода было проведение Федеральной резервной системой США (ФРС), рядом других центральных банков денежно-кредитной политики, основанной в той или иной мере на существенном увеличении своих активов и обязательств. С марта 2009 г. ФРС приступила к проведению операций на денежном рынке, ориентиром которых стал непосредственно объем интервенций. Предусмотрена покупка ФРС в период до I квартала 2010 г. на открытом рынке государственных облигаций и ценных бумаг федеральных ипотечных агентств Fannie Mae и Freddie Mac на общую сумму свыше 1,7 трлн. долларов. Покупка ФРС ценных бумаг на открытом рынке замещала каналы предоставления ликвидности, которые были использованы в момент кульминации кризисных процессов в финансовом секторе (в IV квартале 2008 г.). Ориентир процентной ставки по кредитам на наиболее короткие сроки на межбанковском рынке (ставки по федеральным фондам) поддерживался ФРС с декабря 2008 г. в интервале от 0 до 0,25% годовых.

Средства, поступавшие в банковскую систему в ходе интервенций ФРС, аккумулировались в основном в виде остатков на резервных счетах банков в федеральных резервных банках. Размер этих остатков к началу 2009 г. составил более 800 млрд. долл. США, в конце года — более 1 трлн. долл. США. Рост избыточных резервов в банковской системе США отразил значительно возросшие в условиях финансово-экономического кризиса риски банковской деятельности. Он сдерживал свертывание кредитной экспансии и способствовал уменьшению риска дефляции.

Европейский центральный банк (ЕЦБ) снизил ставку рефинансирования в I квартале 2009 г. с 2,5 до 1,5% годовых, во II квартале — до 1% годовых. Кроме операций рефинансирования ЕЦБ в 2009 г.

проводил специальные операции по предоставлению банкам ликвидности на длительные сроки (от 3 месяцев до 1 года).

Народный банк Китая в 2009 г. поддерживал на неизменном уровне ставки-ориентиры по депозитам и кредитам в юанях (в 2008 г. они снижались). Продолжилось быстрое увеличение валютных резервов Китая, в 2009 г. они превысили 2 трлн. долл. США. Высокими темпами росли денежная масса и объемы кредитования экономики банковским сектором.

В начале 2009 г. в ведущих развитых странах проблема недостатка ликвидности (недоступность источников фондирования, прежде всего на длительные сроки) являлась одним из основных факторов ужесточения банками условий предоставления ссуд. Под воздействием принятых мер по ограничению системных последствий финансового кризиса и предоставлению ликвидности центральными банками влияние этого фактора значительно уменьшилось. Однако наряду с этим усилилось влияние на кредитную политику банков роста убытков по ссудам и стремления избегать предоставления ссуд, повышающих общий уровень кредитного риска относительно величины активов. В перспективе обремененность банков в развитых странах проблемными активами может стать одним из главных препятствий для восстановления устойчивой траектории роста мировой экономики и источником потенциальных рисков для международной финансовой системы.

Результатом принятых правительствами и центральными банками в IV квартале 2008 — начале 2009 г. мер по сглаживанию наиболее острых кризисных явлений стала постепенная стабилизация условий на финансовых рынках. Одним из признаков ослабления напряженности было уменьшение спредов между процентными ставками в межбанковском сегменте денежного рынка и доходностью краткосрочных активов с минимальным уровнем кредитного риска после их резкого увеличения в сентябре-октябре 2008 года.

В период кульминации кризиса (осень 2008 г.) активность в большинстве сегментов финансового рынка резко уменьшилась вследствие стремления инвесторов минимизировать риск. Формирование более стабильных условий способствовало постепенному возвращению краткосрочного капитала из безопасных сегментов финансового рынка в рискованные сегменты. На этот процесс повлиял сложившийся к началу 2009 г. низкий уровень процентных ставок в ведущих развитых экономиках в сочетании с низкими ценами на финансовые активы. Повышение торговой активности наблюдалось, в частности, на рынках акций и биржевых товаров.

Существуют риски перегрева тех рынков, на которых в 2009 г. концентрировался основной объем спекулятивных операций. Для стран с формирующейся рыночной экономикой источником потенциальных рисков стал возобновившийся приток краткосрочного капитала. Вместе с тем рост цен на акции и биржевые товары был в определенной степени связан и с влиянием фундаментальных экономических факторов. Так, повышение цен на акции происходило в условиях постепенного улучшения мировых экономических условий. На динамику цен на нефть на мировом рынке влияли ограниченность предложения, продолжавшийся рост потребления нефти в крупных развивающихся экономиках, возобновившееся во втором полугодии увеличение потребления в развитых странах.

В июне-июле 2009 г. действие первоначального импульса к повышению цен на акции и биржевые товары ослабло. Однако сохранению тенденции к росту цен способствовало улучшение показателей и прогнозов состояния мировой экономики. Так, со II квартала возобновился рост ВВП к предыдущему кварталу в Германии, Франции и Японии, с III квартала — в США. С марта начало увеличиваться промышленное производство в Японии, с апреля-июня — в развитых европейских странах. В США рост промышленного производства и продаж промышленной продукции наблюдался с середины года.

Рост цен на акции на мировых фондовых рынках возобновился с марта 2009 года. По итогам года прирост индекса Dow Jones для компаний промышленного сектора в США составил 21% (декабрь к декабрю 2008 г.), индекса Standard and Poor's 500-27%. Прирост фондовых индексов в ведущих европейских экономиках (DAX-30 — Германия, CAC-40 — Франция, FTSE-100 — Великобритания, FTSE MIB — Италия) составил 18-25%.

Агрегированный индекс DJ STOXX 600 для европейского фондового рынка возрос по сравнению с декабрем 2008 г. на 25%. Наибольший прирост цен отмечен в таких отраслевых сегментах, как акции компаний добывающей промышленности, банков, предприятий строительной отрасли и промышленности строительных материалов, а также компаний, предоставляющих услуги в области коммерческих и инвестиционных операций на рынке недвижимости. Повышению цен на акции в этих сегментах способствовали возобновившийся в 2009 г. рост цен на сырье, формирование более стабильных условий в финансовом секторе, а также восстановительные процессы на рынках недвижимости.

Значительно возросли фондовые индексы на рынках Азиатско-Тихоокеанского региона, в первую очередь в развивающихся странах этого региона. Индекс Nikkei 225 (Япония) повысился на 20%,

Рисунок 1.1  
Основные показатели платежного баланса  
(млрд. долл. США)



\* Оценка.

\*\* Знак "-" означает чистый вывоз капитала, знак "+" - чистый ввоз.

\*\*\* Знак "+" означает снижение, знак "-" - рост.

AORD (Австралия) — на 34%, Kospi (Республика Корея) — на 48%. Прирост индексов цен на акции китайских компаний составил более 60% как на шанхайском, так и на гонконгском рынках (соответственно, индексы Shanghai Composite и Hang Seng China Enterprises). Индекс фондового рынка Индии (BSE 30) возрос на 80%.

В странах Латинской Америки прирост индекса I.P. C. (Мексика) в 2009 г. (декабрь к декабрю 2008 г.) составил 49%, Bovespa (Бразилия) — 81%, MerVal (Аргентина) — 111%.

В течение 2009 г. возобновившийся приток краткосрочного капитала в страны с формирующейся рыночной экономикой и постепенная стабилизация условий торговли способствовали укреплению валют этих стран.

Доллар США в 2009 г. обесценился к евро на 8,5% из расчета «декабрь к декабрю 2008 г.» (однако в среднем за год его укрепление составило около 5%; среднегодовой курс — 1,39 долл. за евро). Иена при некотором укреплении к доллару обесценилась по отношению к евро. Соотношение юаня с долларом поддерживалось с середины 2008 г. на стабильном уровне (6,82-6,85 юаня за доллар).

Значительные изменения ситуации на мировых финансовых и товарных рынках оказали влияние на внешнеэкономические условия **развития России** в 2009 году. При этом риски, угрожающие финансовой стабильности страны со стороны внешнего сектора экономики, на протяжении года постепенно ослабевали.

После резкого падения цен на нефть и другие сырьевые товары российского экспорта на мировых рынках в 2008 г. ценовая конъюнктура на протяжении 2009 г. постепенно улучшалась. В декабре 2009 г. цены на нефть на мировых рынках в зависимости от сорта были в 1,8-1,9 раза выше, чем в декабре предыдущего года. По итогам 2009 г. цены на основные экспортные товары были примерно на треть ниже, чем годом ранее. Нефть со-

Рисунок 1.2  
Международные резервы  
Российской Федерации



\* 2009 г. - оценка.

рта «Юралс» подешевела на 35,4% — до 60,7 долл. США за баррель. Профицит счета текущих операций в 2009 г. сократился в 2,2 раза — до 47,5 млрд. долл. США (рис. 1.1) и оценивается в 3,8% ВВП (годом ранее — 6,2% ВВП).

Чистый вывоз частного капитала в целом за год уменьшился в 2,5 раза — до 52,4 млрд. долл. США (в 2008 г. — 132,8 млрд. долл. США).

Международные резервы Российской Федерации в 2009 г. увеличились на 12,0 млрд. долл. США и на начало 2010 г. составили 439,0 млрд. долл. США. Их объем мог обеспечить финансирование импорта товаров и услуг на протяжении 21 месяца, что многократно превышает международно признанный критерий минимальной достаточности — 3 месяца (рис. 1.2).

Курсовая политика Банка России была направлена на обеспечение стабильности финансовой системы и сглаживание влияния последствий мирового финансового кризиса на российскую экономику. Банк России, допуская значительную волатильность курса рубля, вместе с тем осуществлял необходимые интервенции на внутреннем валютном рынке для сглаживания чрезмерных курсовых колебаний. Гибкость курсовой политики обеспечивалась автоматической корректировкой границ плавающего интервала допустимых значений стоимости бивалютной корзины внутри технического коридора — в зависимости от объема осуществленных валютных интервенций.

В декабре 2009 г. по сравнению с декабрем 2008 г. номинальный эффективный курс рубля снизился на 9,2%, реальный эффективный курс рубля снизился на 3,9%.

Меры по поддержанию российского банковского сектора способствовали тому, что совокупная задолженность Российской Федерации в 2009 г. сократилась впервые с 2002 года. По сравнению с предыдущим годом она уменьшилась на 10,2 млрд. долл. США — до 469,7 млрд. долл. США (рис. 1.3).

Рисунок 1.3

**Внешний долг Российской Федерации  
(млрд. долл. США)**

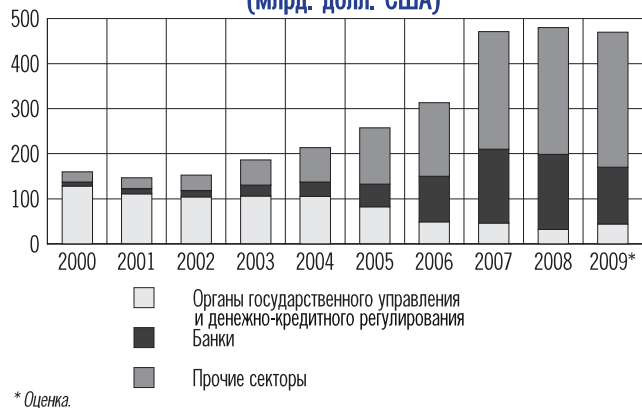
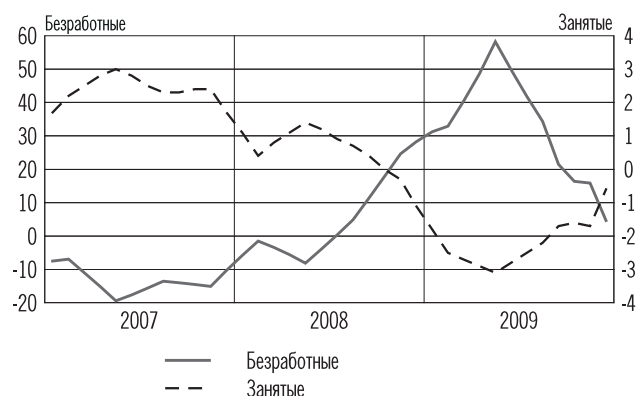


Рисунок 1.5

**Численность занятых и безработных  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года)**



Реализация антикризисных мер позволила не допустить разрастания кризиса в российской экономике. Однако в 2009 г. вследствие сжатия как внешнего, так и внутреннего спроса сократился выпуск продукции в большинстве основных видов экономической деятельности. Объем ВВП в 2009 г. уменьшился по сравнению с предыдущим годом на 7,9% (в 2008 г. — рост на 5,6%) (рис. 1.4).

В условиях экономического спада в 2009 г. значительно увеличилась численность безработных. Она возросла по сравнению с 2008 г. на 31,7% и на конец 2009 г. составила 8,2% численности экономического населения (на конец 2008 г. — 7,8%) (рис. 1.5).

Сокращение потребительского спроса, девальвация рубля оказали влияние на формирование инфляции в 2009 году. Снижение спроса было основным фактором замедления роста цен. Инфляция в 2009 г. составила 8,8% и достигла минимального значения с 1991 г., базовая инфляция была равна 8,3%, что ниже, чем в 2007 и 2008 гг. (рис. 1.6).

В 2009 г., в условиях падения спроса, ужесточения условий заимствований, финансовое состояние российских нефинансовых организаций заметно

ухудшилось. За одиннадцать месяцев 2009 г. крупными и средними организациями (без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых и бюджетных организаций) получен положительный сальдированный финансовый результат в объеме 3639,3 млрд. руб., что меньше аналогичного показателя 2008 г. на 20,8%.

В 2009 г. наблюдалось некоторое ухудшение финансовой дисциплины в расчетах. Доля неплатежей в объеме задолженности крупных и средних российских организаций по полученным кредитам банков и займам возросла с 0,4% на конец ноября 2008 г. до 0,8% на конец ноября 2009 года. Удельный вес неплатежей в кредиторской задолженности за этот период сократился на 0,5 процентного пункта и на конец ноября 2009 г. составил 7,2%.

Снижение доходов в экономике, жесткие условия кредитования отразились на сокращении инвестиционного спроса. Объем инвестиций в основной капитал снизился в 2009 г. на 17,0% (в 2008 г. отмечался рост на 9,8%).

Меры государственной поддержки способствовали повышению доходов населения. В 2009 г., также как и в 2008 г., реальные располагаемые доходы

Рисунок 1.4

**Прирост ВВП, инвестиций в основной капитал  
и реальных располагаемых денежных доходов населения  
(к предыдущему году, %)**

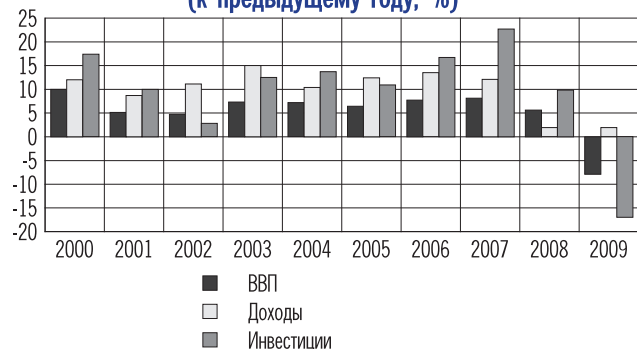


Рисунок 1.6

**Динамика инфляции на потребительском рынке и  
базовой инфляции (в % к соответствующему месяцу  
предыдущего года)**





увеличились по сравнению с предыдущим годом на 1,9%. Пенсии в 2009 г. повышались четыре раза, и их реальный размер вырос на 10,7%. В то же время в условиях неопределенности перспектив развития экономической ситуации, роста безработицы в реальном выражении расходы на покупку товаров и оплату услуг в 2009 г. сократились на 5,9%.

Улучшение в течение 2009 г. внешнеэкономической конъюнктуры и эффективная реализация антикризисных мер позволили сохранить социальную и финансовую стабильность в российской экономике. В то же время положительные тенденции пока носят неустойчивый характер. Остается низкой инве-

стиционная и потребительская активность, сохраняется высокая зависимость от конъюнктуры мировых цен на товары сырьевого экспорта. Антикризисная политика в 2009 г. в большей степени была направлена на смягчение последствий воздействия кризиса на экономику. В 2010 г. акцент государственной поддержки смещен в сторону мер, ориентированных на формирование нового промышленного потенциала, модернизацию, инновации, повышение качества человеческого капитала, что создает условия для возвращения российской экономики на траекторию устойчивого роста.

## Глава 2. Финансовый рынок и его восстановление

### 2.1. Межбанковский кредитный рынок

В первые месяцы 2009 г. ситуация на межбанковском кредитном рынке оставалась нестабильной. Возросшая в конце 2008 г. доля просроченной задолженности в общем объеме размещенных на внутреннем рынке МБК (рис. 2.1) и ухудшение качества портфеля размещенных российскими банками МБК (рис. 2.2) подорвали взаимное доверие участников рынка. В сочетании с неопределенностью курсовых ожиданий это привело к резкому росту уровня рублевых межбанковских кредитных ставок и их волатильности. Ставка MIACR по однодневным рублевым МБК 23 января 2009 г. достигла максимального значения с середины 2002 г. — 28,0% годовых. Волатильность межбанковских ставок также резко увеличилась. Отражая возросшую неуверенность участников рынка, расширились спреды между заявляемыми ставками привлечения и размещения МБК (рис. 2.3).

Эти процессы происходили на фоне углубляющегося расслоения участников рынка. Крупнейшие российские банки сохраняли возможность привлекать МБК по сравнительно низким ставкам и наращивали свою долю в общем объеме средств, привлеченных на рынке МБК, в то время как многие банки «второго» и «третьего» эшелонов не имели возможности мобилизовать средства на этом рынке или были вынуждены привлекать их по весьма высоким процентным ставкам (рис. 2.4). Снижение доступности межбанковских кредитов создавало угрозу дезорганизации российского денежного рынка в целом или отдельных его сегментов и, как следствие, дестабилизации российской банковской системы.

Однако уже к марту энергичные действия Банка России (упрощение доступа банков к операциям

рефинансирования, санация проблемных банков, соглашения о компенсации убытков по операциям на рынке МБК) на фоне некоторого улучшения внешнеэкономической конъюнктуры и наметившегося номинального укрепления рубля к основным валютам позволили преодолеть негативные тенденции на российском денежном рынке. Обстановка на рынке МБК стала постепенно стабилизироваться. Вплоть до конца 2009 г. на рынке преобладала понижительная динамика ставок. Волатильность ставок постепенно снижалась, и к концу 2009 г. основные индикаторы волатильности вернулись к уровню первой половины 2008 г. (рис. 2.3, 2.5).

В то же время относительная стабилизация ситуации на денежном рынке в течение 2009 г. не являлась механическим возвращением к докризисному состоянию рынка. Стабилизация рыночной конъюнктуры сопровождалась существенным изменением структуры требований и обязательств российских банков по МБК (по срокам, валютам и контрагентам).

На протяжении последних лет важным элементом операций российских банков на денежном рынке являются сделки с нерезидентами. На начало 2009 г. на операции с нерезидентами приходилось свыше 70% всех МБК, привлеченных и размещенных российскими банками. В условиях номинального укрепления рубля устойчивое превышение номинальных процентных ставок по рублевым инструментам над ставками мирового денежного рынка сделало российский рубль привлекательным инструментом для инвестиций в рамках операций «carry trade». Приток спекулятивного капитала в Россию способствовал формированию устойчивого превышения объема МБК, привлеченных российскими банками у банков-

Рисунок 2.1

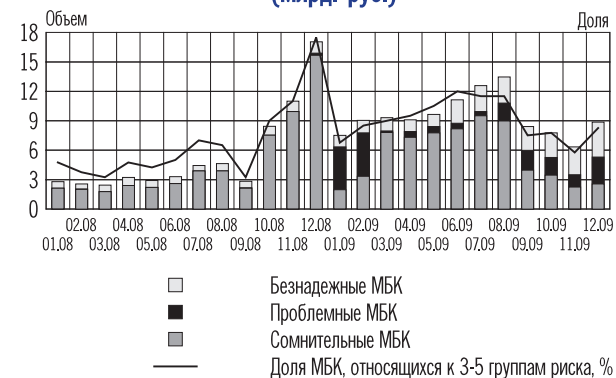
Просроченная задолженность по межбанковским операциям\*



\* На начало месяца.

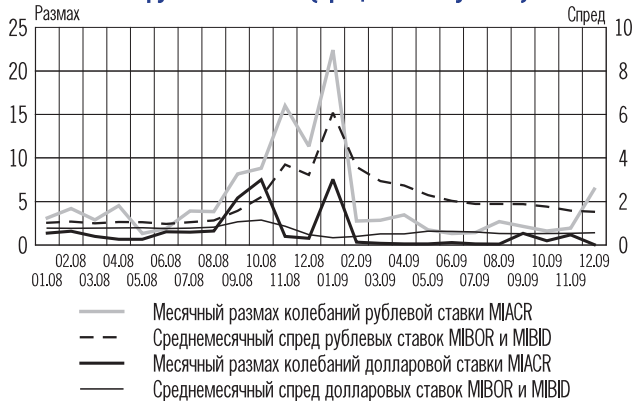
Рисунок 2.2

МБК, относящиеся к 3-5 группам риска\* (млрд. руб.)



\* На начало месяца.

**Рисунок 2.3**  
**Характеристики волатильности ставок по однодневным рублевым МБК (процентных пунктов)**



нерезидентов, над МБК, размещенными в банках-нерезидентах (рис. 2.6). Этот сформировавшийся в предкризисные годы «внешний долговой навес» российских банков являлся существенным источником системного риска для российской банковской системы, так как в случае ухудшения ситуации на мировом рынке российские банки-заемщики одновременно сталкивались с процентным риском, валютным риском и риском ликвидности. В конце 2008 г. и начале 2009 г. именно потери российских банков из-за колебаний валютных курсов и процентных ставок в условиях усложнения рефинансирования обязательств перед банками-нерезидентами являлись значимым фактором дестабилизации российского денежного рынка.

Негативный опыт конца 2008 г. и начала 2009 г. обусловил переоценку российскими банками рисков, связанных с операциями на мировом денежном рынке, и пересмотр банками политики совершения этих операций. Наряду с мерами Банка России, направленными на сдерживание притока спекулятивного капитала, это привело к устойчивому сокращению объема МБК, привлеченных рос-

**Рисунок 2.5**

**Разброс значений ставки MIACR по однодневным рублевым МБК\***

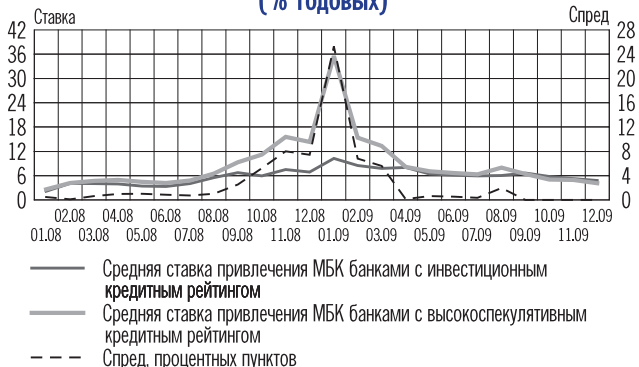


сийскими банками у банков-нерезидентов. Объем МБК, размещенных в банках-нерезидентах, в этот период, напротив, несколько возрос.

Российские банки сокращали чистые заимствования на мировом рынке на протяжении большей части 2009 г., несмотря на то, что во II квартале возобновление укрепления рубля при сохранении ставок внутреннего денежного рынка, превышающих мировые, вновь сделало привлекательными операции «carry trade» с рублевыми активами. К сентябрю 2009 г. российские банки впервые за 6 лет стали нетто-кредиторами на мировом денежном рынке.

Сокращение чистых внешних обязательств российского банковского сектора сопровождалось существенным изменением их структуры. Наиболее активно российские банки в анализируемый период сокращали объем краткосрочных заимствований на мировом рынке МБК (за 2009 г. этот показатель сократился в 2,4 раза), наращивая при этом объем размещения краткосрочных кредитов и депозитов в банках-нерезидентах. В то же время темпы сокращения долгосрочных внешних заимствований были сравнительно низкими (за 2009 г. они сократились

**Рисунок 2.4**  
**Средние ставки по однодневным рублевым МБК, привлеченным банками с разным кредитным рейтингом (% годовых)**



**Рисунок 2.6**  
**Кредитные и депозитные операции российских банков с банками-нерезидентами (млрд. долл. США)\***

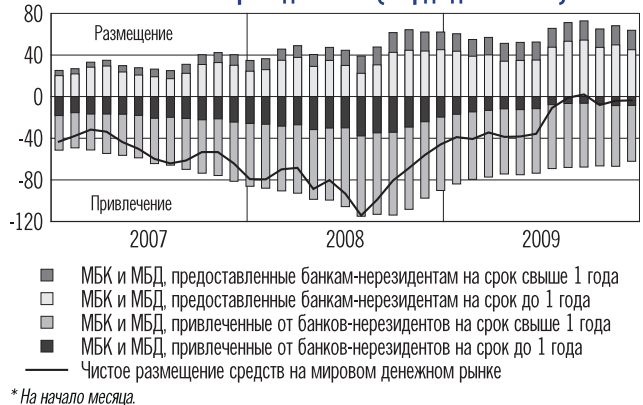
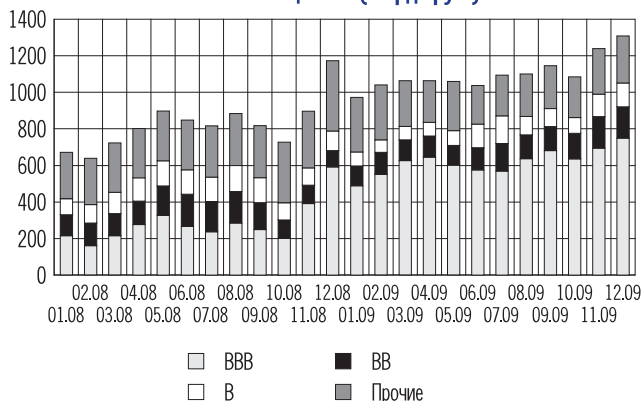


Рисунок 2.7  
Структура МБК, привлеченных на внутреннем рынке  
по заемщикам (млрд. руб.)



менее чем на 25%). В итоге в конце 2009 г. российские банки выступали как нетто-кредиторы на краткосрочном сегменте мирового рынка МБК (чистое размещение ими краткосрочных МБК составляло 1,1 трлн. руб.). На долгосрочном же сегменте рынка российские банки оставались нетто-заемщиками (их чистые заимствования составляли 1,1 трлн. руб.). Изменение срочной структуры внешних заимствований российских банков в сочетании с наметившейся в 2009 г. тенденцией к некоторому увеличению доли рублевых МБК в общем объеме кредитных обязательств перед банками-нерезидентами способствовало снижению системного риска, связанного с операциями на мировом рынке МБК.

Сокращение чистых внешних заимствований российских банков и изменение их срочной и валютной структуры наблюдалось на уровне российской банковской системы в целом. Отдельные банки в 2009 г. продолжали активно использовать внешнее фондирование, формируя за счет средств, привлеченных у банков-нерезидентов, до 40% своих пассивов. Однако среди этих банков преобладали дочерние банки нерезидентов, имеющие возможность привлекать средства у аффилированных иностранных структур. Крупные государственные и частные банки придерживались осторожной политики проведения операций на мировом рынке (чистые заимствования на внешнем рынке для подавляющего большинства этих банков не превышали 5% сальдированных пассивов, а значительная часть банков этой группы выступала на мировом рынке как нетто-кредиторы). Поэтому в 2009 г. операции российских банков-заемщиков на мировом рынке не являлись существенной угрозой для стабильности российского банковского сектора.

Ситуация на внутреннем денежном рынке в 2009 г. также претерпела существенные изменения. Переоценка кредитных рисков по операци-

ям на рынке МБК способствовала более осмотрительному подходу банков к выбору контрагентов. Среднегодовая доля обязательств банков с инвестиционным кредитным рейтингом в общем объеме МБК, привлеченных на внутреннем рынке, возросла с 35% в 2008 г. до 57% в 2009 г. (рис. 2.7).

Наиболее надежные российские банки не только наращивали свою долю в заимствованиях на внутреннем рынке МБК, но и увеличивали среднюю срочность своих заимствований. Эти банки и ранее характеризовались сравнительно длительными сроками заимствований на внутреннем рынке (в 2008 г. средняя доля кредитов на срок до 1 месяца в общем объеме МБК, привлеченных на внутреннем рынке российскими банками с инвестиционным кредитным рейтингом, составила 42% против 58-67% для остальных групп банков). В 2009 г. банки с наиболее высоким рейтингом сократили долю заимствований на срок до 1 месяца более чем вдвое (до 19%). Банки с более низким рейтингом и банки, не имеющие рейтинга, также удлиняли срочность своих заимствований, но сокращение доли МБК на наименьшие сроки у этих банков было намного слабее. Более половины их обязательств по привлеченным МБК по-прежнему приходилось на кредиты на срок до 1 месяца.

Увеличение срочности привлекаемых МБК способствовало снижению рисков ликвидности российских банков-заемщиков. Однако этот процесс сопровождался дальнейшим расслоением участников российского межбанковского кредитного рынка. Банки с низким кредитным рейтингом и не имеющие такового не только сократили свою долю в общем объеме привлеченных МБК, но были весьма ограничены в возможностях удлинения заимствований. Это снижало эффективность перераспределения рублевой ликвидности через рынок МБК и сохраняло угрозу возникновения разрывов ликвидности у банков «второго» и «третьего эшелона».

Таким образом, основные изменения на российском денежном рынке в 2009 г. были связаны с усвоением банками опыта дестабилизации рынка в конце 2008 г. и начале 2009 года. Российские банки переориентировались с более рискованных финансовых сделок (операции «carry trade», использование краткосрочных заимствований, размещение средств в банках «второго» и «третьего» эшелона) на менее прибыльные, но и менее рискованные операции. Эти обстоятельства способствуют снижению системного риска на денежном рынке, уменьшению уязвимости российских банков к шокам денежного рынка и, соответственно, ослаблению угроз для российской банковской системы и российской экономики в целом.

## 2.2. Валютный рынок

В 2009 г. ситуация на внутреннем валютном рынке оказывала значительное влияние на финансовую стабильность российского банковского сектора и экономики в целом. Курсовая динамика воздействовала на эффективность финансовых и иных сделок, а курсовые ожидания — на инвестиционные предпочтения основных экономических агентов (банков, небанковских финансовых институтов, нефинансовых организаций, населения).

Основными факторами, определявшими динамику курса рубля в 2009 г., были внешнеэкономическая конъюнктура, потоки капитала и курсовая политика Банка России. Кроме них на внутренний валютный рынок оказывало влияние состояние мирового финансового рынка.

Внешнеэкономическая конъюнктура в течение 2009 г. постепенно улучшалась. Благодаря этому с февраля по ноябрь наблюдалась тенденция к восстановлению российского экспорта. Однако в целом по итогам 2009 г. по сравнению с предыдущим годом объем экспорта товаров и сальдо торгового баланса России существенно сократились.

Трансграничные потоки частного капитала в течение 2009 г. претерпевали существенные изменения по направлению и величине. В I и III кварталах наблюдался заметный чистый отток капитала из России, во II квартале — небольшой чистый приток, в октябре-ноябре вновь отмечался нетто-приток. Чрезмерная волатильность потоков частного капитала представляет серьезную угрозу системной стабильности российской экономики. Поэтому денежные власти в зависимости от складывавшейся ситуации разрабатывали и применяли соответствующие меры по сглаживанию волатильности потоков капитала.

На противодействие оттоку капитала из России в наиболее острый период финансового кризиса (конец 2008 — начало 2009 г.) были направлены введенные Банком России временные ограничения на балансовую валютную позицию и объем иностранных активов кредитных организаций, получавших беззалоговые кредиты Банка России, а также повышение процентных ставок Банка России. Во второй половине 2009 г. актуальной стала задача дестимулирования притока спекулятивного капитала в Россию, решению которой (наряду со стимулированием кредитной активности и экономического роста) способствовало начатое в апреле 2009 г. снижение ставок Банка России, что сокращало положительный процентный дифференциал между ставками по рублевым инструментам на внутреннем финансовом рынке и ставками по инструментам в ведущих иностранных валютах на зарубежных рынках.

Другой действенной мерой может стать повышение нормативов обязательных резервов по обязательствам кредитных организаций перед нерезидентами и по валютным вкладам населения (с 1 ноября 2009 г. Банк России осуществил дифференциацию видов соответствующих обязательств, но пока сохранил единый уровень нормативов отчислений в ФОР). Кроме того, рассматриваются такие меры, как ужесточение налогового режима в отношении внешних заимствований корпоративного сектора и контроль за объемами внешних займов компаний с государственным участием в капитале. При этом восстановление ограничений на движение капитала государством не планируется.

В анализируемый период Банк России продолжал реализацию курсовой политики в рамках режима управляемого плавающего валютного курса при отсутствии ограничений на движение капитала. Эта политика предполагает сглаживание существенных колебаний курса рубля к корзине основных мировых валют (доллар США, евро), вызванных спекулятивными, а не фундаментальными факторами.

В течение 2009 г. направление и объем интервенций Банка России на внутреннем валютном рынке существенно изменялись. Максимальный месячный объем нетто-продажи иностранной валюты Банком России отмечался в январе, а наибольшие объемы нетто-покупки — в мае и октябре. В целом в 2009 г. объемы валютных интервенций существенно сократились по сравнению с рекордными показателями 2008 года.

Повышение гибкости курсообразования и сокращение интервенций Банка России на внутреннем валютном рынке в 2009 г., осуществлявшиеся в рамках создания условий для перехода к режиму инфляционного таргетирования и свободному плаванию курса рубля, были основными факторами роста курсовой волатильности рубля.

В 2009 г. важнейшим видом риска на внутреннем валютном рынке оставался курсовой риск, определяющийся волатильностью курса рубля к иностранным валютам. Волатильность курса рубля в 2009 г. существенно увеличилась по отношению как к доллару США и евро, так и к бивалютной корзине (табл. 2.1). Это свидетельствует о заметном росте курсового риска на внутреннем валютном рынке.

В 2009 г. наблюдалось существенное повышение волатильности рублевой стоимости бивалютной корзины Банка России. Среднее дневное абсолютное изменение рублевой стоимости бивалютной корзины<sup>1</sup> увеличилось с 0,15% в 2008 г. до 0,52% в 2009 г. (рис. 2.8). Увеличился также внутригодовой размах колебаний рублевой стоимости бива-

<sup>1</sup> Среднее дневное абсолютное (по модулю) изменение курса характеризует краткосрочную курсовую динамику.

Рисунок 2.8

**Краткосрочная динамика рублевой стоимости бивалютной корзины в 2009 г.\***



\* Рассчитано по официальным курсам, установленным Банком России.

Рисунок 2.9

**Краткосрочная динамика курса доллар США/рубль в 2009 г.\***



\* По биржевому курсу с расчетами «завтра».

лютной корзины<sup>2</sup> — с 5,54 руб. в 2008 г. до 6,13 руб. в 2009 году. При этом волатильность рублевой стоимости бивалютной корзины, в отличие от предшествующих лет, уже не была ниже волатильности курса рубля к каждой из входящих в ее состав иностранных валют в отдельности.

Важнейшей иностранной валютой на российском финансовом рынке в анализируемый период, как и прежде, оставался доллар США, что определялось сохранением его ведущей роли в качестве валюты внешнеторговых расчетов и при проведении операций с капиталом. Поэтому значительный рост в 2009 г. волатильности курса рубля к доллару США, которая превосходила волатильность курсов других ведущих валютных пар (евро/рубль, евро/доллар США) и рублевой стоимости бивалютной корзины, был определяющим фактором повышения уровня курсового риска на внутреннем валютном рынке в целом. Так, среднее дневное абсолютное изменение курса доллар США/рубль на ЕТС с расчетами «завтра» в 2009 г. по сравнению с 2008 г. увеличилось почти вдвое (0,67% против 0,37%) при мак-

симальном дневном значении данного показателя 4,63% (2,12% в 2008 г.) (рис. 2.9). Это сопровождалось расширением внутригодового размаха колебаний биржевого курса — с 6,08 руб. в 2008 г. до 7,69 руб. в 2009 году.

Среднее дневное изменение курса евро/рубль на ЕТС с расчетами «завтра» в 2009 г. составило 0,48% (0,34% в 2008 г.), что заметно ниже аналогичного показателя для курса доллар США/рубль (рис. 2.10). При этом внутригодовой размах колебаний рыночного курса евро/рубль уменьшился с 7,62 руб. в 2008 г. до 5,63 руб. в 2009 году.

В 2009 г. существенно, почти вдвое, сократился совокупный оборот внутреннего межбанковского кассового валютного рынка. Примерно в такой же степени сократились обороты по двум ведущим валютным парам — рубль/доллар США и евро/доллар США, еще более резким было сокращение оборотов по менее ликвидным парам. В то же время возросли обороты по валютной паре рубль/евро, которая уверенно заняла третье место в валютной структуре внутреннего межбанковского кассового валютного рынка. Отмеченные изменения в валютной структуре рынка не оказали заметного влияния на уровень риска ликвидности<sup>3</sup> по операциям рубль/доллар США и евро/доллар США — он оставался весьма низким. Риск ликвидности уменьшился по операциям рубль/евро и увеличился по сделкам с большинством остальных валютных пар, для которых этот вид риска являлся серьезной проблемой.

На биржевом валютном рынке высокой ликвидностью обладали только две валютные пары — рубль/доллар США и рубль/евро. Введенный в апреле на ЕТС инструмент евро/доллар США не вызвал заметного интереса участников рынка, а по другим валютным парам биржевые сделки в 2009 г. практически не заключались.

Таблица 2.1

**Волатильность валютных курсов в годовом выражении (%)**

Курс	2007	2008	2009
Рубля к бивалютной корзине*	1,2	5,2	12,4
Рубля к доллару США**	3,2	8,1	14,6
Рубля к евро**	2,9	8,3	10,6
Справочно			
Евро к доллару США***	6,3	14,4	12,6

\* По официальным курсам доллара США и евро к рублю, установленным Банком России.

\*\* По биржевому курсу (на ЕТС) с расчетами «завтра».

\*\*\* Межбанковский курс на мировом валютном рынке по данным Рейтер.

<sup>2</sup> Размах колебаний рыночного курса рассчитывается как разность максимального и минимального значений курса за рассматриваемый период. Внутригодовой размах колебаний курса характеризует среднесрочную волатильность курса.

<sup>3</sup> Риск ликвидности на валютном рынке связан с трудностями в поиске контрагента для оперативного совершения конверсионной сделки на приемлемых условиях.

Рисунок 2.10

### Краткосрочная динамика курса евро/рубль в 2009 г.\*



\* По биржевому курсу с расчетами "завтра".

В целом, для кассового сегмента внутреннего валютного рынка и в еще большей степени для его срочного сегмента была характерна низкая ликвидность операций с валютными парами, не относящимися к трем вышеназванным. Это представляло определенную угрозу для внутреннего валютного рынка, однако масштаб этой угрозы не был критическим с точки зрения стабильности данного рынка и выполняемых им функций. Для операций на внутреннем валютном рынке риск ликвидности по-прежнему существенно уступал по значимости курсовому риску.

В 2009 г. увеличился дисбаланс длинных и коротких открытых валютных позиций кредитных организаций. Средняя величина открытой валютной позиции по банковскому сектору в целом составила 1,7% от капитала (0,6% в 2008 г.). Согласно лимиту, установленному Банком России с целью ограничения валютного риска<sup>4</sup>, сумма всех открытых валютных позиций не должна превышать 20% от собственных средств (капитала). Поэтому, хотя отмеченная несбалансированность валютных позиций по банковскому сектору в 2009 г. свидетельствует об увеличении валютного риска, его уровень оставался в допустимых пределах.

Таким образом, в 2009 г. основной угрозой для стабильности внутреннего валютного рынка оставались внешние шоки, связанные с нестабильностью мировых товарных и финансовых рынков и волатильностью трансграничных потоков капитала. Масштаб этих шоков был значительным, но в целом не увеличился по сравнению с предыдущим годом. В этих условиях наблюдавшиеся в 2009 г. на внутреннем валютном рынке рост волатильности курсов

<sup>4</sup> Лимиты открытых валютных позиций определяются в соответствии с Инструкцией Банка России от 15.07.2005 № 124-И «Об установлении размеров (лимитов) открытых валютных позиций, методике их расчета и особенностях осуществления надзора за их соблюдением кредитными организациями».

са рубля, и, соответственно, увеличение курсового риска в основном являлись следствием мер Банка России по повышению гибкости курсообразования на этапе перехода от режима управляемого плавающего валютного курса к режиму свободного плавления курса рубля.

Последствия увеличения курсового риска для российской экономики в основном негативны. Рост курсовой волатильности увеличивает совокупный валютный риск по банковскому сектору и российской экономике в целом в условиях недостаточного развития инструментов его хеджирования, в частности рынка валютных деривативов. В то же время увеличение волатильности курса рубля дестимулирует приток спекулятивного капитала на внутренний финансовый рынок (рынок рублевых активов), что уменьшает риск его последующего резкого оттока из России. Реакция основных экономических агентов на изменение ситуации на валютном рынке в рассматриваемый период не была однозначной. Банки предпринимали действия, направленные на сбалансирование своих внешних активов и внешних обязательств, что ограничивало совокупный валютный риск по банковскому сектору. Однако небанковские компании со II квартала 2009 г. продолжили наращивать валютные обязательства перед нерезидентами, что увеличивало угрозу системной стабильности российской экономики.

## 2.3. Рынок ценных бумаг

### 2.3.1. Рынок облигаций

#### Рынок государственных ценных бумаг

Рынок облигаций федеральных займов (ОФЗ) в условиях общей дестабилизации российского финансового рынка во второй половине 2008 г. оказался менее уязвимым к негативному влиянию внешних и внутренних шоков по сравнению с другими сегментами российского рынка капитала.

В январе-апреле 2009 г. в условиях сохраняющейся нестабильности и неопределенности на российском финансовом рынке системный риск на фондовом рынке, в том числе на рынке ОФЗ, был значительным, а спрос на гособлигации — крайне низким.

Рынок ОФЗ является наиболее регулируемым сегментом российского фондового рынка и наименее привлекательным для российского и иностранного спекулятивного капитала. Стремление большинства участников рынка ОФЗ к увеличению объема вложений в эти высоконадежные активы способствовало росту ликвидности гособлигаций и снижению рискованности операций с ними в мае-декабре 2009 г. по сравнению с аналогичным периодом 2008 года. При этом улучшение ситуации на рынке внутреннегo государственного долга проходило быстрее, чем

Рисунок 2.11

Коэффициенты вариации эффективной доходности ОФЗ (%)



на рынках региональных и корпоративных облигаций.

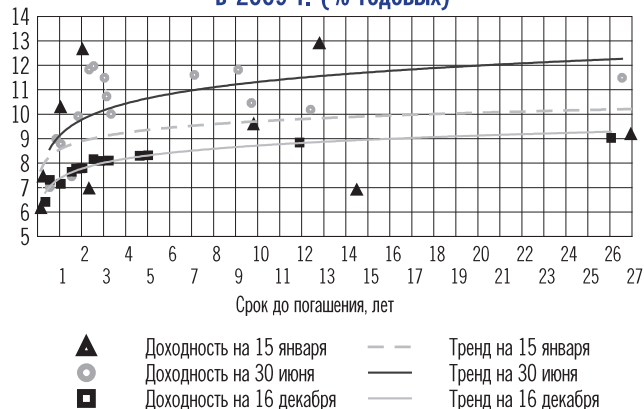
В мае-декабре 2009 г. в общем номинальном портфеле обращающихся ОФЗ наибольшими темпами увеличились доли нерезидентов — до 1,7% и дилеров-резидентов (банков и небанковских компаний) — до 45,7% по состоянию на конец 2009 года. По итогам 2009 г. они возросли в 4,5 и 3,2 раза соответственно. Доли инвесторов — российских банков-резидентов и инвесторов-небанков снизились до 0,9 и 34,3% (на 0,1 и 10,4 процентного пункта). Такое изменение структуры держателей в 2009 г. не несет угрозы оттока капитала с рынка госдолга и дестабилизации ситуации на нем.

В условиях неопределенности ценовой динамики на российском рынке ценных бумаг и курсовых ожиданий в отношении рубля, а также значительных колебаний процентных ставок денежного рынка в начале 2009 г. наблюдался рост доходности рублевых долговых инструментов, в том числе государственных ценных бумаг, при сохранении высокой волатильности их котировок. До конца марта 2009 г. доходность ОФЗ повышалась, затем до конца июня изменялась в достаточно широком горизонтальном коридоре (размах колебаний составил 2,0 процентного пункта), с июля по сентябрь горизонтальный коридор сузился до 0,6 процентного пункта. В октябре-декабре доходность ОФЗ и размах ее колебаний уменьшились.

В 2009 г. наблюдалось некоторое снижение показателей волатильности доходности ОФЗ, характеризующих уровень процентного риска на рынке государственных облигаций (рис. 2.11). Коэффициент вариации индикатора рыночного портфеля в 2009 г. снизился в 1,6 раза по сравнению с 2008 г., составив 7,24%; коэффициент вариации индикатора рыночного оборота уменьшился до 14,23% против 18,80% в 2008 году. Однако эти коэффициенты оставались значительно выше уровней 2007 г. — 0,95 и 2,05% соответственно. Размах колебаний

Рисунок 2.12

Кривая эффективной доходности ОФЗ в 2009 г. (% годовых)



доходности ОФЗ (по индикатору рыночного портфеля) в 2009 г. составил 297 базисных пунктов против 307 базисных пунктов в 2008 г., размах колебаний индикатора рыночного оборота ОФЗ сузился до 746 с 827 базисных пунктов. Среднее дневное абсолютное изменение доходности гособлигаций (индикатора рыночного оборота) в 2009 г. уменьшилось на 7,4 базисного пункта относительно 2008 г., составив 47,8 базисного пункта. Сохранение сравнительно высоких коэффициентов вариации доходности, небольшое сокращение размаха колебаний и частая смена тенденций изменения доходности ОФЗ в 2009 г. свидетельствуют о наличии значительного, хотя и несколько снизившегося по сравнению с предыдущим годом, процентного риска при проведении операций с этими инструментами.

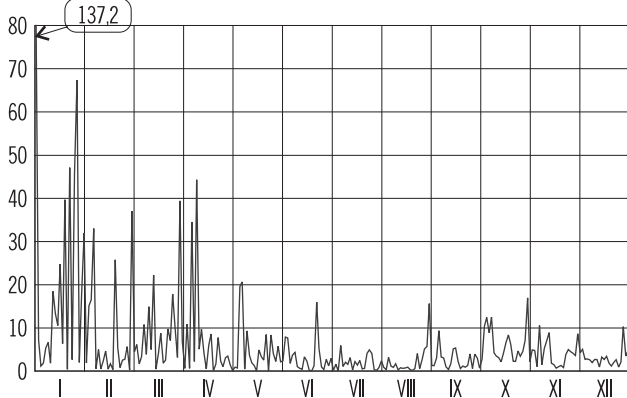
Кривая доходности ОФЗ в 2009 г. была весьма вариативной. В первой половине года сохранялся большой разброс доходности, она почти не зависела от срочности инструментов. К концу 2009 г. доходность ОФЗ снизилась и стала пропорциональной сроку до погашения (рис. 2.12). Это свидетельствует о постепенном восстановлении индикативной функции рынка гособлигаций, на котором формируется ориентир стоимости заимствований для остальных сегментов российского рынка капитала.

Показатель устойчивости рынка ОФЗ к воздействию цен отдельных сделок на рыночную цену инструментов является одним из индикаторов ликвидности рынка ОФЗ. Динамика дневного спреда (взвешенного по оборотам вторичных торгов) между максимальной и минимальной ценой сделок с гособлигациями на основной торговой сессии ММВБ указывала на относительно низкую ликвидность ОФЗ в январе-апреле и некоторое ее повышение в мае-декабре, когда наблюдалось сужение ценового спреда и уменьшение его волатильности. Средний за 2009 г. спред снизился на 5 базисных пунктов по сравнению с предыдущим годом — до 6 базисных пунктов (рис. 2.13).



Рисунок 2.13

Средневзвешенный спред между максимальной и минимальной ценой ОФЗ в 2009 г. (базисных пунктов)



Показатели торговых оборотов и оборачиваемости инструментов также применяются для оценки ликвидности рынка ОФЗ. В 2009 г. по сравнению с 2008 г. совокупный оборот вторичного рынка ОФЗ (в основном режиме торгов<sup>5</sup> и во внесистемном режиме) сократился на 25,3% — до 2,8 млрд. руб. в день по фактическим ценам. В том числе оборот в основном режиме торгов уменьшился на 8,3% — до 1,2 млрд. руб., по внесистемным (адресным) сделкам — на 40,5%, до 1,5 млрд. руб. в день. Вследствие этого в структуре торгов на вторичном рынке ОФЗ в 2009 г. продолжилось сокращение доли квазирыночных (внесистемных) сделок — до 55% (в 2008 г. — 69%), что свидетельствует о более адекватном ценообразовании на рынке гособлигаций.

Оборачиваемость ОФЗ<sup>6</sup> и волатильность коэффициента оборачиваемости ОФЗ в течение 2009 г. изменялись в широких пределах. Наименьшие месячные показатели оборачиваемости (в основном режиме торгов) наблюдались в январе-мае (4,2-8,6%), когда объем ОФЗ в обращении также сокращался. С июня по декабрь Минфин России проводил масштабные операции по размещению гособлигаций на первичном рынке и их доразмещению на вторичных торгах, что способствовало росту оборачиваемости ОФЗ в этот период до 17,7-62,4%. Средний за 2009 г. коэффициент оборачиваемости гособлигаций по фактической стоимости (в основном режиме торгов) увеличился на 2,6 процентного пункта по сравнению с 2008 г. и составил 29,2%.

Динамика индикаторов ликвидности рынка ОФЗ (торговых оборотов и оборачиваемости) в 2009 г. свидетельствует о низкой ликвидности государственных облигаций, поэтому риск ликвидности на рынке государственного внутреннего долга оставался достаточно высоким, хотя и заметно сни-

зился во втором полугодии относительно первой половины 2009 года.

Благодаря антикризисным мерам Правительства РФ и Банка России, осуществленным в 2009 г., ситуация на российском финансовом рынке, в том числе на рынке внутреннего государственного долга, улучшилась. Риск потери ликвидности инструментов и процентный риск в рассматриваемый период снизились по сравнению с 2008 г., но оставались выше уровней 2007 года. Системный риск, повысившийся в августе 2008 г. — мае 2009 г., с июня 2009 г. стал снижаться. Усвоив уроки кризиса, кредитные организации стали использовать более осторожные стратегии при формировании своих активов, отдавая предпочтение высоконадежным государственным облигациям. Увеличивавшийся спрос на ОФЗ способствовал более быстрому восстановлению рынка внутреннего государственного облигационного долга по сравнению с другими сегментами рынка долговых ценных бумаг.

Возрождение нормально функционирующего рынка внутреннего государственного облигационного долга создает необходимые условия для его использования в целях финансирования дефицита федерального бюджета, что окажет положительное влияние на финансовую стабильность российской экономики и ее финансового сектора в частности.

#### Рынок корпоративных облигаций

В 2009 г. ситуация на рынке корпоративных облигаций определялась, с одной стороны, факторами, существовавшими в докризисный период (конъюнктура мировых товарных и финансовых рынков, валютный курс, уровень ликвидности российской банковской системы, риски, связанные с ухудшением финансового состояния эмитентов). С другой стороны, на нее влияли новые угрозы, возникшие вследствие дестабилизации российского фондового рынка, и прежде всего сужение доступа компаний-эмитентов к источникам фондирования и снижение уровня доверия между участниками рынка. Вместе с тем, определенную поддержку рынку корпоративных облигаций оказали антикризисные меры Правительства России по предоставлению помощи ряду российских системообразующих предприятий и банков, а также неоднократное расширение в 2009 г. Ломбардного списка Банка России. Взаимодействие этих факторов предопределило неоднородность развития рынка корпоративных облигаций в течение 2009 года.

В январе 2009 г. на рынке корпоративных облигаций сохранялись негативные тенденции последних месяцев 2008 года. Дальнейшее ослабление курса рубля, сокращение объема ликвидных рублевых ресурсов кредитных организаций и увеличение количества дефолтов способствовали росту доход-

<sup>5</sup> Здесь и далее без технических сделок.

<sup>6</sup> Соотношение суммарного оборота и среднего объема находящихся в обращении ОФЗ по фактическим ценам за период (в годовом выражении).

Рисунок 2.14

## Количество дефолтов по корпоративным облигациям (штук)\*



\* Источник: информационное агентство "Сбондс.ру".

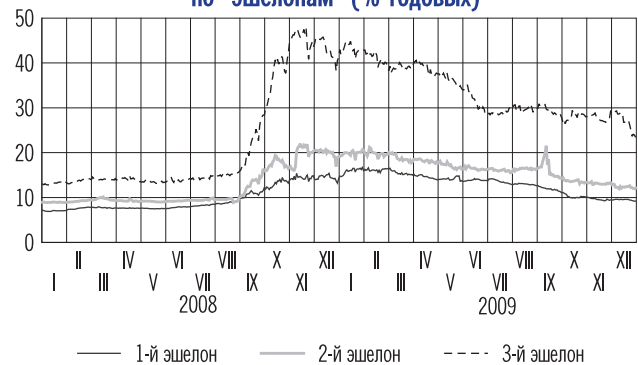
ности корпоративных облигаций (по данным информационного агентства «Сбондс.ру», доходность наиболее ликвидных корпоративных облигаций быстро повышалась, достигнув 20 января 24,8% годовых — максимума с начала расчета данного показателя в июле 2003 г.) и снижению объемов операций на первичном и вторичном рынках. В результате в начале 2009 г. основные виды рисков, характерные для рынка корпоративных облигаций — кредитный, процентный и ликвидности, сохранялись на уровне второго полугодия 2008 г., то есть были существенно выше, чем в докризисный период.

В феврале-декабре 2009 г. под влиянием стабилизации курса рубля, роста цен на нефть и неоднократного снижения процентных ставок по операциям Банка России ситуация на рынке корпоративных облигаций стала постепенно улучшаться. В этот период активность участников рынка корпоративных облигаций увеличивалась. Устойчивый спрос со стороны инвесторов на бумаги эмитентов «первого эшелона»<sup>7</sup> и некоторых эмитентов «второго эшелона» способствовал росту котировок этих инструментов на вторичном рынке и позволил таким эмитентам существенно увеличить объемы размещения корпоративных облигаций на первичном рынке. Это привело к повышению кредитного качества совокупного портфеля обращающихся корпоративных облигаций. Доходность наиболее ликвидных корпоративных облигаций стала снижаться и на конец декабря 2009 г. составила 11,43% годовых (по данным информационного агентства «Сбондс.ру»). В то же время новые выпуски корпоративных облигаций надежных эмитентов на первичном рынке

<sup>7</sup> Отнесение эмитента/выпуска корпоративных облигаций к тому или иному «эшелону» носит условный характер. Информационные агентства и кредитные организации, рассчитывающие свои облигационные индексы в разбивке по «эшелонам», используют собственные методики «эшелонирования», в основе которых лежит оценка кредитного качества эмитента, его финансовых показателей (выручки, активов, долговой нагрузки и т. д.), а также ликвидности выпуска.

Рисунок 2.15

## Доходность корпоративных и региональных облигаций по "эшелонам" (% годовых)\*



\* Источник: НБ "ТРАСТ".

размещались со значительной премией к доходности аналогичных выпусков на вторичном рынке, что несколько замедлило снижение доходности ценных бумаг по рынку в целом. Процентный риск и риск ликвидности снизились по сравнению с началом года. Кредитный риск варьировался в широких пределах в зависимости от надежности эмитентов: если по бумагам эмитентов «первого эшелона» он был умеренным, то по облигациям эмитентов «третьего эшелона» оставался критически высоким.

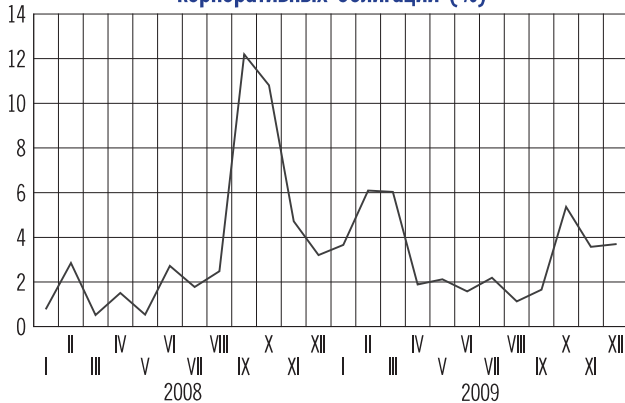
Основным источником угрозы для рынка корпоративных облигаций была недооценка участниками рынка рисков по облигациям «третьего эшелона» в предкризисный период. Реализация этой угрозы во второй половине 2008 г. и в 2009 г. привела к существенным негативным последствиям для рынка корпоративных облигаций. Ухудшение условий заимствований с середины 2008 г. способствовало стремительному росту количества дефолтов по корпоративным облигациям эмитентов низкого кредитного качества (рис. 2.14). При этом если в 2008 г. трудности с обслуживанием своих облигационных займов возникали лишь у эмитентов «третьего эшелона», то в 2009 г. дефолты по корпоративным облигациям стали объявлять и некоторые эмитенты «второго эшелона». В результате в 2009 г. количество дефолтов<sup>8</sup> по корпоративным облигациям увеличилось в 7 раз по сравнению с 2008 годом.

Массовое неисполнение обязательств по корпоративным облигациям привело к переоценке кредитных рисков отечественными и зарубежными инвесторами. В результате снизился спрос на корпоративные облигации эмитентов «второго» и «третьего эшелона» и существенно расширились их спреды доходности к облигациям «первого эшелона» (рис. 2.15). Так, по данным Национального банка «ТРАСТ», в январе 2009 г. средний спред между доходностью облигаций «первого» и «второго эшело-

<sup>8</sup> С учетом невыполнения оферт, обязательств по выплате купонов и основной суммы долга.

Рисунок 2.16

### Коэффициент вариации доходности корпоративных облигаций (%)



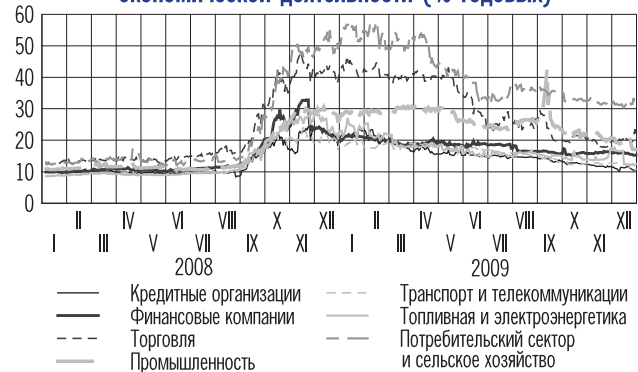
нов» составил 4,13 процентного пункта, «первого» и «третьего» — 27,52 процентного пункта. С февраля по декабрь 2009 г. в связи с увеличением в обращении доли бумаг эмитентов с высоким кредитным качеством и выходом из обращения большинства выпусков эмитентов «третьего эшелона» средние спреды между доходностью облигаций «второго» и «третьего эшелонов» к «первому эшелону» сократились до 3,30 и 19,79 процентного пункта соответственно.

Увеличение кредитного риска по облигациям эмитентов «второго» и «третьего эшелонов» способствовало росту процентного риска и риска ликвидности по инструментам данной категории. Отсутствие у таких эмитентов возможности рефинансировать в краткосрочной перспективе свои облигационные займы оказывало понижающее давление на котировки их ценных бумаг, и по мере приближения срока погашения с учетом повышения вероятности дефолта доходность корпоративных облигаций эмитентов с низким кредитным качеством резко возрастала. В начале 2009 г. для большинства облигаций спекулятивного качества была характерна убывающая кривая доходности, а для облигаций инвестиционного качества — возрастающая. По мере улучшения конъюнктуры рынка корпоративных облигаций угол наклона кривой доходности корпоративных облигаций инвестиционного и спекулятивного качества уменьшался.

Волатильность доходности наиболее ликвидных корпоративных облигаций в 2009 г. по сравнению со вторым полугодием 2008 г. уменьшилась. Средний за 2009 г. коэффициент вариации доходности таких облигаций составил 3,3% против 3,7% в 2008 г. (рис. 2.16). К концу 2009 г. в целом по рынку процентный риск, обусловленный колебаниями доходности облигаций и изменением конфигурации кривой доходности, несколько снизился по сравнению с началом года.

Рисунок 2.17

### Доходность корпоративных облигаций по видам экономической деятельности (% годовых)\*



\* Источник: НБ «ТРАСТ».

Переоценка рисков на рынке корпоративных облигаций привела к усилению расслоения рынка не только по «эшелонам», но и по отраслевой принадлежности эмитентов. Уровень доходности ценных бумаг существенно различался в зависимости от отраслевой принадлежности эмитентов (рис. 2.17). К числу наиболее пострадавших во время кризиса относятся компании легкой промышленности, торговли, металлургии, машиностроения и строительной отрасли. Снижение объемов производства и сокращение инвестиционных программ предприятий данных отраслей значительно повлияли на их финансовое состояние и возможность обслуживать свои облигационные займы. Доходность инструментов таких компаний существенно превышала средний показатель доходности по рынку корпоративных облигаций в целом.

В 2009 г. рынок корпоративных облигаций оставался важным источником привлечения финансовых ресурсов для российских компаний, несмотря на значительное сужение первичного рынка во второй половине 2008 г. и начале 2009 года. Прирост рыночного портфеля корпоративных облигаций за 2009 г. существенно превысил прирост банковского кредитования финансовых и нефинансовых организаций, составив 39,4% против 1,1% соответственно.

В апреле-декабре 2009 г. на фоне ужесточения требований банков к потенциальным заемщикам рублевых кредитных ресурсов и роста интереса инвесторов к вложениям в корпоративные облигации доходность корпоративных облигаций была ниже ставок по кредитам нефинансовым организациям сопоставимой срочности. В то же время возможностью привлечения заемных ресурсов на рынке корпоративных облигаций могли воспользоваться только наиболее надежные и крупные компании-эмитенты. Для большинства небольших предприятий, в том числе региональных, не имеющих

Рисунок 2.18



\* Рассчитывается как отношение месячного оборота вторичных торгов к объему портфеля на конец месяца (в годовом выражении).

публичной кредитной истории, выход на облигационный рынок в качестве эмитентов был затруднен. Небольшие компании испытывали трудности с осуществлением собственных облигационных займов также из-за низкой ликвидности их инструментов.

Динамика индикаторов ликвидности рынка (торговый оборот, количество заключенных сделок, коэффициент оборачиваемости, спред между заявляемыми котировками на продажу и на покупку облигаций) свидетельствует о постепенном уменьшении риска ликвидности в течение 2009 г., хотя его уровень оставался более высоким, чем в докризисный период.

Риск ликвидности существенно варьировался по выпускам различных эмитентов. Как и в предыдущие годы, наименьшим уровнем риска характеризовались ликвидные облигации крупных и надежных эмитентов. Высокий спрос на эти ценные бумаги был обусловлен возможностью их использования в качестве обеспечения в операциях рефинансирования с Банком России и в сделках междилерского РЕПО. В 2009 г. на долю облигаций 20 ведущих эмитентов приходилось около 60% суммарного торгового оборота (в 2008 г. — около 40%). Риски по облигациям эмитентов «третьего эшелона» и некоторых эмитентов «второго эшелона» оставались высокими из-за низкой ликвидности их бумаг. Большинство таких выпусков торговалось на вторичном рынке по ценам ниже номинала.

В течение 2009 г. наблюдалось постепенное увеличение объемов операций и количества заключенных сделок на вторичном рынке корпоративных облигаций на ФБ ММВБ. В целом за 2009 г. средний дневной оборот уменьшился на 5,7% по сравнению с 2008 г., а количество заключенных сделок увеличилось на 6,9%. Месячный коэффициент оборачиваемости корпоративных облигаций с февраля повышался (рис. 2.18), но годовой показатель снизился до 118,5% в 2009 г. со 172,8% в 2008 году.

Рисунок 2.19

**Динамика спреда между заявляемыми котировками на продажу и на покупку ликвидных корпоративных облигаций (%)\***



\* 20-дневная скользящая средняя.

В 2009 г. преобладала понижательная динамика дневного спреда между заявляемыми котировками на покупку и продажу (bid-ask spread) наиболее ликвидных выпусков корпоративных облигаций (рис. 2.19), что также свидетельствует о снижении риска ликвидности по таким инструментам. Лишь в конце года было отмечено увеличение соответствующего спреда по отдельным инструментам этой категории.

Таким образом, одним из наиболее значимых последствий кризиса для рынка корпоративных облигаций стало усиление в 2009 г. его расслоения по кредитному качеству заемщиков и по отраслевой принадлежности компаний. Вывод из обращения большого количества дефолтных выпусков и активное размещение надежных бумаг повысили ликвидность и кредитное качество совокупного портфеля обращающихся корпоративных облигаций, что способствовало постепенному снижению процентного, кредитного риска и риска ликвидности в целом по рынку. Однако риски вложений в инструменты эмитентов «третьего эшелона» и некоторых эмитентов «второго эшелона» оставались значительными.

В 2009 г. изменилось отношение инвесторов к уровню приемлемого риска. В начале года их «аппетит к риску» был низким, спросом пользовались в основном высоколиквидные облигации с минимальным кредитным риском. По мере снижения ставок на первичном и вторичном рынках склонность инвесторов к риску увеличивалась, и они все чаще обращали внимание на облигации эмитентов «второго эшелона».

Возможность привлекать денежные ресурсы посредством размещения новых выпусков корпоративных облигаций в 2009 г. имели только наиболее надежные и крупные заемщики. Для эмитентов «третьего эшелона» и некоторых эмитентов «второго эшелона» первичный рынок корпоративных облигаций, как и во второй половине 2008 г., оставался

закрытым. Большинство из них представляли секторы российской экономики, наиболее пострадавшие во время кризиса (машиностроение, строительство, торговля и т.д.). В результате усилилась угроза для стабильности как отдельных заемщиков «второго» и «третьего эшелонов», так и в целом отраслевых сегментов, которые эти компании представляли.

Произошедшие на рынке корпоративных облигаций во второй половине 2008 – 2009 г. качественные и количественные изменения привели к тому, что рынок корпоративных облигаций в 2009 г. выполнял свою функцию привлечения заемных средств для компаний реального сектора экономики менее эффективно по сравнению с докризисным периодом. На рынке также возрос системный риск, что усилило угрозу для финансовой стабильности российской экономики.

### 2.3.2. Рынок акций

В 2009 г. российский рынок акций постепенно восстанавливался после дестабилизации во второй половине 2008 года. Динамика его основных количественных индикаторов характеризовалась позитивными тенденциями: рост котировок акций с февраля 2009 г. и увеличение оборотов вторичных торгов до докризисного уровня в мае-декабре. Вместе с тем, несмотря на видимое улучшение, ситуация на рынке оставалась неустойчивой. Она по-прежнему определялась существовавшими и в предыдущие годы факторами уязвимости российского рынка акций, обусловленными его структурным несовершенством. Большинство участников рынка акций не учли опыт его дестабилизации в 2008 г., продолжив использовать те же рискованные стратегии, что и в докризисный период.

Восстановление котировок инструментов и объемов операций на отечественном рынке акций в 2009 г. происходило намного быстрее, чем после кризиса 1997-1998 годов. Темпы роста фондовых индексов ММВБ и РТС в 2009 г. были сопоставимы

с аналогичными показателями, характерными для ценовых бумов, наблюдавшихся с 2005 г. по первую половину 2008 г., которые привели к формированию «пузырей» цен на активы на российском рынке акций (рис. 2.20). Так, отклонения максимальных значений индексов ММВБ и РТС от их минимальных значений в 2009 г. составили 151 и 198% соответственно, заметно обогнав аналогичные показатели большинства стран с развитыми и формирующимися рынками (рис. 2.21). Столь динамичный рост котировок создавал предпосылки для надувания нового ценового «пузыря» на российском рынке акций.

Быстрый рост цен российских акций обусловил существенное увеличение рыночной капитализации. Ее прирост за февраль-декабрь 2009 г. заметно опередил ежегодные приросты капитализации рынка акций за 2001-2007 годы. Это объясняется, с одной стороны, эффектом низкой базы, связанным с резким обесценением российских акций к концу января 2009 г., с другой – притоком спекулятивного капитала, в том числе иностранного, на внутренний рынок акций начиная со II квартала 2009 года. Приток «горячих денег» на рынок акций стимулировался как недооцененностью российских инструментов, так и позитивными фундаментальными внутренними и внешними факторами (укрепление рубля, рост цен на сырье на мировом рынке, возобновление «аппетита к риску» у инвесторов в глобальном масштабе и т.д.).

Бурный рост рыночной капитализации в 2009 г. происходил на фоне падения ВВП России. В условиях доминирования на российском рынке акций спекулятивно настроенных инвесторов это также свидетельствует о надувании очередного ценового «пузыря». Следовательно, возникали и усиливались предпосылки для новой резкой понижательной ценовой коррекции. Вместе с тем процентное отношение капитализации рынка акций к ВВП по итогам 2009 г. соответствовало уровню 2003-2004 гг., ког-

Рисунок 2.20

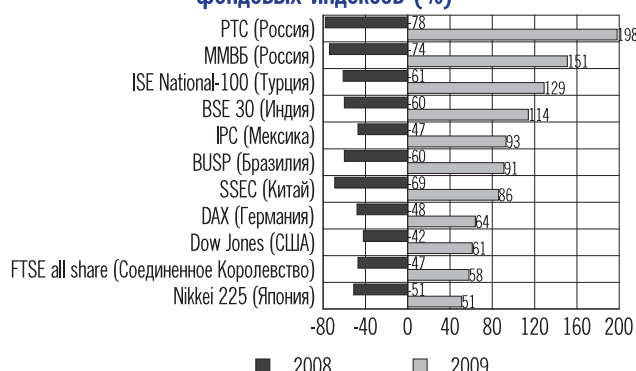
Динамика индекса РТС в периоды дестабилизации российского рынка акций (%)\*



\* За 100% приняты значения индекса РТС на дату, предшествующую началу периода понижательной ценовой коррекции на рынке акций: 22.10.97, 6.05.06, 23.07.07, 14.01.08, 19.05.08.

Рисунок 2.21

**Отклонение годовых экстремумов (минимумов от максимумов) некоторых мировых фондовых индексов (%)**



да на рынке акций отсутствовали явные признаки «перегрева», и по этому показателю отечественный рынок акций продолжал несколько отставать от некоторых других формирующихся рынков.

В 2009 г. на российском рынке акций сохранялись ярко выраженные структурные диспропорции, характерные для всего предшествующего периода его функционирования. Основным интерес инвесторов по-прежнему был сосредоточен на наиболее ликвидных акциях нескольких российских компаний-эмитентов, так называемых «голубых фишках». На долю акций десяти крупнейших эмитентов российского рынка акций приходилось свыше 60% рыночной капитализации и более 90% суммарного торгового оборота трех ведущих российских фондовых бирж (ФБ ММВБ, РТС и Санкт-Петербургская биржа), что указывает на сохранение высокой концентрации капитала в данном сегменте отечественного рынка ценных бумаг. Низкая диверсификация капитала инвесторов обусловила сохранение высоких ценовых рисков на российском рынке акций.

Отдельные отраслевые сегменты рынка акций из числа лидеров в структуре его рыночного портфеля были наиболее сильно подвержены влиянию внешних факторов. Так, инструменты крупнейших эмитентов нефтегазового сектора экономики, как и в предыдущие годы, формировали свыше 40% рыночной капитализации и более 38% суммарного торгового оборота акций на указанных площадках в 2009 году. Это предопределяло заметное влияние конъюнктуры мирового рынка энергоносителей на динамику сводных индикаторов российского рынка акций. В 2009 г. коэффициент корреляции между индексом РТС и ценой на нефть сорта Brent на Лондонской фьючерсной бирже (London's ICE Futures Europe Exchange) составлял 0,93 (в 2008 г. — 0,89) (рис. 2.22).

Российский рынок акций был по-прежнему весьма чувствителен и к колебаниям цен на фондо-

Рисунок 2.22

**Темпы изменения фондового индекса РТС, фондового индекса Dow Jones и цены на нефть на мировом рынке в 2009 г. (%)\***



\* За 100% приняты значения фондовых индексов и цены на нефть на 31.12.08.

вых рынках развитых стран. Например, коэффициент корреляции между индексом РТС и индустриальным индексом Dow Jones (Нью-Йоркской фондовой биржи) в 2009 г. составил 0,93 (в 2008 г. — 0,94).

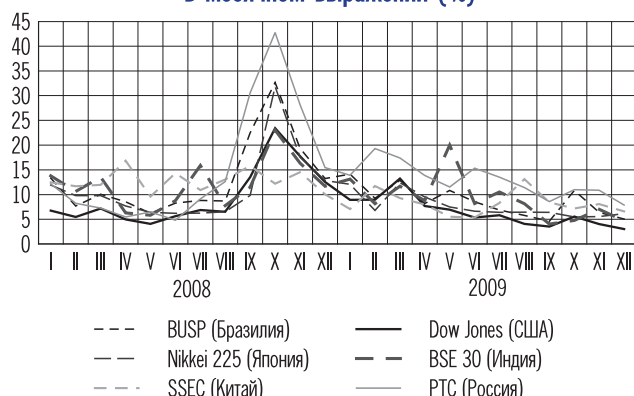
Внешние шоки оказывали существенное влияние на поведение участников российского рынка акций, среди которых преобладали спекулянты, в том числе иностранные. Сигналом для интенсивного вывода средств с российского рынка акций для них, как и в 2008 г., становились любые негативные внешние новости. В то же время из-за сокращения в сентябре 2008 — апреле 2009 г. доли операций нерезидентов в структуре вторичных торгов акциями на крупнейшей российской биржевой площадке ФБ ММВБ значимость динамики потока их капитала несколько уменьшилась.

На фоне нестабильной конъюнктуры мировых товарных и фондовых рынков и отсутствия существенного улучшения макроэкономических показателей России и других стран сохранялась неопределенность ценовых ожиданий участников российского рынка акций. В связи с этим в течение 2009 г. волатильность котировок российских бумаг, несмотря на ее существенное уменьшение по сравнению со второй половиной 2008 г., была выше, чем в докризисный период (рис. 2.23). Волатильность российских фондовых индексов ММВБ и РТС в годовом выражении составила 47 и 46% соответственно в 2009 г. против 72 и 66% — в 2008 году. Показатели волатильности индексов российских фондовых бирж, как и в предыдущем году, превышали аналогичные показатели зарубежных бирж, что свидетельствует о сохранении на российском рынке акций более высокого уровня ценового риска, чем на фондовых рынках развитых стран и большинства стран с формирующимися рынками.

В 2009 г. улучшение конъюнктуры российского рынка акций в сочетании с постепенной отменой ФСФР ограничений по маржинальным и необеспеченным сделкам, а также со снятием запрета на корот-

Рисунок 2.23

### Волатильность некоторых мировых фондовых индексов в месячном выражении (%)

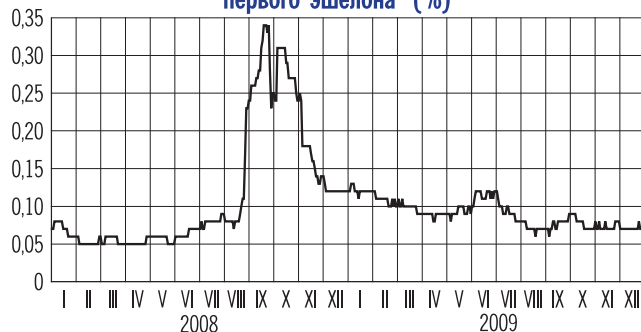


кие продажи способствовало увеличению ликвидности биржевого сегмента рынка акций. Спред между заявляемыми котировками на покупку и продажу наиболее ликвидных российских акций эмитентов «первого эшелона» (bid-ask spread), являющийся одним из показателей, характеризующих ликвидность рынка акций, постепенно сокращался (его среднее значение в 2009 г. составило 0,09% против 0,11% в 2008 г.), что свидетельствует об уменьшении риска ликвидности в анализируемый период (рис. 2.24). Оборачиваемость российского рынка акций, являющаяся еще одной характеристикой его ликвидности, в целом заметно возросла по сравнению с 2008 годом. Годовой коэффициент оборачиваемости акций (рассчитанный как отношение суммарного объема вторичных торгов акциями на ФБ ММВБ и в РТС к среднегодовой капитализации биржевого рынка акций) в анализируемый период составил 94% против 52% в 2008 г., что также указывает на ослабление риска ликвидности в 2009 году.

Наибольшие инвестиционные риски от вложений в акции по-прежнему несли российские финансовые компании и отдельные кредитные организации. С февраля 2009 г. банки стали увеличивать

Рисунок 2.24

### Динамика спреда между заявляемыми котировками на покупку и продажу акций эмитентов "первого эшелона" (%)\*



\* 20-дневная скользящая средняя.

Рисунок 2.25

### Доля вложений в акции в структуре активов российских банков (%)



\* Банки - наиболее активные операторы рынка акций.

свои вложения в российские акции, к концу года доведя их объем до докризисного уровня. В то же время в структуре активов большинства российских банков из числа крупнейших операторов рынка акций доля вложений в акции, как и в предыдущие годы, оставалась невысокой. На 1.01.10 она не превышала 5%, а в целом по банковской системе — 2% (рис. 2.25).

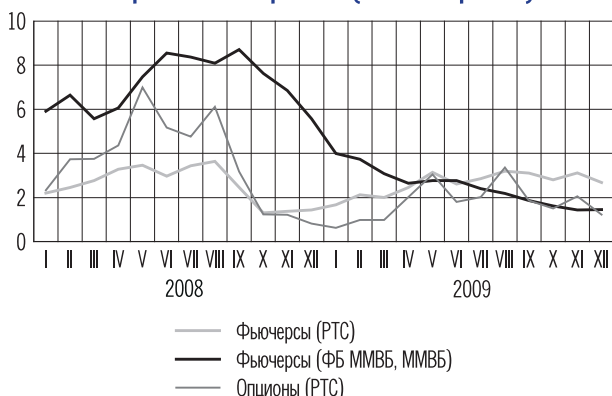
Таким образом, в 2009 г. несмотря на увеличение ликвидности российских инструментов и существенное снижение волатильности их котировок по сравнению со второй половиной 2008 г., уровень ценового риска на рынке акций оставался несколько выше докризисного. На коротком интервале (февраль-декабрь 2009 г.) наблюдались признаки формирования локального ценового «пузыря» на рынке акций, хотя на многолетнем интервале динамика рыночной капитализации свидетельствовала о сравнительной адекватности сложившегося к концу 2009 г. уровня цен акций. Следовательно, в анализируемый период отсутствовали предпосылки усиления системного риска на рынке акций. Сохранение низкой доли акций в совокупных активах российских кредитных организаций ограничивало средний уровень системного риска для российской банковской системы и российской экономики в целом со стороны рынка акций. Однако для отдельных кредитных организаций, придерживающихся агрессивной тактики на фондовом рынке, ценовые риски этого рынка могли быть значительными, неся угрозу стабильности таких финансовых институтов.

## 2.4. Рынок производных финансовых инструментов

Рынок производных финансовых инструментов тесно связан с ожиданиями участников относительно конъюнктуры финансового рынка. В мировой практике изменение ситуации на срочном сегменте рынка зачастую опережает аналогичное изменение на его текущем сегменте. На российском рын-

Рисунок 2.26

Среднемесячные открытые позиции по срочным биржевым контрактам (млн. контрактов)



ке производных финансовых инструментов первые признаки стабилизации наметились уже в декабре 2008 г., в период растущей нестабильности на рынках основных базовых активов. В течение всего 2009 г. ситуация на срочном рынке улучшалась.

Восстановление российского рынка производных финансовых инструментов в 2009 г. выразилось в динамике его объемных показателей. Обороты торгов срочными контрактами увеличивались быстрыми темпами, и в октябре был достигнут исторический максимум месячного оборота торгов российского биржевого рынка деривативов. Открытые позиции по срочным биржевым контрактам, резко сократившиеся во время кризиса 2008 г., в рассматриваемый период стабилизировались и на отдельных сегментах рынка начали увеличиваться (рис. 2.26).

Однако в 2009 г., как и в предыдущие годы, на рынке производных финансовых инструментов сохранялись диспропорции. Восстановление рынка биржевых деривативов в 2009 г. в значительной степени было обусловлено активизацией спекулятивных операций в сегменте краткосрочных фондовых деривативов (рис. 2.27). Рынок производных

Рисунок 2.27

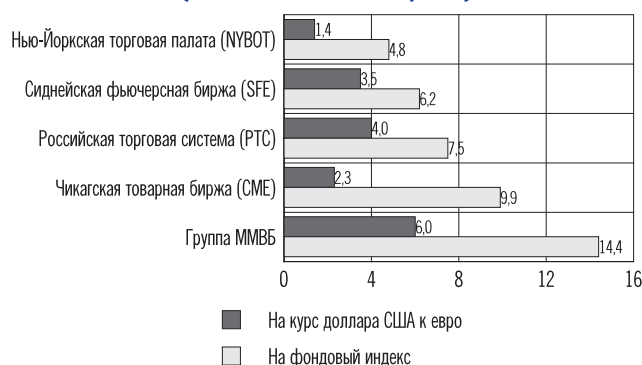
Структура российского биржевого рынка деривативов по инструментам (%)\*



\* По данным РТС, СПББ, ММВБ, ФБ ММВБ, Биржи Санкт-Петербург.

Рисунок 2.28

Начальная маржа по фьючерсным контрактам (% от стоимости контракта)



Источник: Bloomberg.

финансовых инструментов весьма ограниченно выполнял важнейшую функцию перераспределения рисков между участниками, которая способствует поддержанию стабильности финансового сектора в целом. На нем по-прежнему не до конца сформировались условия для хеджирования ценовых рисков, среди участников рынка доля хеджеров продолжала оставаться малой при доминировании спекулятивных сделок.

Одной из причин низкой активности хеджеров является то, что фьючерсы и опционы, обращающиеся на российских биржах, являются достаточно дорогостоящими и не всегда эффективными инструментами страхования ценовых рисков. Транзакционные издержки по срочным контрактам на российских биржах в 2009 г. оставались достаточно большими, хотя и снизились по сравнению с острой фазой кризиса 2008 г. (гарантийное обеспечение по фондовым контрактам устанавливалось в размере более 40% от стоимости контракта). Начальная маржа<sup>9</sup> по фьючерсным контрактам на основных российских биржах в 2009 г. оставалась одной из самых высоких среди ведущих мировых срочных бирж, торгующих данными контрактами (рис. 2.28).

Помимо этого, срочные контракты на длительные сроки, привлекательные для хеджеров, на российских биржах характеризовались низкой ликвидностью, что являлось негативным фактором для стабильности рынка.

Одним из показателей, характеризующих уровень ликвидности срочных контрактов, являются bid-ask спреды их котировок (рис 2.29). Средние спреды между заявляемыми котировками на продажу и покупку фьючерсных контрактов в 2009 г. постепенно снижались, при этом существенно различаясь по контрактам с различной срочностью и на разные

<sup>9</sup> Начальная маржа (initial margin) представляет собой возвратный взнос, который каждый участник торгов при открытии позиций по срочным контрактам обязан перечислить на счет в Клиринговой палате.



**Рисунок 2.29**  
Средний спред между заявляемыми котировками на продажу и покупку фьючерсных контрактов в РТС\* (%)

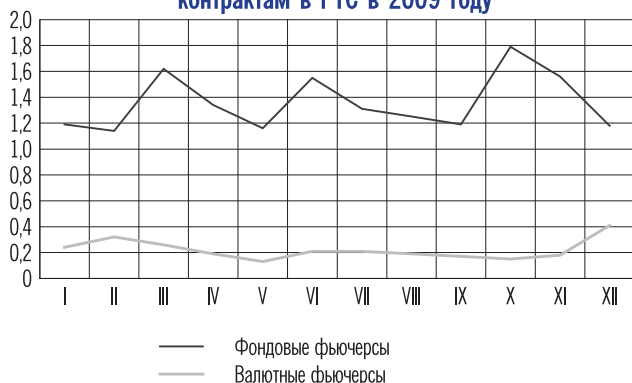


\* Фондовые - фьючерсы на индекс РТС, Валютные - фьючерсы на курс доллара США к рублю.

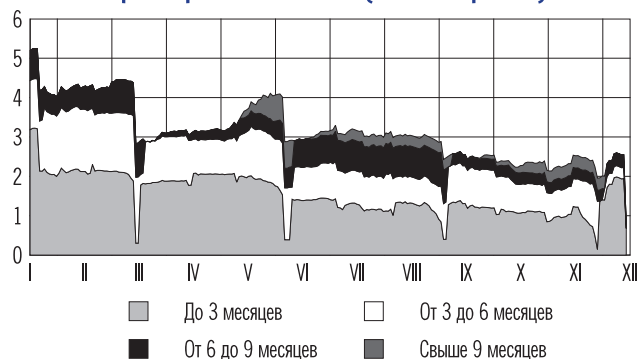
базовые активы. Средние bid-ask спреды были значительно ниже по валютным фьючерсам в сравнении с фондовыми контрактами. С увеличением срочности контрактов спреды существенно расширялись, особенно по фондовым контрактам. Они были максимальными в период повышенной волатильности котировок во втором полугодии 2008 г., затем в первой половине 2009 г. постепенно сужались. При этом если по краткосрочным валютным контрактам во втором полугодии 2009 г. спреды достигли своего докризисного значения, то по фондовым контрактам они по-прежнему его превышали.

Преобладание спекулятивных операций на российском рынке производных инструментов в 2009 г. подтверждается при анализе его основных индикаторов. Коэффициент оборачиваемости (отношение среднемесячных оборотов торгов к среднемесячным открытым позициям) наиболее ликвидных — фондовых — контрактов в анализируемый период превышал 100%, что характерно для спекулятивных операций. Данный показатель в сегменте валютных фьючерсов был значительно ниже и не превышал 50% (рис 2.30).

**Рисунок 2.30**  
Отношение среднемесячных оборотов торгов к среднемесячной открытой позиции по фьючерсным контрактам в РТС в 2009 году



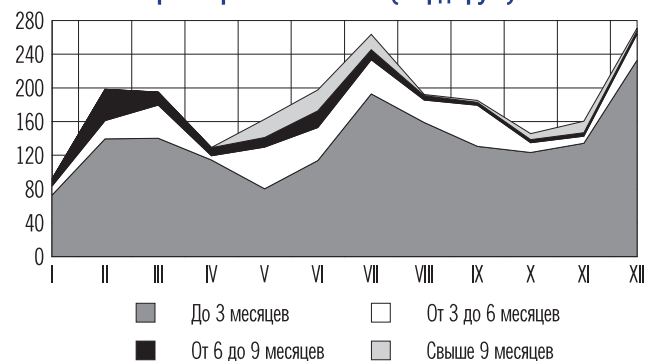
**Рисунок 2.31**  
Срочная структура открытых позиций по валютным фьючерсам\* в 2009 г. (млн. контрактов)



\* По данным РТС, ММВБ.

Еще одним фактором спекулятивной направленности большинства сделок на срочном биржевом рынке является краткосрочность операций. Анализ структуры участников российского рынка деривативов может свидетельствовать о различии в составе участников на его основных сегментах. На фондовом сегменте рынка фьючерсов доминируют краткосрочные контракты, малопривлекательные для хеджирования, но широко используемые для спекулятивных сделок. Доля операций с фондовыми контрактами на срок более 3 месяцев в оборотах торгов невелика. Это затрудняет потенциальным хеджерам поиск контрагентов, увеличивает издержки хеджирования срочными контрактами. В результате более 90% открытых позиций по фьючерсным контрактам приходится на контракты со сроком исполнения до 3 месяцев. Валютный сегмент срочного биржевого рынка более приспособлен для операций хеджеров (рис. 2.31, 2.32). В оборотах торгов рынка в 2009 г. заметную долю занимали контракты на срок свыше 3 месяцев (26%), среди них наиболее долгосрочные (на срок более 9 месяцев) занимали 4%.

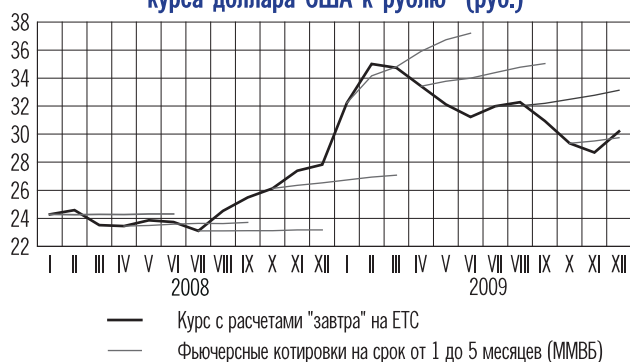
**Рисунок 2.32**  
Срочная структура оборотов торгов по валютным фьючерсам в 2009 г. (млрд. руб.)\*



\* По данным РТС, ММВБ.

Рисунок 2.33

**Фактическое и прогнозируемое значение курса доллара США к рублю\* (руб.)**



\* На 15 число каждого месяца

Таким образом, на российском срочном биржевом рынке существуют предпосылки для хеджирования ценовых рисков по валютным инструментам и отсутствуют — по фондовым инструментам.

Поскольку на российском рынке срочные контракты являются преимущественно спекулятивными инструментами, а для спекулянтов характерна подверженность паническим настроениям, рынок характеризуется высокой волатильностью котировок и крайней неопределенностью ценовых ожиданий его участников (см. врезку). Поэтому вместо того, чтобы страховать риски, рынок производных финансовых инструментов при определенных условиях может усиливать нестабильность финансового рынка в целом. Как показали события на ипотечном рынке США в 2007-2008 гг., создавая возможность страховать риски, производные финансовые инструменты могут аккумулировать и переносить во времени системные риски.

Прогностическую функцию российский рынок производных финансовых инструментов в 2009 г. также выполнял не в полной мере. Котировки фондовых фьючерсов следовали за котировками базовых активов с незначительными отклонениями, лишь котировки валютных контрактов могли рассматриваться как эффективный индикатор курсовых ожиданий. Несмотря на то, что в 2009 г. по сравнению с 2008 г. фьючерсные котировки доллара США к рублю стали более адекватными индикаторами будущей курсовой динамики курса этой валютной пары, их отклонение от фактической цены актива на дату исполнения контракта все еще было значительным (рис. 2.33).

Основной угрозой для рынка производных финансовых инструментов является его подверженность внешним шокам, а также тесная зависи-

мость от рынков базовых активов, дестабилизация которых негативно отражается на срочном рынке. Преобладание на срочном рынке спекулянтов оказывает неоднозначное влияние на его стабильность. С одной стороны, спекулятивные операции способствуют повышению ликвидности рынка производных финансовых инструментов и, соответственно, росту возможностей участников рынка для страхования ценовых рисков по базовым активам. С другой стороны операции спекулянтов дестабилизируют рынок, увеличивая ценовой риск по самим производным инструментам.

Поскольку существует возможность арбитража между срочным и текущим рынками, нестабильность одного из них может воздействовать на другой. В условиях, когда обороты торгов рынка деривативов сопоставимы, а на некоторых сегментах превышают обороты операций с базовыми активами, именно срочный рынок может выступать источником возможной угрозы стабильности на внутреннем финансовом рынке. В анализируемый период, как и ранее, это наиболее ярко проявилось на фондовом сегменте биржевого рынка деривативов.

Таким образом, рынок производных финансовых инструментов в 2009 г. слабо выполнял функцию хеджирования рисков участников финансового рынка. Более того, спекулятивные операции на срочном рынке могли ухудшить ситуацию на рынках базовых активов. Однако среди участников российского срочного рынка преобладали инвестиционные компании и другие финансовые организации, не являющиеся системообразующими (согласно официальной информации российских бирж, на конец 2009 г. доля банков в численности наиболее активных операторов срочного рынка не превышала 20%). Поэтому ухудшение ситуации на российском рынке производных финансовых инструментов не может оказать существенное дестабилизирующее воздействие на банковскую систему в целом.

Снижению правового риска по срочным инструментам на российском рынке будет способствовать принятие в ноябре 2009 г. Федерального закона N 281-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации». После его вступления в силу с января 2010 г. налогообложение доходов, полученных на фондовом рынке (в том числе на его срочном сегменте), будет производиться в порядке, аналогичном нормам и правилам, действующим в развитых странах мира.

### Оценка ценовой волатильности как индикатора стабильности российского рынка деривативов

Ценовая волатильность характеризует степень изменчивости цены относительно ее среднего значения за определенный период времени. Волатильность представляет собой меру ценового риска, сопровождающего использование финансового инструмента в течение заданного промежутка времени, и является важнейшим показателем в управлении финансовыми рисками. Показатель волатильности отражает степень устойчивости рынка – чем выше рыночная волатильность, тем менее стабилен рынок, и наоборот.

С точки зрения оценки потенциального риска и доходности инвестиций наиболее полезным является показатель подразумеваемой волатильности (implied volatility, IV), характеризующий прогнозируемое значение цены актива на определенном временном интервале. Применяемый на рынке деривативов показатель IV является компонентом цены опциона и вычисляется на основе известной формулы Блэка-Шоулза. На основании рыночных цен серии опционов на определенный базовый актив рассчитывается индекс волатильности как интегральная оценка волатильности данного актива.

На мировом финансовом рынке индексы волатильности являются достаточно новыми, но уже приобретшими большую популярность, финансовыми индикаторами. Первым таким показателем для оценки фондового сегмента рынка деривативов США стал индекс волатильности VIX, введенный в обращение на Чикагской бирже опционов (CBOE) в 1993 году. На российском рынке в декабре 2005 г. Финансовая корпорация «Открытие» начала рассчитывать индекс волатильности IVO.

В основу расчета российского индекса IVO положена методология расчета индекса VIX, адаптированная для российского рынка биржевых деривативов. Индекс IVO рассчитывается посредством среднего взвешенного подразумеваемых волатильностей опционов «колл» и «пут» на индекс РТС, обращающихся в РТС (FORTS). Алгоритм расчета российского индекса IVO был доработан с учетом недостаточной ликвидности российского рынка фондовых деривативов. При расчете индекса VIX используются реальные рыночные котировки всех опционов, при расчете индекса IVO – рыночная аппроксимация, которая довольно точно описывает справедливые цены опционов, независимо от наличия котировок в момент расчета. Индекс VIX соответствует волатильности опционов, со сроком исполнения 30 дней, тогда как индекс IVO не привязан к какому-либо определенному сроку до исполнения опционов.

Индекс волатильности представляет собой очень точную характеристику текущего уровня волатильности базового актива. Поэтому индекс IVO, рассчитываемый по ценам опционов на индекс РТС, используется и при анализе состояния спот-сегмента российского рынка акций.

Анализ исторического ряда индекса IVO свидетельствует о наличии нескольких периодов с различной динамикой данного индикатора. В период преобладающего роста котировок акций российских эмитентов (середина 2006 г. – середина 2007 г.) индекс волатильности IVO плавно снижался. Затем последовал период ценовой неопределенности на российском рынке акций и, соответственно, чередования роста и снижения индекса РТС (середина 2007 г. – середина 2008 г.), когда индекс IVO также значительно колебался.

В июне-ноябре 2008 г. углубление кризиса на мировом и российском финансовом рынках, сопровождавшееся обвальным падением котировок российских акций, привело к скачкообразному росту индекса волатильности IVO. Российский рынок акций отличается повышенной неустойчивостью, поэтому его реакция на внешние шоки гипертрофирована. Об этом свидетельствует то, что в период наивысшей волатильности мирового фондового рынка, в ноябре 2008 г., максимальное значение американского индекса VIX равнялось 80,86%, тогда как аналогичный российский индекс IVO достиг 195,44%.

Индекс волатильности IVO (%)



Источник: ФК «Открытие».

Начиная с декабря 2008 г. и до конца 2009 г. динамика индекса IVO была понижательной, отражая постепенную стабилизацию ценовых ожиданий участников российского финансового рынка. Существенно снизившись к концу 2009 г., индекс IVO пока не достиг докризисного уровня. Так, в 2009 г. его среднее значение было более чем в 2 раза выше, чем за период с июня 2006 г. по июнь 2008 г., что указывает на незавершенность процесса восстановления российского рынка акций.

Индекс волатильности интересен не только как индикатор для оценки устойчивости рынка фондовых опционов. Для участников торгов деривативами перспективными являются производные инструменты на этот индекс. В настоящее время подобные инструменты обращаются на биржах США – опционы на индекс VIX (на CBOE) и фьючерсы на этот же индекс (на Chicago Futures Exchange).

## Глава 3. Финансовое состояние и устойчивость финансовых посредников

### 3.1. Кредитные организации

В 2009 г. в условиях экономического спада российский банковский сектор сохранил финансовую устойчивость, однако многие макроэкономические параметры его деятельности существенно ухудшились. Так, темп прироста совокупных активов банковского сектора за 2009 г. составил 5,0% (39,2% за 2008 г.). Совокупный кредитный портфель уменьшился на 0,8% (за 2008 г. — рост на 39,5%), сальдированный финансовый результат — на 49,9% по сравнению с 2008 годом. В то же время на фоне сокращения ВВП относительные показатели, характеризующие банковский сектор, существенно увеличились. По предварительным данным, за 2009 г. соотношение совокупного банковского капитала и ВВП возросло с 9,1 до 11,8%, активов и ВВП — с 67,3 до 75,4%.

С начала острой фазы финансового кризиса (с середины сентября 2008 г.) и в течение всего 2009 г. Правительством Российской Федерации и Банком России разрабатывались и оперативно применялись механизмы поддержания финансовой стабильности банковского сектора (см. схему). Их действие было направлено на решение наиболее актуальных для каждой фазы кризиса задач. Меры государственной поддержки позволили избежать значительного ухудшения финансового состояния большинства банков и в то же время вывести с рынка кредитные организации, которые могли представлять угрозу как для своих кредиторов и вкладчиков, так и для стабильности банковского сектора в целом.

К наиболее оперативным относились меры по обеспечению банков дополнительной ликвидностью путем временного смягчения норм обязательного резервирования для банков<sup>1</sup>, расширения доступа кредитных организаций к инструментам рефинансирования Банка России, проведения аукционов по размещению временно свободных бюджетных средств и средств государственных корпораций на депозиты в банках, а также предоставления кредитным организациям кредитов без обеспечения Банка России<sup>2</sup>.

Принятие этих мер существенно улучшило ситуацию с ликвидностью банков. Среднее соотноше-

<sup>1</sup> Нормативы обязательных резервов в период с 1.05.09 по 1.08.09 были поэтапно повышены до 2,5% по всем категориям резервируемых обязательств, но остались на уровне ниже, чем до сентября 2008 года.

<sup>2</sup> Федеральный закон от 13.10.08 № 171-ФЗ «О внесении изменения в статью 46 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

ние наиболее ликвидных активов<sup>3</sup> с совокупными активами банковского сектора в 2009 г. увеличилось до 10,9% (7,9% в 2008 г.). Кредиты без обеспечения Банка России как инструмент повышения банковской ликвидности были наиболее востребованы с октября 2008 г. до середины февраля 2009 года. За этот период объем предоставленных кредитов увеличился с 387,7 до 1924,1 млрд. рублей. В течение последующих месяцев 2009 г. общей целью Банка России и кредитных организаций был постепенный отход от использования этого нестандартного инструмента рефинансирования и замещение его менее рисковыми и, соответственно, менее затратными источниками формирования ресурсной базы банковского сектора<sup>4</sup>. В результате к концу 2009 г. задолженность по беззалоговым кредитам снизилась до 190,4 млрд. руб. (на 31.12.09).

Для снижения угрозы вывода банковских активов за рубеж и предотвращения перевода средств, полученных в рамках государственной помощи, в иностранные активы Банк России рекомендовал банкам сохранять средний остаток иностранных активов и длинную балансовую позицию по каждой иностранной валюте, сложившиеся в период с 1.08.08 по 25.10.08, если их прирост не обусловлен соответствующим приростом иностранных пассивов<sup>5</sup>. Данные рекомендации действовали до 1.07.09, и их выполнение Банк России учитывал при установлении лимитов на участие кредитных организаций в аукционах по предоставлению кредитов без обеспечения. В результате удалось не допустить масштабного оттока капитала через банковский сектор, а также снизить спекулятивное давление на курс рубля в период повышенных девальвационных ожиданий.

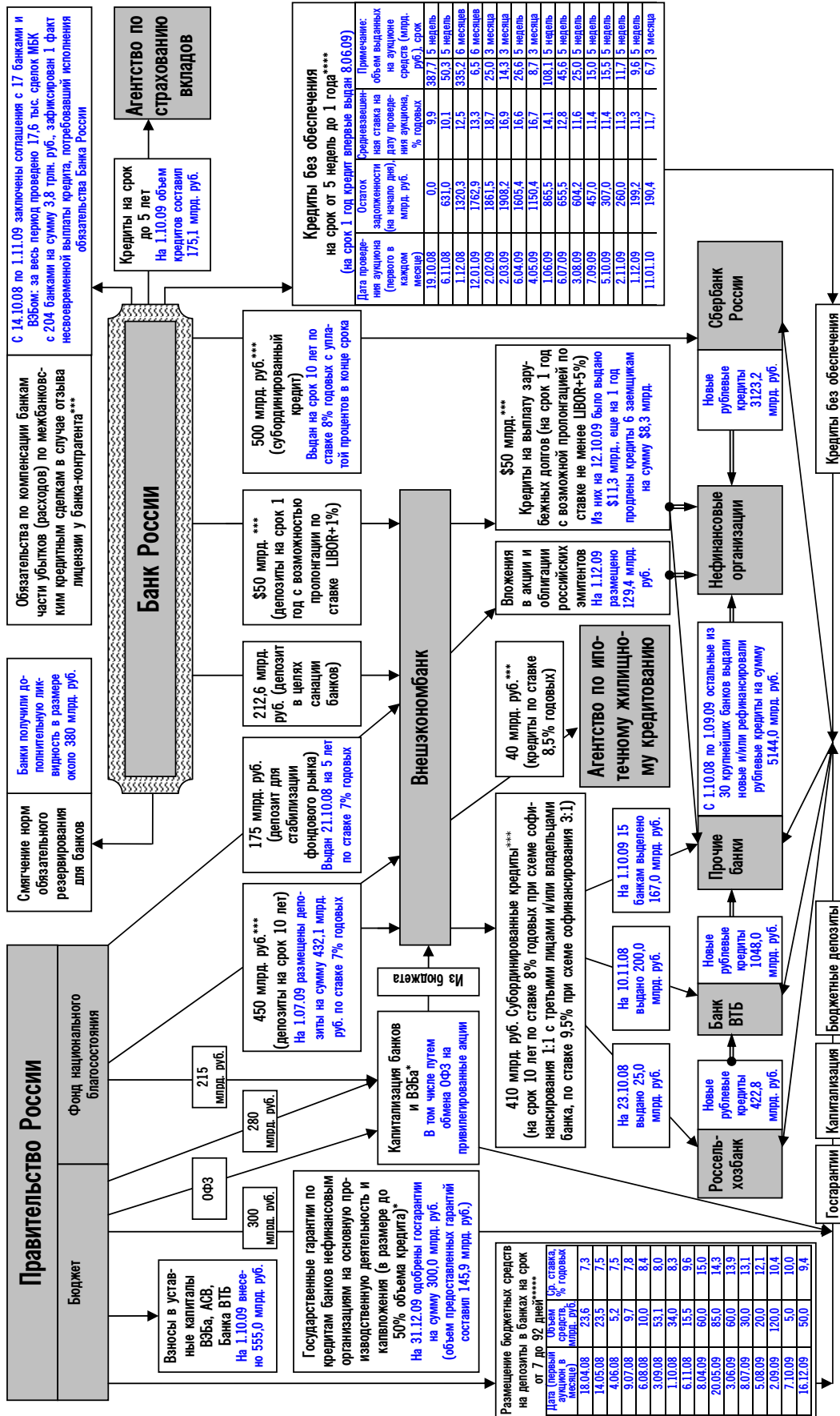
Долгосрочным целям поддержания финансовой устойчивости служили меры по наращиванию капитальной базы банковского сектора. Основным механизмом докапитализации стали десятилетние субординированные кредиты, предоставленные Банком России и государственной корпорацией

<sup>3</sup> Денежная наличность, драгоценные металлы и камни, остатки на корреспондентских счетах Нostro, остатки на корреспондентских и депозитных счетах в Банке России.

<sup>4</sup> С 1.02.10 Банк России снижает лимиты по кредитному риску и повышает минимальные уровни рейтингов кредитоспособности, присваиваемые тремя национальными рейтинговыми агентствами и необходимые для получения кредитов без обеспечения.

<sup>5</sup> Письмо Банка России от 28.10.08 № 01-13-1/5713 (с изменениями, внесенными Письмом Банка России от 27.11.08 № 01-15/6980), а также Письмо Банка России от 25.12.08 № 01-15-3/7850.

Схема. Основные каналы финансовой поддержки банковского и реального секторов экономики России в период кризиса



«Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)» (далее – Внешэкономбанк), Сбербанку России ОАО, ОАО Банк ВТБ, ОАО «Россельхозбанк» и ряду крупных частных банков на общую сумму 892,0 млрд. рублей.

Субординированные кредиты, предоставленные как государством, так и частным сектором, стали одним из важнейших источников пополнения капитальной базы банковского сектора в 2009 г., однако у различных групп банков<sup>6</sup> степень использования данного источника была различной. По экспертным оценкам, в группе банков с государственным участием в капитале рост собственного капитала за первое полугодие 2009 г. был на 80% обеспечен субординированными кредитами, и только на 20% – прибылью и формируемыми из нее фондами. У крупных частных банков на долю субординированных кредитов пришлось около 30% от суммы факторов роста капитала, а примерно 40% – на долю прибыли. Банки с иностранным участием в капитале увеличили размер собственных средств в большей степени за счет роста уставного капитала и эмиссионного дохода – 40% роста, на 30% – за счет прибыли и менее чем на 20% – за счет субординированных кредитов. Средние и малые банки Московского и других регионов финансировали рост капитальной базы преимущественно за счет прибыли (75 и 40% роста соответственно).

Ускорению капитализации банковского сектора способствовало повышение требований к минимальному размеру собственных средств банков: с 1.01.10 минимальный размер собственных средств (капитала) действующего банка должен составлять не менее 90 млн. руб.<sup>7</sup>, а с 1.01.12 – не менее 180 млн. рублей. За 2009 г. количество банков с капиталом свыше 180 млн. руб. (без учета банков, по которым осуществлялись меры по предупреждению банкротства) увеличилось на 13 и достигло 760, а их доля в общем количестве действующих кредитных организаций возросла с 67,4 до 71,8%. В целях укрепления системной стабильности банковского сектора Банк России намерен и в дальнейшем ужесточать требования к размеру капитала банков,

<sup>6</sup> В целях анализа структуры капитала российского банковского сектора в разрезе отдельных кредитных организаций применена следующая группировка банков: банки с участием государства в капитале – Сбербанк России ОАО, ОАО Банк ВТБ, ОАО «Банк ВТБ Северо-Запад», Банк ВТБ 24 (ЗАО), ОАО «Россельхозбанк», «Газпромбанк» (ОАО), крупные частные банки – банки, для которых характерен большой удельный вес операций на основных сегментах рынка банковских услуг, банки с иностранным участием в капитале – банки с долей иностранного участия в капитале более 75%, средние и малые банки Московского и других регионов – банки, зарегистрированные на территории Московского и иных регионов, но не входящие в предыдущие группы.

<sup>7</sup> Федеральный закон от 28.02.09 № 28-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О банках и банковской деятельности».

а также требования к расчету показателя достаточности капитала<sup>8</sup>.

Итогом принятых мер по дополнительной капитализации банковского сектора стало увеличение размера собственных средств (капитала) банковского сектора с октября 2008 г. по декабрь 2009 г. на 46,7% (на 21,2% за 2009 г.).

Достаточность капитала банковского сектора на 1.01.10 достигла 20,9%<sup>9</sup> (14,5% на 1.10.08; 16,8% на 1.01.09). Показатель Н1 существенно различался по отдельным группам банков: 21,0% – в среднем по банкам с совокупным капиталом свыше 180 млн. руб.; 47,5% – по банкам с капиталом от 45 до 90 млн. руб.; 44,5% – по банкам с капиталом до 45 млн. рублей. Однако более высокий уровень двух последних показателей свидетельствует скорее не о лучшем финансовом положении данных банков, а о неэффективности использования ими капитала, вероятно в силу его относительно небольшой величины. На 1.12.09 не соблюдали норматив достаточности капитала 5 банков (на 1.01.09 – 6), однако среди 20 крупнейших кредитных организаций таких не осталось (на 1.01.09 – 1). Удельный вес активов кредитных организаций, не соблюдавших норматив Н1, за январь-ноябрь 2009 г. уменьшился с 2,5 до 1,1%.

Меры по стимулированию капитализации банковского сектора способствовали быстрому росту уставного капитала банков. Темп прироста совокупного уставного капитала банковского сектора за 2009 г. (41,2%) превысил показатель 2008 г. (20,4%). В результате соотношение уставного капитала и суммарного объема собственных средств банков за январь-ноябрь 2009 г. повысилось с 24,3 до 26,9%. Роль уставного капитала как источника роста собственных средств из-за снижения роли прибыли и фондов, сформированных из нее, усилилась.

В 2009 г. Банком России была продолжена работа по реализации мероприятий по предупреждению банкротства банков в рамках Федерального закона от 27.10.08 № 175-ФЗ «О дополнительных мерах для укрепления стабильности банковской системы в период до 31 декабря 2011 года» с участи-

<sup>8</sup> С 1.06.10 при расчете норматива достаточности капитала (Н1) будет осуществляться поэтапное введение покрытия (сначала на 40%, затем на 70%, и наконец на 100%) операционного риска, под которым понимаются заключение и исполнение сделок, организационные вопросы и реализация бизнес-процессов в банке. В расчет Н1 будет вводиться 15% среднего дохода банка за последние три года.

<sup>9</sup> Минимально допустимое значение норматива Н1 согласно Инструкции Банка России от 16.01.04 № 110-И «Об обязательных нормативах банков» установлено для банков с капиталом не менее 180 млн. руб. в размере 10%, для банков с капиталом менее 180 млн. руб. – 11%.

ем государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» (далее – Агентство).

С участием Агентства в 2009 г. осуществлялись меры по предупреждению банкротства 17 банков. Из них в двух банках в 2009 г. были завершены мероприятия по передаче вкладов физических лиц и эквивалентного размера имущества в финансово-устойчивые банки, которые обеспечили обслуживание всех вкладчиков в точках присутствия проблемных банков на тех же условиях, которые действовали в проблемных банках. По завершении процедуры передачи вкладов лицензии на осуществление банковских операций у проблемных банков были отозваны.

В декабре 2009 г. Агентством в Банк России представлен первый отчет о завершении проведения мер по предупреждению банкротства одного банка. Мероприятия, предусмотренные планом, выполнены, цель финансового оздоровления банка достигнута: банк стабилизировал свою деятельность, осуществляет прибыльную деятельность, имеет устойчивую тенденцию развития.

На 1.01.10 меры по предупреждению банкротства с использованием государственных средств осуществлялись в 18 банках, из них в 14 банках – с участием Агентства и в 4 банках, в отношении которых решения о санации были приняты до вступления в силу Федерального закона от 27.10.08 № 175-ФЗ, – с участием иных инвесторов. Все указанные банки работают с клиентами в нормальном режиме, большинство банков возобновило кредитование юридических и физических лиц. Осуществляется возврат Банку России и Агентству средств, предоставленных для финансирования мероприятий по финансовому оздоровлению.

В то же время, Банк России в течение 2009 г. продолжал работу по выводу с рынка банковских услуг нежизнеспособных кредитных организаций, представлявших угрозу интересам кредиторов и вкладчиков. Так, с 1.01.09 по 1.01.10 были отозваны лицензии на осуществление банковских операций у 44 кредитных организаций.

В результате принятых мер удельный вес банков, находящихся в хорошем экономическом положении (1 и 2 квалификационные группы), в общем количестве действующих банков по сравнению с показателем на 1.01.09 увеличился на 1,5 процентного пункта и к 1.10.09 достиг 88,1%.

Помимо укрепления финансовой стабильности собственно банковского сектора осуществлялся комплекс мероприятий по обеспечению нормального функционирования организаций нефинансового сектора и сохранению уровня благосостояния населения. В основном это были меры, направленные на обеспечение нормальной работы механизма кредитования реального сектора экономики, а именно:

- предоставление государственных гарантий по кредитам,

- поручение банкам, воспользовавшимся инструментами государственной поддержки, наращивать объемы долгосрочного кредитования нефинансовых организаций в объеме не меньше объема полученной государственной помощи по ставке, равной ставке рефинансирования Банка России, увеличенной на 3 процентных пункта,

- субсидирование процентных ставок по кредитам, предоставленным нефинансовым организациям приоритетных отраслей экономики,

- предоставление организациям кредитов Внешэкономбанка на погашение их внешней кредитной задолженности.

Результатом данных мероприятий стало сохранение положительной динамики банковских кредитов нефинансовым организациям: за 2009 г. их суммарный объем увеличился на 32,1 млрд. руб., или на 0,3%. Важнейшую роль при этом сыграли крупнейшие системообразующие банки. Так, объем кредитов и прочих размещенных средств, предоставленных Сбербанком России ОАО нефинансовым организациям, за 2009 г. увеличился на 4,2% (264,3 млрд. руб.), причем объем долгосрочных кредитов вырос на 24,4%. Прочие банки, входящие в число тридцати крупнейших, увеличили объем долгосрочного кредитования на 16,3% при сокращении портфеля краткосрочных кредитов на 36,3%. Уже во II квартале 2009 г. была достигнута понижительная динамика рублевых процентных ставок по долгосрочным кредитам нефинансовым организациям. Так, средняя процентная ставка по долгосрочным кредитам в декабре составила 13,8% годовых, что на 2,6 процентного пункта ниже, чем в апреле 2009 года. Уменьшению процентных ставок способствовали понижение ставок по операциям Банка России и стабилизация ситуации на денежном рынке.

### **Факторы, влияющие на процентные ставки по банковским кредитам**

Банковские кредиты относятся к числу ключевых инструментов российского рынка капитала, и, соответственно, колебания кредитных ставок являются одним из источников процентного риска в национальной экономике. Поэтому анализ факторов, влияющих на уровень ставок по банковским кредитам и их волатильность, играет важную роль при оценке финансовой стабильности. В июле-августе 2009 г. Банк России провел обследование крупнейших российских банков – участников кредитного рынка, на которые приходится более 70% кредитного

портфеля российской банковской системы. Это позволило проанализировать влияние отдельных факторов на базовые ставки по банковским кредитам конечным заемщикам на этапе разработки процентной политики банка. По результатам обследования были рассчитаны сводные индексы влияния<sup>1</sup> этих факторов на кредитные ставки для российской банковской системы в целом и отдельных групп банков.

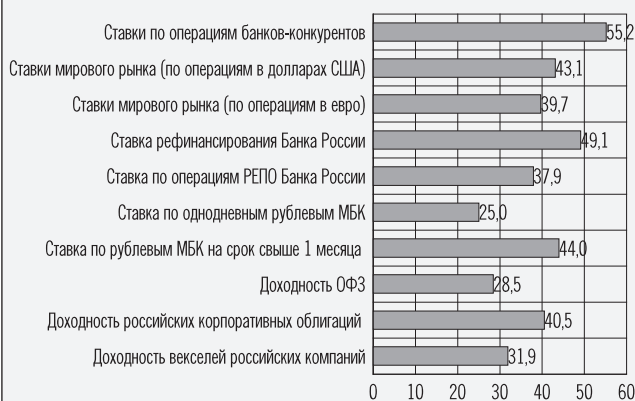
Результаты обследования дают основания для вывода о том, что в анализируемый период российский кредитный рынок испытывал существенное влияние как мирового, так и внутреннего денежного рынка. Индексы, характеризующие влияние ставок мирового рынка и среднесрочных рублевых межбанковских кредитных ставок на базовые ставки по кредитам конечным заемщикам, составляли от 39,7 до 44,0%, превышая аналогичные индексы для большинства индикаторов российского рынка капитала (доходность ОФЗ, корпоративных облигаций и векселей), хотя их влияние также значительно. В условиях нестабильности на мировом рынке и сохраняющейся неоднородности распределения ликвидности в российской банковской системе зависимость российского кредитного рынка от мирового и российского денежного рынка является источником потенциальных угроз финансовой стабильности российской банковской системы.

При этом для различных групп банков, действующих на российском кредитном рынке, значимость названных факторов существенно различается. Наиболее подвержена влиянию конъюнктуры денежного рынка процентная политика банков с менее разветвленной филиальной сетью. Это может быть обусловлено тем, что банки, не имеющие развитой филиальной сети, располагают меньшими возможностями привлечения средств на внутреннем рынке капитала (депозиты населения, размещение собственных векселей) и в большей степени вынуждены использовать средства, привлеченные на денежном рынке.

Важным стабилизирующим фактором для российского кредитного рынка являются операции банков с разветвленной филиальной сетью, и в особенности банков с высоким кредитным рейтингом. Проведенное обследование позволяет сделать вывод, что банки этой группы в наименьшей степени подвержены влиянию конъюнктуры денежного рынка (в частности, динамика ставок по однодневным рублевым МБК вообще не оказывает влияния на процентную политику банков этой группы).

В то же время кредитные ставки банков с разветвленной филиальной сетью и банков с высоким кредитным рейтингом оказывают влияние на процентную политику всех остальных банков. Для большинства обследованных банков, в особенности для банков с небольшой филиальной сетью или с невысоким рейтингом, одним из ключевых факторов формирования кредитных ставок является процентная политика банков-конкурентов (индекс влияния этого фактора превышает 55%). Поскольку банки с разветвленной филиальной сетью действуют на многих региональных сегментах кредитного рынка, ставки по их кредитам оказывают влияние на формирование кредитных ставок в большинстве регионов. Схожим образом банки с высоким кредитным рейтингом, как правило, пользуются большим вниманием средств массовой информации и рыночных аналитиков. Кредитные ставки этих банков известны более широкому кругу потенциальных заемщиков и, соответственно, влияют на базовые ставки по кредитам других банков. В результате эти банки, менее подверженные влиянию изменений конъюнктуры денежного рынка, оказывают стабилизирующее воздействие на российский кредитный рынок.

### Индекс влияния отдельных факторов на базовые ставки по банковским кредитам (%)



### Индекс влияния отдельных факторов на базовые ставки по банковским кредитам для групп банков, различающихся числом филиалов и дополнительных офисов (%)



<sup>1</sup> Сводный индекс влияния: (% банков, сообщивших, что изменение фактора способствует существенному росту ставок) + 0,5 • (% банков, сообщивших, что изменение фактора способствует умеренному росту ставок) – 0,5 • (% банков, сообщивших, что изменение фактора способствует умеренному снижению ставок) – (% банков, сообщивших, что изменение фактора способствует существенному снижению ставок).



Кроме того, значительное влияние на процентную политику кредитных организаций оказывают операции Банка России. По результатам обследования важным фактором ценообразования на российском кредитном рынке являются ставки по операциям Банка России, прежде всего — ставка рефинансирования (индекс влияния этой ставки на ставки по кредитам конечным заемщикам составляет 49,1%). В наибольшей степени ставки Банка России влияют на процентную политику банков с небольшой филиальной сетью или с невысоким рейтингом. Благодаря этому Банк России имеет возможность посредством корректировки своих ставок смягчить влияние колебаний конъюнктуры денежного рынка на рынок кредитов конечным заемщикам.

В отношении заемщиков — физических лиц поддержка в 2009 г. главным образом осуществлялась путем:

- внедрения механизма рефинансирования задолженности по кредитам населения на покупку жилья с участием Агентства по реструктуризации ипотечных жилищных кредитов,
- разрешения направлять средства материнского капитала на выплату жилищных кредитов,
- субсидирования ставки по рублевым кредитам на покупку автомобиля в размере 2/3 ставки рефинансирования Банка России.

Однако восстановить рынок потребительского кредитования в целом не удалось — за 2009 г. суммарный объем кредитов, предоставленных физическим лицам, сократился на 11,0%. На ипотечном кредитном рынке начиная с III квартала 2009 г. заметно смягчились условия кредитования и несколько снизились процентные ставки, что способствовало замедлению сокращения портфеля данных кредитов во втором полугодии. В то же время ипотечные кредиты остались недоступными для большинства потенциальных заемщиков.

### **Ипотечное кредитование в условиях финансового кризиса**

В 2009 г. для российского рынка ипотечного жилищного кредитования (ИЖК) было характерно значительное сужение с одновременным ростом объемов просроченной ипотечной задолженности. К факторам, сдерживающим развитие ИЖК, относятся также обесценение ипотечных залогов в связи с наблюдавшимся в 2009 г. снижением цен на жилье и рост отложенного спроса населения. Дестабилизация рынка ИЖК стала одной из причин сокращения количества сделок с жилой недвижимостью и, как следствие, ухудшения финансового положения строительных организаций.

В январе-ноябре 2009 г. суммарный объем задолженности по ипотечным кредитам снизился на 5,3%. Доля просроченных ипотечных кредитов в их общем объеме выросла более чем в 2,5 раза, до 2,8% на 1.12.09. Ситуация на рынке ИЖК во многом определяется уровнем платежеспособного спроса населения. В 2009 г. наблюдалось его снижение вследствие замедления роста реальных располагаемых доходов населения по сравнению с докризисным периодом и других негативных явлений в социальной сфере (повышение уровня безработицы, угроза потери работы). Кроме того, ввиду проблем с фондированием и высоких рисков кредитные организации ужесточили условия ИЖК, в том числе за счет повышения процентных ставок. В результате объем ипотечных кредитов, выданных за 2009 г., сократился более чем в 4 раза по сравнению с 2008 годом.

В структуре просроченных кредитов физическим лицам доля просроченной ипотечной задолженности остается незначительной — 11,4%. Таким образом, ухудшение обслуживания ипотечных кредитов не оказывало определяющего влияния на качество кредитного портфеля данной категории заемщиков. Кроме того, роль ИЖК в формировании угроз финансовой стабильности невелика вследствие его недостаточной развитости в России. По итогам 3 кварталов 2009 г. отношение ипотечных кредитов к ВВП составляло 2,6%, а остальных кредитов, предоставленных физическим лицам, — 6,7%.

Рефинансирование является одним из эффективных инструментов решения проблемы «плохих» ипотечных долгов. Вследствие ресурсного дефицита количество организаций, занимающихся рефинансированием ипотечных кредитов, за первое полугодие 2009 г. сократилось с 214 до 140. Значительная доля ипотечных кредитов была рефинансирована ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» (АИЖК), на поддержку которого в 2009 г. Правительство РФ выделило средства из федерального бюджета и Фонда национального благосостояния. С помощью АИЖК ряд кредитных организаций рефинансировал ипотечные кредиты, снизил просроченную задолженность, а некоторые заемщики, временно потерявшие работу или оказавшиеся в трудном материальном положении в период финансового кризиса, реструктурировали ипотечную задолженность.

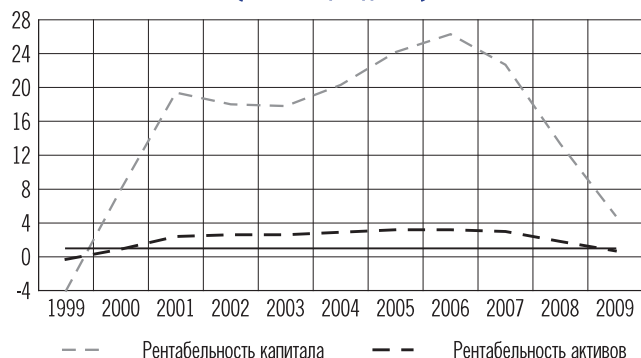
Благодаря перечисленным мерам, а также некоторому удешевлению фондирования и относительной стабилизации ценовой ситуации на рынке жилья, в конце 2009 г. отмечалось небольшое оживление ИЖК. Однако в основном его обеспечили банки с государственным и иностранным участием в капитале, некоторые из которых вернулись к докризисным условиям по ипотеке, а именно снизили процентные ставки, сократили первоначальный взнос, уменьшили размер комиссии за выдачу кредитов, увеличили сроки и суммы кредитов. Кроме того, эти банки возобновили реализацию части приостановленных ипотечных программ, в частности по кредитованию затрат на приобретение строящейся недвижимости.



Принятые меры позволили не допустить катастрофического развития событий в банковском секторе и сохранить государственный контроль над основными финансово-экономическими процессами в стране в период кризиса. Основным их результатом стало обеспечение системной стабильности банковского сектора. Воздействие на банковскую

систему различного рода шоков не привело к ее дестабилизации: в то время как отдельные кредитные организации ушли с рынка банковских услуг, оставшиеся организации приняли на себя и обеспечили выполнение всех основных функций банковской системы.

Рисунок 3.1  
Рентабельность активов и капитала банковского сектора  
(на конец года, %)



Несмотря на позитивный эффект большинства антикризисных мероприятий, сохраняются серьезные потенциальные угрозы финансовой стабильности как отдельных институтов, так и банковской системы в целом. Прежде всего необходимо отметить сокращение финансового результата, близкую к нулевой рентабельность банковского сектора в целом, кредитное сжатие, дефицит долгосрочной ресурсной базы банковского сектора, кредитные и валютные риски<sup>10</sup>, недокапитализированность отдельных банков с точки зрения повышения с 1.01.10 требований к капиталу.

Абсолютные и относительные финансовые результаты деятельности банковского сектора по итогам 2009 г. свидетельствуют о том, что в соответствии с одним из критериев банковского кризиса, применяемых в международной практике, — снижением рентабельности банковских активов до уровня 1% и менее<sup>11</sup> — угроза кризиса в российском банковском секторе сохраняется. Рентабельность активов банковского сектора на 1.01.10 составила 0,7%<sup>12</sup> (на 1.01.09 — 1,8%). Данный показатель находится на уровне ниже 1% начиная с середины 2009 г. (рис. 3.1). В основном это объясняется существенным сокращением финансового результата банковского сектора по сравнению с показателем предыдущего года (в отдельные месяцы наблюдались отрицательные значения), в то время как среднее значение банковских активов увеличилось по сравнению с 2008 годом.

Рентабельность совокупного банковского капитала снизилась до 4,9% на 1.01.10 (13,3% на

<sup>10</sup> Риски банковского сектора рассматриваются в разделе II ежегодно выпускаемого Банком России «Отчета о развитии банковского сектора и банковского надзора».

<sup>11</sup> D. Barton, R. Newell, G. Wilson 'Dangerous Markets. Managing in Financial Crises', New York, 2003.

<sup>12</sup> Показатели рентабельности активов и капитала рассчитаны как отношение финансового результата, полученного за 12 месяцев, предшествующих отчетной дате, к среднехронологической величине активов и капитала за этот же период соответственно.

Рисунок 3.2  
Финансовый результат деятельности кредитных организаций  
(на конец года, млрд. руб.)



1.01.09). Помимо низкого финансового результата это обусловлено существенным ростом капитала банковского сектора, начавшимся с октября 2008 г. в результате мер государственной поддержки. Сложившаяся низкая рентабельность активов и капитала банков в дальнейшем может привести к недостаточному притоку инвестиций в банковский сектор.

Сальдированный финансовый результат банковского сектора за 2009 г. составил 205,1 млрд. руб., что вдвое меньше, чем за 2008 г. (рис. 3.2). Число убыточных кредитных организаций и объем их убытков по сравнению с 2008 г. выросли в 2,1 раза. Прибыльными в 2009 г. были 938 кредитных организаций, что в процентном отношении к числу действующих на 6,1 процентного пункта меньше, чем в 2008 г. (рис. 3.3). Объем полученной ими прибыли сократился на 36,3% по сравнению с 2008 годом.

Одним из основных факторов, негативно влияющих на финансовый результат кредитных организаций, в 2009 г. были высокие риски кредитования, связанные с неустойчивостью финансового положения заемщиков и сокращением их возмож-

Рисунок 3.3  
Число прибыльных и убыточных кредитных организаций (КО) (на конец периода)



Рисунок 3.4

## Отдельные составляющие финансового результата кредитных организаций (за квартал, млрд. руб.)



ностей по обслуживанию кредитов в период экономической рецессии. Сохраняющиеся риски кредитования находили отражение в динамике просроченной задолженности по предоставленным кредитам и ухудшении качества ссудной задолженности, что предопределило направление банками значительной части полученных доходов на формирование резервов на возможные потери по ссудам (далее – РВПС) (рис. 3.4).

За 2009 г. объем совокупного фактически сформированного РВПС возрос в 2,2 раза – до 1547,1 млрд. рублей. К 1.01.10 он достиг 9,3% объема совокупной ссудной задолженности. Вместе с тем во втором полугодии наметились признаки улучшения финансового положения заемщиков, что позволило отдельным банкам уменьшить объем резервирования. Это стало одним из факторов положительной динамики финансового результата во втором полугодии 2009 г. по сравнению с итогами первого полугодия (198,3 млрд. руб. против 6,8 млрд. руб.). Смягчение Банком России требований к резервированию на 2009 г.<sup>13</sup> способствовало существенной экономии банков на отчислениях в РВПС – она оценивается приблизительно в 400 млрд. рублей.

В формировании положительного финансового результата банков по итогам 2009 г. существенно повысилась роль таких составляющих, как чистый процентный доход по ценным бумагам (рост в 2,4 раза по сравнению с 2008 г.) и чистый доход от операций с ценными бумагами (кроме процентов и переоценки). Величина последнего стала положительной – 107,2 млрд. руб. (–38,4 млрд. руб. за 2008 г.).

Доля процентных доходов (кроме процентов по ценным бумагам) в совокупных доходах банковского сектора за 2009 г. снизилась до 7,9% (11,5%

за 2008 г.). Соответствующие процентные расходы банков сократились в меньшей степени – до 4,5% совокупных доходов в 2009 г. (5,7% в 2008 г.). Рост чистых процентных доходов в 2009 г. был очень небольшим (3,9%).

Продолжительное сжатие кредитования физических лиц привело к снижению чистых процентных доходов по данным кредитам за 2009 г. на 34,8% по сравнению с 2008 годом. В то же время из-за высокого уровня процентных ставок по кредитам нефинансовым заемщикам и большого объема накопленного портфеля данных кредитов чистый процентный доход банков по ним за 2009 г. вырос на 31,3% по сравнению с 2008 годом. В настоящее время это позволяет банкам компенсировать значительно выросшие процентные расходы по полученным ими кредитам, в том числе инструментам рефинансирования Банка России, а также вкладам населения. В дальнейшем для сохранения платежеспособности и устойчивости банкам необходимо найти способы снижения стоимости пассивов. Кредитное сжатие, наблюдавшееся в 2009 г., стало естественной ответной реакцией банков на растущие кредитные риски, однако в перспективе этот фактор сокращает возможности банков генерировать высокий уровень процентных доходов.

Кредитные риски, которые были накоплены банками во время кредитного бума, при устойчивых доходах заемщиков – нефинансовых организаций и относительно дешевых источниках банковского фондирования, вероятно, реализовались в конце 2008 – первой половине 2009 года. Новые кредиты в течение кризисного периода выдавались на более жестких условиях (их смягчение наметилось лишь в III квартале 2009 г.), и, предположительно, их качество выше докризисного. В будущем при отсутствии резких шоков в динамике макроэкономических показателей можно ожидать постепенного улучшения экономического положения основных заемщиков из реального сектора экономики. Темп прироста просроченной задолженности по кредитам нефинансовым организациям снизился до 6,4% за IV квартал 2009 г. (за I квартал он составил 70,4%, за II квартал – 34,9%, за III квартал – 17,0%) (рис. 3.5).

Вместе с тем суммарный уровень «плохих кредитов» в российском банковском секторе, который можно определить как долю ссуд 4 и 5 категорий качества в суммарном объеме ссуд, ссудной и приравненной к ней задолженности, довольно высок – 9,7% на 1.01.10 (7,4% на 1.07.09; 3,6% на 1.01.09). Кроме того, в 2009 г. несколько снизился уровень покрытия просроченной задолженности банковскими резервами.

<sup>13</sup> Указание Банка России от 23.12.08 № 2156-У «Об особенностях оценки кредитного риска по выданным ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности». Действие меры продлено по 30 июня 2010 года.

Рисунок 3.5  
Темпы прироста кредитов нефинансовому сектору экономики (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



В основных группах российских банков<sup>14</sup> наблюдались существенные различия показателей, характеризующих кредитную деятельность, в том числе вследствие дифференцированных подходов к кредитной и процентной политике, оценке качества заемщиков и управлению «проблемными кредитами».

Банки с государственным участием в уставном капитале, как правило, придерживались консервативной политики кредитования. В период кризиса они осуществляли преимущественно долгосрочное кредитование нефинансовых организаций, выполняя функцию «проводника» ресурсов в реальный сектор экономики. Данная группа банков продемонстрировала самые низкие уровни просроченной задолженности по кредитам нефинансовым организациям (в среднем по группе 4,7% на 1.01.10 и 6,1% по банковскому сектору в целом) и физическим лицам (3,5 и 6,8% соответственно).

В сегменте крупных частных банков Московского и прочих регионов в период кризиса наблюдалось сокращение активов, уменьшение показателя достаточности капитала. Из-за агрессивной в докризисный период кредитной стратегии крупнейшие частные банки оказались наиболее уязвимыми к рискам, реализовавшимся в кризисной ситуации. В условиях дефицита фондирования и ограниченных возможностей по наращиванию капитала частные банки были вынуждены сокращать бизнес. Эта группа, как и раньше, лидировала по доле просроченной задолженности в портфеле кредитов нефинансовым орга-

<sup>14</sup> Здесь: банки с государственным участием в уставном капитале — Сбербанк России ОАО, ОАО «Россельхозбанк», ОАО Банк ВТБ, ОАО «Банк ВТБ Северо-Запад», Банк ВТБ 24 (ЗАО), «Газпромбанк» (ОАО), Банк Москвы, Банк «Возрождение» (ОАО); крупные частные банки Московского и прочих регионов — 15 банков из числа 30 крупнейших банков, не вошедшие в прочие группы; банки с иностранным участием в уставном капитале — банки с иностранным участием в капитале свыше 50%, за исключением банков, в которых существенное влияние на решения оказывают резиденты Российской Федерации.

Рисунок 3.6  
Отдельные источники формирования ресурсной базы банковского сектора (млрд. руб.)



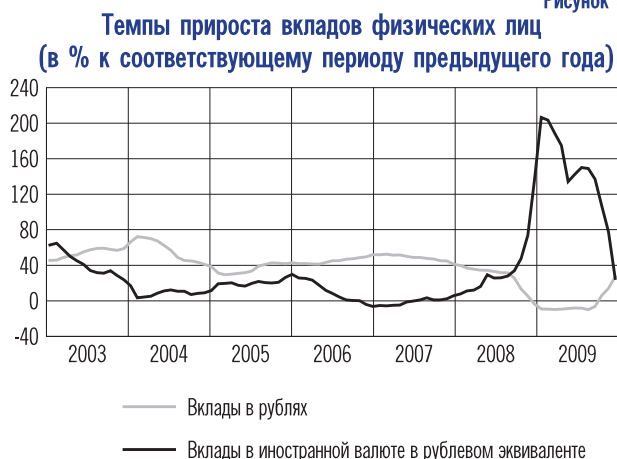
низациям (в среднем 9,6% на 1.01.10) и населению (10,3%).

Банки с иностранным участием в уставном капитале благодаря, как правило, консервативной стратегии и поддержке со стороны материнских компаний оказались более устойчивы к последствиям финансового кризиса. Для банков данной группы был характерен более низкий, чем у банков из предыдущей группы, уровень просроченной задолженности по кредитам нефинансовым организациям — 7,0% в среднем по группе. Это может объясняться спецификой клиентской базы данных банков, в составе которой много компаний-нерезидентов или рекомендованных такими компаниями их российских контрагентов.

При количественной оценке «плохих кредитов» необходимо учитывать тот факт, что Банк России на 2009 г. смягчил требования к оценке качества ссуд при их реструктуризации и пролонгации, в связи с чем после окончания действия данной меры объем «плохих кредитов», возможно, скорректируется в сторону повышения. С осени 2008 г. банки активно пролонгировали и реструктурировали «проблемные кредиты», надеясь на улучшение платежеспособности заемщиков или восстановление стоимости залогов. В силу того, что условия реструктуризации кредитов непрозрачны и часть банков, зная о фактическом дефолте заемщика, могла злоупотреблять механизмом реструктуризации и пролонгации, диапазон оценок потенциальных потерь банков может быть весьма широким.

В структуре источников пополнения ресурсной базы российских банков в 2009 г. существенно повысилась роль средств, привлеченных от нефинансовых организаций и физических лиц (рис. 3.6). Доля указанных средств в совокупных банковских пассивах увеличилась с 38,7% на 1.01.09 до 44,0% на 1.01.10. За 2009 г. объем вкладов физических лиц возрос на 26,7% (на 14,5% за 2008 г.). В структуре использования денежных доходов населения

Рисунок 3.7



в 2009 г. доля прироста сбережений в форме банковских вкладов и ценных бумаг составила 4,1% по сравнению с его нулевым значением за 2008 год. Несмотря на волатильность данного показателя, он свидетельствует о восстановлении доверия населения к российскому банковскому сектору в 2009 г. и, как следствие, о снижении рисков при формировании ресурсной базы банков за счет средств, привлеченных от населения.

В течение анализируемого периода заметное влияние на динамику привлечения банками вкладов физических лиц оказывали валютные риски (рис. 3.7). Колебания курса рубля к основным валютам оказывали непосредственное воздействие на инвестиционные предпочтения населения и, как следствие, инициировали изменение валютной структуры вкладов. В свою очередь, во избежание оттока средств с банковских вкладов кредитные организации были вынуждены предлагать клиентам на постоянной основе программы конвертации вкладов, что ограничивало возможности банков адекватно прогнозировать величину валютного разрыва по привлеченным и размещенным средствам.

В условиях устойчиво расширяющейся депозитной базы кредитных организаций Банк России во второй половине 2009 г. рекомендовал ограничить максимальные процентные ставки по рублевым вкладам населения в банках<sup>15</sup>. Целью Банка России было, с одной стороны, стимулировать снижение среднего уровня процентных ставок по кредитам, с другой — предотвратить потенциальное сокращение маржи отдельных банков до величины, создающей риск невыплаты процентов по вкладам и угрожающей их финансовой устойчивости.

<sup>15</sup> Допустимый уровень максимальной процентной ставки по вкладам в банках определяется как уровень, превышающий на 1,5 (до октября — на 2,0) процентного пункта среднюю величину максимальных ставок в рублях по 10 банкам — лидерам по объему привлеченных вкладов физических лиц. Средняя величина максимальных процентных ставок размещается на странице Банка России в сети Интернет ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

В конце сентября 2009 г. вступили в силу разработанные при участии Банка России поправки в закон о страховании вкладов, предусматривающие временную, на срок до конца 2010 г., отмену обязанности Банка России вводить банкам запрет на привлечение во вклады денежных средств физических лиц и открытие банковских счетов физических лиц при нарушении установленных требований к оценке капитала, активов, доходности, ликвидности, а также при нарушении обязательных нормативов. Поправки приняты с учетом возможного ухудшения качества кредитных портфелей банков, необходимости до создания банками резервов на возможные потери в значительных объемах, что повлияет на показатели деятельности банков. При этом в отношении банков, не соответствующих критериям достоверности учета и отчетности, прозрачности структуры собственности, качества управления, на которые не оказывает существенное влияние кризис — обязанность Банка России по введению запрета сохранилась.

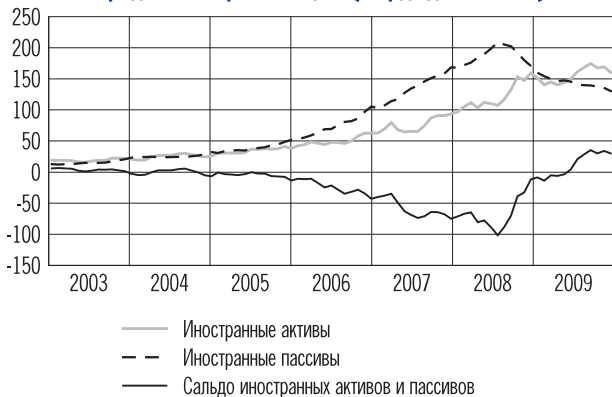
Второй по значимости источник формирования ресурсной базы коммерческих банков — депозиты юридических лиц — в 2009 г. демонстрировал более низкие темпы прироста по сравнению с вкладами населения. За 2009 г. темп их прироста (10,5%) был почти в 4 раза ниже аналогичного показателя за 2008 год. Это объясняется дефицитом средств для осуществления производственной деятельности организаций реального сектора экономики в условиях кредитного сжатия. В свою очередь, сократились возможности банков по стабильному наращиванию собственной ресурсной базы за счет средств юридических лиц.

Указанные источники формирования ресурсной базы кредитных организаций по-прежнему характеризуются высокой степенью валютных, процентных рисков и рисков ликвидности. При усилении негативных ожиданий в экономике и социальной сфере вклады физических лиц становятся наиболее уязвимым источником ресурсной базы.

Одной из важнейших проблем банковского сектора остается дефицит долгосрочных ресурсов. В 2009 г. сохранился существенный разрыв между величиной банковских активов, размещенных на срок более 1 года, и величиной соответствующих долгосрочных пассивов. По данным на 1.01.10, разница между долей кредитов, предоставленных банкам, прочим организациям и физическим лицам на срок более 1 года, в совокупных активах (41,1%) и долей долгосрочных кредитов и депозитов, полученных от указанных контрагентов, в совокупных пассивах (32,4%) составила 8,7 процентного пункта (8,8 процентного пункта годом ранее).

Угроза финансовой стабильности вследствие зависимости российского банковского сектора от внешнего фондирования в 2009 г. уменьшилась

Рисунок 3.8  
Сальдо иностранных активов и пассивов  
кредитных организаций (млрд. долл. США)



по сравнению с докризисным периодом. Согласно результатам исследования зависимости основных макроэкономических показателей российского банковского сектора (достаточности капитала, уровня просроченной задолженности) от доли иностранных пассивов в совокупных банковских пассивах<sup>16</sup>, критическим значением этого показателя является 20%. К 1.01.10 доля иностранных пассивов в совокупных пассивах банковского сектора снизилась до 13,4% (на 1.10.08 – 20,8%, на 1.01.09 – 17,9%). Процесс регулируемой девальвации в начале 2009 г. способствовал накоплению банками пассивов в иностранной валюте, и им удалось снизить задолженность перед нерезидентами. Основными источниками пополнения валютной ресурсной базы российских кредитных организаций стали, во-первых, операции клиентов-резидентов из экспортно-ориентированного сектора экономики; во-вторых, валютные интервенции Банка России; в-третьих, наращивание иностранных обязательств сектором нефинансовых организаций; в-четвертых, вклады населения в иностранной валюте. Объем внешнего долга банковского сектора (без участия в капитале) по предварительной оценке за 2009 г. сократился на 24,5% – до 125,6 млрд. долл. США на 1.01.10.

Использование упомянутых источников позволило российскому банковскому сектору не только пополнить валютную ресурсную базу, но и существенно нарастить иностранные активы. До введения (в октябре 2008 г.) и после окончания (с июля 2009 г.) действия рекомендаций Банка России по регулированию величины иностранных активов и валютной балансовой позиции иностранные активы российских банков росли быстрыми темпами вследствие намерения банков застраховать валют-

ные риски, с одной стороны, и дефицита инструментов вложения валютных средств внутри страны – с другой. В результате роста иностранных активов и сокращения иностранных пассивов российский банковский сектор с середины 2009 г. стал нетто-кредитором внешнего сектора. К 1.01.10 объем чистых требований российских банков к нерезидентам достиг 29,9 млрд. долл. США (рис. 3.8).

В III квартале 2009 г. условия кредитования на внешних финансовых рынках для российских банков начали улучшаться, одновременно формируя определенные риски: в случае внешних шоков накопление российскими банками значительной иностранной задолженности может создать существенную угрозу финансовой устойчивости.

Для оценки уровня уязвимости банковского сектора под влиянием шока прекращения внешнего фондирования можно использовать коэффициент соотношения кредитов и депозитов в частном секторе экономики (loans-to-deposits ratio). По критериям Международного валютного фонда максимальное пороговое значение показателя отношения кредитов к депозитам в частном секторе равно 1. Отклонение от 1 в меньшую сторону показывает, что в национальном банковском секторе присутствует значительное число банков, финансируемых за счет внутренних источников, что способствует диверсификации рисков и делает банковскую систему более устойчивой к шоку из-за волатильности мировых рынков. Превышение порогового значения сигнализирует, что национальные банки в большей степени ориентированы на внешние финансовые рынки и более уязвимы перед любым шоком, влияющим на рыночную ликвидность. В российском банковском секторе отношение кредитов нефинансовым организациям и физическим лицам к депозитам и прочим привлеченным от них средствам на 1.10.08 равнялось 1,5, что свидетельствовало о довольно высоком уровне зависимости российских банков от внешних источников фондирования. К 1.01.10 данное соотношение уменьшилось до 1,2.

\*\*\*

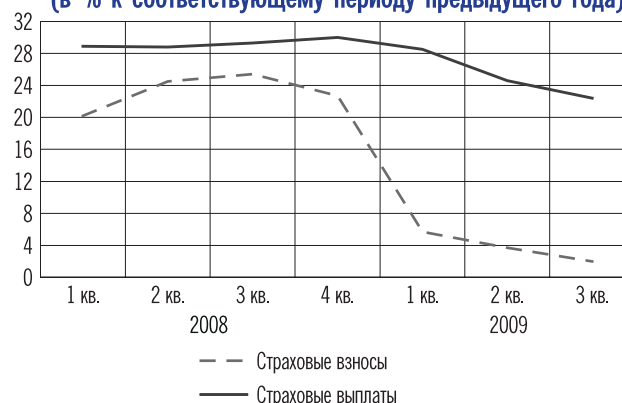
Широкомасштабные государственные меры способствовали сохранению стабильности российского банковского сектора в 2009 году. Прежде всего была обеспечена устойчивость финансового положения системообразующих банков с государственным участием в капитале, а также крупнейших частных банков.

К концу 2009 г. наметились предпосылки к преодолению стагнации кредитного рынка. Благодаря уменьшению стоимости фондирования банков, механизму государственных гарантий по кредитам и постепенному уменьшению кредитных рисков началось снижение ставок по кредитам нефинансовым

<sup>16</sup> А. В. Улюкаев, Е. О. Данилова. Внешний долг банков как источник финансирования инвестиционной стратегии России: риски и механизмы регулирования. // Деньги и кредит, №5, май 2009 года.

Рисунок 3.9

Темпы прироста страховых взносов и выплат  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



организациям, которое может дать импульс преодолению кредитного сжатия. Однако в настоящее время рост объема предоставленных кредитов слабо стимулируется спросом организаций реального сектора экономики и в основном обеспечивается средствами государственной поддержки. Кроме того, кредитные риски концентрируются в нескольких крупнейших банках, что снижает уровень финансовой устойчивости банковского сектора в целом.

Долгосрочным целям поддержания финансовой стабильности банковского сектора послужила мера по повышению минимальных требований к размеру капитала банков, направленная на укрупнение, формирование более конкурентоспособных на международном уровне банковских структур. Эта мера способствовала активизации процессов консолидации и концентрации банковских активов в 2009 году. Несмотря на возможный уход с рынка банковских услуг ряда небольших банков, это, как ожидается, не будет представлять угрозы финансовой стабильности банковского сектора в целом в силу небольшого объема осуществляемых ими операций.

### 3.2. Небанковские финансовые институты

Основными факторами, повлиявшими на финансовое состояние большинства небанковских финансовых институтов в 2009 г., были неустойчивая динамика спроса на их услуги на фоне нестабильной макроэкономической ситуации и ухудшившихся социальных условий, а также ограниченные возможности привлечения финансовых ресурсов.

Сокращение финансовых возможностей клиентов страховых организаций и обострение структурных проблем стали одной из основных причин развития кризисных явлений на **страховом рынке**<sup>17</sup>. В результате потенциал использования страховых услуг для управления рисками субъектов экономики снизился.

Одним из индикаторов кризисной ситуации стало существенное замедление роста страхового рынка. За январь-сентябрь 2009 г. суммарный объем взносов увеличился на 2,0% по сравнению с аналогичным периодом 2008 г., что является минимальным показателем за последние несколько лет. Темп прироста страховых выплат сохранился на высоком уровне – 22,4% (рис. 3.9). В результате на страховом рынке сформировалась угроза неплатежей страховых организаций по заключенным договорам страхования. Если по итогам 2008 г. объем страховых выплат превышал объем взносов в среднем у каждого двадцатого страховщика, то по итогам января-сентября 2009 г. – у каждого десятого.

Без учета поступлений по обязательному медицинскому страхованию и обязательному страхованию владельцев автотранспортных средств (ОСАГО) суммарный объем взносов сократился на 11,7%. Наибольшее снижение взносов наблюдалось в сегментах страхования жизни (на 26,7%) и имущественного страхования (на 16,1%).

Ответной мерой на сокращение спроса на страховые услуги стало снижение рядом страховых организаций тарифов в рамках проведения демпинговых стратегий. С одной стороны, это позволило сохранить клиентскую базу, с другой – снизило финансовые возможности страховщиков. По мнению экспертов страхового рынка, в результате демпинга некоторые страховые организации могут покинуть рынок, что приведет к росту недоверия к страховой системе и дальнейшему сокращению спроса на страховые услуги.

Превышение темпов прироста страховых выплат над взносами стало одной из основных причин сокращения за январь-сентябрь 2009 г. активов средних (на 8,1%) и небольших страховых организаций (на 17,8%). В анализируемый период активы возросли только у крупных страховщиков (на 15,8%), что отчасти связано с их более устойчивой, чем у других участников рынка, клиентской базой и активным участием в страховании по государственным контрактам.<sup>18</sup>

В условиях роста котировок на основных сегментах российского фондового рынка страховщики активно инвестировали средства в ценные бумаги. Так, за январь-сентябрь 2009 г. страховые организации увеличили вложения в акции и другие формы участия в капитале на 11,4%, а их доля в структуре активов составила 9,2%. Приоритетным направлением инвестиций страховщиков по-прежнему оставались долговые ценные бумаги (26,1% в струк-

<sup>17</sup> По данным Федеральной службы страхового надзора (ФССН), если не указано иное.

<sup>18</sup> По данным выборочного статистического наблюдения, проведенного ФССН для оценки финансовой устойчивости и платежеспособности российских страховщиков.



Рисунок 3.10  
Инвестиционный результат и баланс продаж паев  
открытых и интервальных ПИФов (млрд. руб.)



туре активов), но их объем рос менее интенсивно по сравнению с акциями и другими формами участия в капитале — темп прироста составил 1,8%. В отраслевой структуре инвестиций страховщиков преобладали вложения в ценные бумаги банковского сектора (43,1%), что обусловлено, в частности, меньшими рисками по сравнению с рисками вложений в ценные бумаги нефинансовых организаций в условиях кризиса.<sup>19</sup>

В 2009 г. повысился интерес страховщиков к псевдостраховым финансовым схемам, в том числе налогосберегающим, что привело к росту системных угроз на страховом рынке. Доля взносов по таким страховым операциям в суммарном объеме страховых взносов, по оценкам экспертов, достигла 8%. Вероятно, привлекательность псевдостраховых финансовых схем будет уменьшаться по мере преодоления кризисных явлений на страховом рынке и восстановления спроса на классические виды страхования.

Количество страховщиков за январь-сентябрь 2009 г. сократилось на 64, в основном за счет небольших страховых организаций с низким финансовым потенциалом. Часть страховых организаций была присоединена к более крупным страховщикам, что способствовало консолидации страхового рынка и его оздоровлению. Доля 10 крупнейших страховых групп в суммарном объеме страховых взносов возросла за этот период на 1,6 процентного пункта, до 39,2% на 1.10.09. Вместе с тем сокращение количества организаций негативно отразилось на региональном охвате страхового рынка. По оценкам экспертов, в республиках Тыва, Хакасия, Белгородской, Курганской и Псковской областях количество страховщиков и их представительств сократилось более чем на 20%.

<sup>19</sup> По данным формы федерального статистического наблюдения № 1-ФС (СК), утвержденной приказом Росстата от 10.12.08 № 308.

В 2009 г. устойчивость рынка коллективных инвестиций<sup>20</sup> повысилась по сравнению с 2008 г. в основном вследствие более благоприятного состояния отечественного фондового рынка и интенсивного развития паевых инвестиционных фондов (ПИФ) для квалифицированных инвесторов<sup>21</sup>.

Началось постепенное восстановление финансового потенциала розничных ПИФов, которые являются наиболее доступными для широкого круга частных инвесторов. Так, стоимость чистых активов (СЧА) открытых и интервальных ПИФов в 2009 г. возросла более чем в 1,5 раза, тогда как в 2008 г. она сократилась почти в 3 раза. Однако совокупная доля розничных ПИФов в суммарной СЧА осталась невысокой — 26,0% на 1.01.10.

Основным источником роста СЧА розничных ПИФов был инвестиционный результат от операций с ценными бумагами (рис. 3.10). Так, в отличие от 2008 г. большинство открытых и интервальных ПИФов в 2009 г. обеспечили увеличение стоимости пая. Лучшие результаты продемонстрировали фонды с рискованной инвестиционной стратегией. Особенно возросла стоимость пая фондов, в структуре активов которых доминировали вложения в акции: на 140,4% у ПИФов акций и на 117,9% у индексных ПИФов акций. Однако не у всех фондов стоимость пая восстановилась до докризисного уровня.

Одной из основных угроз развитию розничных ПИФов в 2009 г. оставался низкий спрос на паи. По предварительным данным, в 2009 г. у открытых и интервальных фондов нетто-отток средств пайщиков составил 12,8 млрд. руб., главным образом вследствие сохранившихся негативных ожиданий пайщиков в отношении доходности вложений в паи ПИФов, а также перевода некоторыми крупными пайщиками средств из ПИФов на финансирование деятельности подконтрольных компаний и на личное потребление в условиях кредитного сжатия. В 2009 г. только 18,8% открытых и интервальных ПИФов смогли привлечь суммы, превышающие 100 тыс. рублей.<sup>22</sup>

Как и годом ранее, в 2009 г. поддержанию стабильности рынка коллективных инвестиций способ-

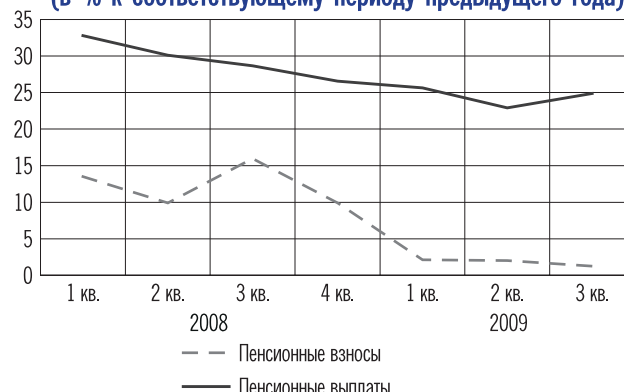
<sup>20</sup> По данным информационного агентства «Сбондс.ру» и Национальной лиги управляющих, если не указано иное.

<sup>21</sup> Квалифицированный инвестор — это инвестор, обладающий опытом работы на рынке ценных бумаг и расширенными финансовыми возможностями, что позволяет ему на качественно более высоком уровне по сравнению с неквалифицированными инвесторами оценивать инвестиционные риски и, как следствие, активнее инвестировать в рискованные финансовые инструменты. Критерии признания лиц квалифицированными инвесторами определены в Приказе Федеральной службы по финансовым рынкам от 18.03.08 № 08-12/пз-н «Об утверждении положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами».

<sup>22</sup> Без учета средств пайщиков, привлеченных ПИФами в период формирования.

Рисунок 3.11

Темпы прироста пенсионных взносов и выплат НПФ (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



ствовало развитие закрытых ПИФов, но в основном — для квалифицированных инвесторов. У ПИФов для неквалифицированных инвесторов, несмотря на нетто-приток средств пайщиков (28,0 млрд. руб. за январь-сентябрь 2009 г.), наблюдалось сокращение СЧА на 5,8%, до 324,6 млрд. руб. на 1.10.09. В основном это связано со снижением СЧА ПИФов недвижимости (на 12,7%), а также отрицательной переоценкой активов у ПИФов акций (на 8,6%). Однако, по оценкам экспертов, уменьшение СЧА ПИФов для неквалифицированных инвесторов было компенсировано ростом СЧА фондов для квалифицированных инвесторов. В ближайшее время расширение сегмента ПИФов для квалифицированных инвесторов, вероятно, будет одним из определяющих факторов финансовой устойчивости рынка коллективных инвестиций.

Фонды для квалифицированных инвесторов в 2009 г. создавали дополнительные возможности для поддержания стабильности банковского сектора. В частности, ПИФы недвижимости и кредитные ПИФы использовались российскими банками для секьюритизации «плохих долгов». Потенциал роста ПИФов недвижимости за счет их взаимодействия с банками при управлении объектами заложенной недвижимости очень высок и оценивается более чем в 1,5 трлн. рублей.

Одним из крупнейших пайщиков ПИФов особо рискованных (венчурных) инвестиций в 2009 г. являлось **ОАО «Российская венчурная компания»**,<sup>23</sup> созданное в июне 2006 г. для стимулирования венчурного инвестирования в России, финансирования инновационных отраслей национальной экономики и продвижения на международный рынок российских наукоемких технологических продуктов.

На 1.04.09 ОАО «Российская венчурная компания» являлось пайщиком 7 ПИФов, у которых СЧА составила 19,0 млрд. руб., или около 60% суммарной СЧА российских ПИФов особо рискованных (венчурных) инвестиций. Тем не менее, как было выявлено в ходе проверки его деятельности в начале 2009 г., инвестиционный потенциал ОАО «Российская венчурная компания» реализуется не полностью. Отчасти это обусловлено снижением спроса на венчурные инвестиции, а также возросшими проектными рисками в условиях финансового кризиса.

В 2009 г. значительное дестабилизирующее влияние на рынок доверительного управления оказало снижение инвестиционного потенциала сегмента **индивидуального доверительного управления**.<sup>24</sup> В отличие от ПИФов, в рамках индивидуального доверительного управления управляющие компании

(УК) разрабатывают и реализуют индивидуальные инвестиционные стратегии для инвесторов с учетом их финансовых возможностей и инвестиционных предпочтений.

За январь-сентябрь 2009 г. суммарный объем средств, переданных в индивидуальное доверительное управление УК, сократился более чем на 40%, до 273,5 млрд. руб., а их доля в структуре активов УК — на 10,1 процентного пункта, до 22,8%. Количество участников индивидуального доверительного управления уменьшилось более чем на четверть, главным образом из-за сокращения их инвестиционных возможностей и повышения рисков УК. За январь-ноябрь 2009 г. лицензии лишились 99 УК, что в 12 раз больше, чем за аналогичный период 2008 года.

Обострение проблем в системе негосударственного пенсионного обеспечения в 2009 г. объясняется в основном снижением расходов организаций на социальные программы, а также невысокой популярностью **негосударственных пенсионных фондов (НПФ)**<sup>25</sup> у населения. Впервые отмечалось сокращение количества участников НПФ — за январь-сентябрь 2009 г. на 6,3%, до 6,4 млн. человек. Темп прироста пенсионных взносов за январь-сентябрь 2009 г. (1,2%) снизился в 13 раз по сравнению с аналогичным периодом 2008 г. (рис. 3.11). Тем не менее сохранилась положительная динамика пенсионных резервов. За январь-сентябрь 2009 г. их суммарный объем возрос на 11,9%, однако в отличие от 2008 г. — в основном благодаря инвестиционному результату от операций с ценными бумагами, в структуре вложений в которые несмотря на невысокий темп прироста — 5,3%, по-прежнему преобладали вложения в акции (40,2% на 1.10.09). Кроме того, НПФ почти на 20% нарастили инвестиции в паи ПИФов — один из наиболее доходных финансовых инструментов в 2009 году. На фоне роста

<sup>23</sup> По данным ОАО «Российская венчурная компания».

<sup>24</sup> По данным рейтингового агентства «Эксперт РА», если не указано иное.

<sup>25</sup> По данным Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР), если не указано иное.

котировок на основных сегментах фондового рынка доходность НПФ от размещения средств пенсионных резервов, по экспертным оценкам, составила около 30% годовых. Средний размер пенсии в системе негосударственного пенсионного обеспечения увеличился за январь-сентябрь 2009 г. на 12,7%, до 1448,5 руб. на 1.10.09, но по-прежнему был более чем в 3 раза ниже, чем в системе государственного пенсионного обеспечения.

В анализируемый период на рынке НПФ произошли заметные институциональные изменения, которые в целом благоприятно отразились на его финансовой устойчивости. Количество НПФ за январь-сентябрь 2009 г. сократилось на 63 — до 172, главным образом в результате прекращения действия лицензий из-за нарушения пенсионного законодательства и несоблюдения повышенных с середины 2009 г. требований к размеру имущества для обеспечения уставной деятельности. Часть НПФ присоединилась к более крупным фондам, что способствовало сохранению финансового потенциала рынка и его концентрации. На 1.10.09 свыше 80% суммарного объема средств пенсионных резервов было аккумулировано в 10 крупнейших НПФ.

Поддержанию устойчивости НПФ способствовало расширение их деятельности в системе обязательного пенсионного страхования. Так, суммарный объем пенсионных накоплений в НПФ за январь-сентябрь 2009 г. возрос почти в 2 раза, до 71,7 млрд. руб., а количество участников обязательного пенсионного страхования — в 1,6 раза, до 5,6 млн. человек.

За январь-сентябрь 2009 г. почти все УК, участвовавшие в управлении средствами пенсионных накоплений, продемонстрировали положительную доходность (за аналогичный период 2008 г. — только 7% УК). Средняя доходность портфелей частных УК составила 39,6%, а доходность государственной УК «ВЭБ» — 4,1%.<sup>26</sup>

Для повышения инвестиционных возможностей УК «ВЭБ» с 1.11.09 разрешено формировать два типа инвестиционных портфелей: консервативный, в состав которого включены государственные и корпоративные облигации, и расширенный, структура которого более диверсифицирована за счет депозитов в рублях и иностранной валюте в кредитных организациях, российских ипотечных ценных бумаг и облигаций международных финансовых организаций. Ожидается, что разделение портфелей УК «ВЭБ» позволит повысить эффективность управления пенсионными накоплениями и увеличит финансовый потенциал пенсионной системы.

Финансовая устойчивость частных УК в 2009 г. снизилась вследствие допущенных ими убытков по итогам управления пенсионными накопления-

<sup>26</sup> По данным информационного агентства «Сбондс.ру».

ми в 2008 году. В условиях ограниченных возможностей по привлечению финансовых средств и недостаточного объема собственных ресурсов для компенсации убытков ряд УК не смог выполнить обязательства по обеспечению сохранности пенсионных средств, предусмотренные действующим российским законодательством. Это, в частности, явилось главной причиной аннулирования ФСФР лицензии одной из крупнейших УК — «Пиоглобал Эссет Менеджмент».

Одним из видов небанковских финансовых институтов, непосредственно участвующих в расширении и модернизации основных фондов российских организаций и финансировании их деятельности, являются **лизинговые компании**<sup>27</sup>. В 2009 г. определяющими факторами финансового состояния рынка лизинга были ограниченные возможности по привлечению заемных средств, ухудшение финансового состояния лизингополучателей и, как следствие, снижение объема предложения лизинговых услуг.

В первом полугодии 2009 г. по сравнению с аналогичным периодом 2008 г. суммарный объем нового бизнеса<sup>28</sup> на рынке лизинга сократился почти в 5 раз, до 90,1 млрд. руб., что соответствует уровню 2005 года. Отчасти это произошло из-за снижения объемов банковского кредитования лизинга. Доля заемных средств в источниках финансирования деятельности лизинговых компаний за первое полугодие 2009 г. сократилась на 16,2 процентного пункта, до 61,2%.

Из-за снижения финансовых возможностей ряд лизинговых компаний свернул программы регионального развития. В результате за январь-июнь 2009 г. их филиальная сеть уменьшилась более чем на 10%, доступность лизинговых услуг в некоторых регионах России снизилась. Однако в основном закрывались нерентабельные филиалы, и это способствовало оздоровлению рынка лизинга.

Ответной реакцией лизинговых компаний на рост рисков неплатежей по договорам лизинга стало ужесточение требований к лизингополучателям. Во-первых, значительно снизился объем новых договоров в сегментах низколиквидных и дорогих объектов лизинга. Например, в первом полугодии 2009 г. по сравнению с аналогичным периодом 2008 г. объем нового бизнеса в сегменте лизинга железнодорожного и авиационного транспорта сократился более чем на 85%. Во-вторых, повысились требования к капитализации лизингополучателей.

<sup>27</sup> По данным рейтингового агентства «Эксперт РА» и Российской ассоциации лизинговых компаний.

<sup>28</sup> Новые лизинговые сделки, учет статистических данных по которым начинается с момента закупки лизинговой компанией оборудования для его последующей передачи лизингополучателю, или с момента получения лизинговой компанией аванса от лизингополучателя по договору лизинга.

В результате в структуре одобренных лизинговых заявок в первом полугодии 2009 г. по сравнению с аналогичным периодом 2008 г. доля средних и малых предприятий снизилась на 13,7 процентного пункта, до 30,8%. В-третьих, увеличилось количество сделок с предоплатой. В результате доля авансов в источниках финансирования лизинговых компаний возросла почти в 10 раз, до 22,0%.

Следствием ужесточения требований к заемщикам стало трехкратное снижение за первое полугодие 2009 г. доли одобренных лизинговых заявок – до 18,7% на 1.07.09, но это позволило не допустить роста просроченной задолженности. Кроме того, для стабилизации уровня просроченной задолженности лизинговые компании реструктурировали сделки с клиентами, испытывавшими финансовые затруднения, а также предоставили им отсрочки по лизинговым платежам. В результате, по оценкам экспертов, в первом полугодии 2009 г. уровень просроченной задолженности оставался стабильным, не превышая 5,0% суммарного объема договоров лизинга, и не представлял значительной угрозы для финансовой устойчивости рынка лизинга.

В условиях кредитного сжатия объем услуг **небанковских факторинговых компаний**<sup>29</sup> по кредитованию под залог прав требований средств дебиторской задолженности в 2009 г. по сравнению с 2008 г. сократился почти на четверть. Отчасти это стало следствием роста рисков неплатежей из-за ухудшения финансового состояния клиентов и их дебиторов. Для стабилизации уровня этих рисков факторинговые компании ужесточили условия предоставления услуг, повысив, в частности, требования к финансовому состоянию клиентов и их дебиторов, а также увеличив долю сделок факторинга с регрессом<sup>30</sup>. По внутренним сделкам доля договоров факторинга с регрессом в первом полугодии 2009 г. по сравнению с аналогичным периодом 2008 г. возросла на 5,5 процентного пункта, до 87,0%.

Осуществленные факторинговыми компаниями меры позволили к концу первого полугодия 2009 г. по сравнению с началом года снизить процентные ставки по предоставляемым услугам почти на треть, до 20-23% годовых. Однако доступность факторинговых услуг осталась низкой, о чем свидетельствует сокращение за этот период количества клиентов факторинговых компаний почти в 2 раза. По состоянию на 1.07.09 объем выданных факторинговыми компаниями кредитов составил 37,4 млрд. рублей.

В условиях ограниченного доступа к банковским кредитам в некоторых случаях единственным источником заемных средств для населения и организаций были **ломбарды**. Благодаря особенностям структуры залогового имущества (по оценкам экспертов, свыше 90% средств в 2009 г. приходилось на высоколиквидные ювелирные изделия из золота), а также высоким ставкам по кредитам (до 25% в месяц) ломбарды избежали значительного роста рисков и увеличили объем кредитования на 18,0% по сравнению с 2008 г. и тем самым способствовали некоторому смягчению угроз дестабилизации кредитного рынка. По оценкам экспертов, в анализируемый период количество ломбардов возросло почти на четверть, до 5 тыс. единиц.

\*\*\*

Таким образом, в 2009 г. в условиях финансового кризиса у большинства небанковских финансовых институтов снизились финансовые возможности, что негативно отразилось на динамике их основных видов деятельности и привело к уменьшению роли этих институтов на российском финансовом рынке. В то же время сокращение доли низкорентабельного бизнеса и повышение качества риск-менеджмента способствовали финансовому оздоровлению рынка небанковских финансовых институтов. В ближайшей перспективе финансовая устойчивость небанковских финансовых институтов будет зависеть от спроса на их услуги, а также доступности и эффективности управления финансовыми ресурсами.

<sup>29</sup> По данным рейтингового агентства «Эксперт РА», если не указано иное.

<sup>30</sup> Факторинг с регрессом – вид услуги факторинга, по которой в случае неплатежеспособности дебитора клиента финансовые обязательства перед факторинговой компанией переходят на самого клиента.

## Глава 4. Динамика показателей российских рейтингов

### 4.1. Сравнительная оценка суверенных рейтингов России и стран с переходной экономикой

Уровень суверенных рейтингов Российской Федерации в течение 2009 г. находился в инвестиционной зоне и характеризовался как «средняя степень надежности». Рейтинги страны, присвоенные агентствами Moody's и Standard & Poor's, были оставлены без изменений. Агентство Fitch Ratings в I квартале 2009 г. на фоне повышения уровня суверенного риска большинства стран мира и в связи с продолжающимися кризисными явлениями на мировом финансовом рынке понизило России долгосрочные и краткосрочные рейтинги дефолта эмитента (РДЭ) в иностранной и национальной валюте с «BBB+»/«F-2» до «BBB»/«F-3», а также рейтинг «странового потолка» с «А-» до «BBB+» при «негативном» прогнозе (табл. 4.1).

При принятии решений о сохранении инвестиционных рейтингов Российской Федерации аналитики рейтинговых агентств подчеркивают положительное сальдо счета текущих операций и операций с капиталом, снижение внешнего долга страны в первом полугодии 2009 г., а также рост международ-

ных резервов в течение года. По мнению агентства Moody's, в 2010 г. российская экономика покажет скромный рост, в том числе за счет восстановления объемов кредитования. Более существенный подъем экономики эксперты агентства ожидают в 2011 году. Аналитики агентства Standard & Poor's также ожидают стабилизации основных макроэкономических индикаторов России, в связи с чем в конце декабря 2009 г. повысили прогнозные оценки с уровня «негативный» до «стабильный». Эксперты агентств отмечают крайне низкую вероятность снижения суверенных рейтингов России в течение 2010 года.

В отношении большинства стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) рейтинговые агентства также сохранили ранее присвоенные им рейтинги, главным образом инвестиционной зоны.

Уровень суверенных рейтингов Российской Федерации сопоставим с рейтингами стран ЦВЕ и на несколько ступеней выше рейтингов стран Содружества независимых государств (СНГ). При этом наиболее устойчивыми в условиях финансового кризиса странами региона, в соответствии с динамикой международных рейтингов, являлись страны ЦВЕ, входящие в Евросоюз (табл. 4.2). Состояние

Таблица 4.1

Рейтинги РФ, присвоенные международными рейтинговыми агентствами

Дата	Moody's			Standard & Poor's		Fitch Ratings	
	Рейтинг обязательств Правительства в иностранной / национальной валюте	Страновой потолок		Кредитные рейтинги		Долгосрочный / краткосрочный РДЭ* в иностранной валюте	Долгосрочный РДЭ* в национальной валюте
		обязательств в иностранной валюте	банковских депози- тов в иностранной валюте	долгосрочный / краткосрочный в иностранной валюте	долгосрочный / краткосрочный в на- циональной валюте		
1.01.01	B3/B3	B2	B3	B-/C	B-/C	B/B	B-
1.01.02	Ba3/Ba2	Ba3	B1	B+/B	B+/B	B+/B	B
1.01.03	Ba2/Ba2	Ba2	Ba3	BB/B	BB+/B	BB-/B	BB-
1.01.04	Baa3/Baa3	Baa3	Ba1	BB/B	BB+/B	BB+/B	BB+
1.01.05	Baa3/Baa3	Baa3	Ba1	BB+/B	BBB-/A-3	BBB-/F3	BBB-
1.01.06	Baa2/Baa2	Baa2	Baa2	BBB/A-2	BBB+/A-2	BBB/F3	BBB
1.01.07	Baa2/Baa2	A2	Baa2	BBB+/A-2	A-/A-2	BBB+/F2	BBB+
1.01.08	Baa2/Baa2	A2	Baa2	BBB+/A-2	A-/A-2	BBB+/F2	BBB+
1.04.08	Baa2/Baa2	A2	Baa2	BBB+/A-2	A-/A-2	BBB+/F2	BBB+
1.07.08	Baa2/Baa2	A2	Baa2	BBB+/A-2	A-/A-2	BBB+/F2	BBB+
1.10.08	Baa1/Baa1	A2	Baa1	BBB+/A-2	A-/A-2	BBB+/F2	BBB+
1.01.09	Baa1/Baa1	A2	Baa1	BBB/A-3	BBB+/A-2	BBB+/F2	BBB+
1.04.09	Baa1/Baa1	A2	Baa1	BBB/A-3	BBB+/A-2	BBB/F3	BBB
1.07.09	Baa1/Baa1	A2	Baa1	BBB/A-3	BBB+/A-2	BBB/F3	BBB
1.10.09	Baa1/Baa1	A2	Baa1	BBB/A-3	BBB+/A-2	BBB/F3	BBB
1.01.10	Baa1/Baa1	A2	Baa1	BBB/A-3	BBB+/A-2	BBB/F3	BBB

\* РДЭ – рейтинг дефолта эмитента.

Таблица 4.2

## Суверенные рейтинги стран Центральной и Восточной Европы и СНГ (на 1.01.10)

Страна	Moody's			Standard & Poor's		Fitch Ratings	
	Рейтинг обязательств Правительства в иностранной / национальной валюте	Страновой потолок		Кредитные рейтинги		Долгосрочный / краткосрочный РДЭ* в иностранной валюте	Долгосрочный РДЭ* в национальной валюте
		обязательств в иностранной валюте	банковских депози- тов в иностранной валюте	долгосрочный / краткосрочный в иностранной валюте	долгосрочный / краткосрочный в на- циональной валюте		
Россия	Baa1/Baa1	A2	Baa1	BBB/A-3	BBB+/A-2	BBB/F3	BBB
Болгария	Baa3/Baa3	A1	Baa3	BBB/A-3	BBB/A-3	BBB-/F3	BBB
Венгрия	Baa1/Baa1	Aa2	Baa1	BBB-/A-3	BBB-/A-3	BBB/F3	BBB+
Латвия	Baa3/Baa3	Aa3	Baa3	BB/B	BB/B	BB+/B	BBB-
Литва	Baa1/Baa1	Aa2	Baa1	BBB/A-3	BBB/A-3	BBB/F3	BBB+
Македония				BB/B	BB+/B	BB+/B	BB+
Польша	A2/A2	Aa1	A2	A-/A-2	A/A-1	A-/F2	A
Румыния	Baa3/Baa3	A1	Baa3	BB+/B	BBB-/A-3	BB+/B	BBB-
Сербия				BB-/B	BB-/B	BB-/B	BB-
Словакия	A1/A1	Aaa	Aaa	A+/A-1	A+/A-1	A+/F1	A+
Словения	Aa2/Aa2	Aaa	Aaa	AA/A-1+	AA/A-1+	AA/F1+	AA
Хорватия	Baa3/Baa3	A1	Ba1	BBB/A-3	BBB/A-3	BBB-/F3	BBB
Чехия	A1/A1	Aa1	A1	A/A-1	A+/A-1	A+/F1	AA-
Эстония	A1/A1	Aa1	A1	A-/A-2	A-/A-2	BBB+/F2	A-
Азербайджан	Ba1/Ba1	Baa2	Ba2	BB+/B	BB+/B	BB+/B	BB+
Армения	Ba2/Ba2	Baa3	Ba3			BB-/B	BB-
Беларусь	B1/B1	Ba2	B2	B+/B	BB/B		
Грузия				B/B	B/B	B+/B	B+
Казахстан	Baa2/Baa2	Baa1	Ba1	BBB-/A-3	BBB/A-3	BBB-/F3	BBB
Молдова	Отозван					Отозван	
Туркмения	B2/B2	B1	B3				
Украина	B2/B2	B1	B3	CCC+/C	B-/C	B-/B	B-

\* РДЭ – рейтинг дефолта эмитента.

их хозяйства, поддерживаемое глубокой интеграцией в экономическое пространство Европейского Союза, обеспечивает достаточно умеренный уровень рецессии на фоне большинства стран СНГ.

Рейтинги, присвоенные всеми ведущими международными агентствами Бразилии и Индии, как и рейтинги России, находятся в инвестиционной зоне «средней степени надежности», а рейтинги Китая – на уровне «степень надежности выше среднего». Среди стран группы БРИК (Бразилия, Россия, Индия и Китай), по мнению агентств, Россия более других пострадала от кризиса. В сентябре 2009 г. в странах БРИК были отмечены первые признаки восстановления национальной экономики. Несмотря на это, антикризисный режим поддержки экономик стран БРИК, скорее всего, будет сохранен в течение 2010 года.

Рейтинги, присвоенные ведущими международными агентствами Российской Федерации, достаточно адекватно отражают уровень суверенного/странового риска, характерный для большинства стран с развивающимися рынками в условиях финансового кризиса.

## 4.2. Рейтинги региональных эмитентов

По состоянию на 1.01.10 рейтинги были присвоены 47 региональным эмитентам против 49 на начало 2009 года. Все три агентства присвоили рейтинги двум субъектам федерации – Москве и Санкт-Петербургу. Большинству эмитентов (35) рейтинги присвоены только одним агентством. Уровень рейтингов колеблется от «средняя степень надежности» инвестиционной зоны – группы, включающей Москву, Санкт-Петербург, Ханты-Мансийский автономный округ, до «очень высокая вероятность невыполнения обязательств» (Ногинский муниципальный район Московской области).

В течение 2009 г. рейтинговые агентства достаточно активно корректировали рейтинги и прогнозные оценки российским региональным и муниципальным образованиям. Прежде всего это связано с динамикой факторов, оказывающих влияние на уровень финансовой стабильности эмитентов. Количество региональных эмитентов, имеющих международные рейтинги, уменьшилось, что свидетельствует о снижении инвестиционной привлекательности.

кательности российских регионов в условиях экономической нестабильности.

В 2009 г. рейтинговые действия в отношении субфедеральных эмитентов имели понижательную тенденцию. В то же время у некоторых субфедеральных образований были отозваны или приостановлены рейтинги уровня «высокоспекулятивный риск» и ниже.

Рейтинговые действия отражают влияние финансового кризиса на бюджетные показатели регионов. При этом эксперты агентства Fitch Ratings подчеркивают достаточно высокий уровень регионального кредитного риска из-за сужения налогооблагаемой базы в условиях снижения экономической активности на территориях субфедеральных эмитентов, а также из-за падения цен на основные экспортные товары и роста безработицы. Результатом этих процессов стало уменьшение количества регионов-доноров.

Аналитики всех трех агентств подчеркивают, что повышение мировых цен на сырьевые товары со второго полугодия 2009 г. будет способствовать тому, что регионы, имеющие развитую добывающую промышленность, смогут достигнуть сбалансированности бюджетов.

В течение кризисного 2009 г. достаточную финансовую стабильность продемонстрировали регионы-доноры, имеющие высокий уровень концентрации промышленности, а также крупнейшие города (Москва и Санкт-Петербург) — финансовые центры страны, обеспечивающие наибольшую долю налоговых поступлений в федеральный бюджет.

### 4.3. Рейтинги финансовых посредников и нефинансовых организаций

Рейтинги российских финансовых посредников и нефинансовых организаций, присвоенные международными агентствами Moody's, Standard & Poor's и Fitch Ratings в течение 2009 г., отражали состояние делового климата в различных сегментах российской экономики и являлись реакцией экспертов агентств на изменения условий деятельности эмитентов в связи с международным финансовым кризисом. Динамика рейтингов хозяйствующих субъектов — как финансовых институтов, так и нефинансовых организаций — имела в целом понижательный характер.

На конец 2009 г. рейтинги международных агентств были присвоены 132 **кредитным организациям**, что составляло 11,7% от общего числа действующих банков. При этом 12 кредитных организаций имели рейтинги всех трех агентств, 33 — двух и 87 — одного агентства. Были вновь присвоены рейтинги 16 и отозваны такому же числу кредитных организаций (из них пять финансовых институтов сохранили международный рейтинг, присвоенный

вторым агентством), рейтинги которых отражали увеличение их финансовой уязвимости в сложных экономических условиях. Понижение рейтингов затронуло главным образом рейтинги крупных и средних банков и составило 1-2 степени.

Международное агентство Moody's в 2009 г. осуществляло пересмотр рисков финансовых посредников, исследуя их деятельность с точки зрения устойчивости к изменившимся условиям ведения бизнеса. Анализируя состояние крупнейших российских банков с государственным участием, эксперты агентства по базовому сценарию прогнозируют списание до 16% кредитных портфелей в 2010 г., в то время как списание до 27% кредитных портфелей по пессимистическому сценарию считают маловероятным.

Агентство Standard & Poor's в своих оценках не исключает завершения периода наиболее активного понижения рейтингов российских банков в конце 2009 г., предполагая, что пик понижения рейтингов уже пройден. Агентство обращает внимание на то, что среди прогнозных оценок преобладают «негативные», при этом количество «стабильных» прогнозов постепенно увеличивается и составляет уже более трети банков, имеющих рейтинги агентства.

По сравнению с остальными международными рейтинговыми агентствами, наибольшее число действий, связанных с понижением РДЭ российских институтов финансового посредничества в течение года, совершили эксперты Fitch Ratings: 21 против 17 и 12 соответственно для агентств Moody's и Standard & Poor's. В течение всего 2009 г. агентство проводило пересмотр оценок всех банков, рейтингуемых в России, уделяя основное внимание качеству активов, устойчивости к убыткам, а также планам по рекапитализации в случае пессимистичного развития событий.

Наблюдая высокую интенсивность негативных рейтинговых действий, предпринятых агентством Fitch Ratings в первой половине 2009 г., следует отметить ее снижение относительно пикового уровня, отмечавшегося в IV квартале 2008 года. Для многих кредитных организаций возросла значимость внешней финансовой поддержки, оказываемой либо со стороны государства, либо от материнских и связанных структур. В результате финансовые посредники с государственным участием сохранили прежние, относительно высокие показатели кредитоспособности и финансовой устойчивости.

Рейтинги частных кредитных организаций без иностранного участия отражают их собственную кредитоспособность и обычно не включают дополнительных баллов за возможную внешнюю поддержку в чрезвычайной ситуации со стороны владельцев или государства, вследствие чего они находятся

в диапазоне от «высокая степень невыполнения обязательств» до «спекулятивный уровень риска».

Рейтинги и прогнозы около 40% кредитных организаций, оцениваемых международными агентствами, в течение 2009 г. изменены не были. «Негативный» прогноз большинства эмитентов в 2009 г. сохранялся, не приводя к понижению рейтингов. Подтверждение на прежнем уровне рейтингов значительного числа финансовых эмитентов свидетельствует о поддержании ими ранее достигнутого уровня устойчивости, при этом сохранение «негативных» прогнозов может являться следствием сохранения прежних рисков, воздействующих на бизнес данных эмитентов.

Аналитики всех трех рейтинговых агентств отмечали проблемы с качеством кредитных портфелей, излишне высоким уровнем концентрации активов и пассивов финансовых посредников, а также со снижением показателей достаточности капитала банков после нескольких лет кредитной экспансии.

Среди кредитных организаций, имеющих международные рейтинги, в 2009 г. были банки, проходившие процедуру оздоровления (санации): их рейтинги со второй половины 2008 г. были понижены до уровня «высокая вероятность невыполнения обязательств» и находились на «пересмотре» вследствие неопределенности относительно перспектив дальнейшего развития, либо были отозваны.

В 2009 г. продолжился процесс отзыва или приостановления рейтингов российским кредитным организациям ведущими международными агентствами, преимущественно по просьбе самих эмитентов. Кризисные явления на международном финансовом рынке привели к частичному или полному прекращению взаимодействия многих российских кредитных организаций с зарубежными рейтинговыми агентствами. В то же время сохраняется заинтересованность финансовых институтов в получении рейтингов российских агентств, признаваемых Банком России при проведении беззалоговых аукционов. Национальные рейтинговые агентства придерживались достаточно умеренных оценок рисков российских институтов финансового посредничества, при этом в течение 2009 г. наблюдалось разнонаправленное изменение рейтингов кредитных организаций, что в целом соответствовало состоянию банковской системы. На 1.01.10 среди признанных Банком России национальных рейтинговых агентств наибольшую активность проявило агентство Эксперт РА, кредитные рейтинги которого присвоены 131 банку. Наименьшему числу российских кредитных организаций присвоены рейтинги агентства АК&М. В течение 2009 г. динамика рейтингов, присвоенных российским банкам агентствами АК&М, Национальным рейтинговым агентством

(НРА), РусРейтинг и Эксперт РА, имела разнонаправленный характер.

Несмотря на то, что в течение всего года международные агентства осуществляли массовый пересмотр оценок в сторону их ухудшения, ряд кредитных организаций, в первую очередь кредитные организации с государственным и иностранным участием в капитале, сохранили свои рейтинги на уровне инвестиционного класса: ОАО Банк ВТБ, ОАО «Банк ВТБ Северо-Запад», ВТБ 24 (ЗАО), ОАО «Россельхозбанк», Сбербанк России ОАО, ОАО «РосБР», ОАО «Банк Москвы», ЗАО ЮниКредит БАНК, ЗАО «КБ ДельтаКредит», ЗАО «БСЖВ», ЗАО «Райффайзенбанк, «БНП ПАРИБА» ЗАО, ОАО АКБ «РОСБАНК», КМБ-БАНК (ЗАО), ООО «Русфинанс Банк».

По мнению агентств, на конец 2009 г. сохранялись такие негативные факторы, как значительный объем просроченной задолженности, нестабильная ситуация на валютном рынке и в отдельных отраслях промышленности. Однако в прогнозах на 2010 г. три ведущих международных агентства отметили возможность стабилизации показателей деятельности российских институтов финансового посредничества и ожидание замедления роста объема «проблемных» активов в 2010 году.

В сфере **небанковского финансового посредничества** в 2009 г. преобладало снижение рейтингов большинства эмитентов. Наиболее подвержены негативным действиям агентств оказались негосударственные финансовые институты. Высокие показатели устойчивости имеют эмитенты, аффилированные с государственными кредитными организациями. Рейтинги этих небанковских посредников, как правило, сопоставимы с рейтингами материнской структуры и зависят от степени интеграции и важности финансового института для группы в целом.

По состоянию на 1.01.10 международными рейтинговыми агентствами были присвоены рейтинги 19 небанковским финансовым организациям и 16 страховым компаниям. В течение года пяти небанковским финансовым организациям впервые были присвоены рейтинги, находящиеся в диапазоне от уровня «средняя степень надежности» спекулятивной зоны (УК «Лидер») до «очень высокая вероятность невыполнения обязательств» высокоспекулятивной зоны (S.L. CAPITAL SERVICES). Рейтинги были понижены 8 небанковским финансовым организациям.

Продолжавшиеся кризисные явления на международном финансовом рынке оказывают негативное влияние на торговую конъюнктуру российского **страхового рынка**. По мнению аналитиков агентств, это ведет к существенному сокращению



объемов страховых премий (особенно в розничном сегменте) по мере того, как российские страховые компании сталкиваются с жесткой конкуренцией на страховом рынке.

В течение 2009 г. были присвоены рейтинги одной страховой компании, отозваны — также одной и незначительно понижены — двум организациям.

Рейтинги и прогнозные оценки небанковских финансовых посредников в основном соответствуют динамике рейтингов Российской Федерации и кредитных организаций, отражая давление нестабильной бизнес-среды на качество активов небанковских посредников, их ресурсную базу и ликвидность.

Финансовая стабильность банковских и небанковских финансовых учреждений связана с платежеспособностью **нефинансовых эмитентов**. Поэтому общая направленность рейтинговых действий агентств в отношении российских нефинансовых эмитентов в 2009 г. аналогична динамике рейтингов российских финансовых посредников и была преимущественно понижательной, что характерно для состояния кризиса и рецессии в экономике. Наибольшее количество действий агентств, связанных с отзывом и снижением рейтингов и прогнозов, наблюдалось в первом полугодии и уменьшилось в III квартале. Интенсивность положительных рейтинговых действий — повышения или присвоения рейтингов — увеличилась в конце 2009 года.

По состоянию на 1.01.10 международными агентствами были присвоены рейтинги 81 нефинансовой организации против 82 на начало 2009 года. При этом 15 эмитентов имели рейтинги всех трех агентств, 27 — двух и 39 — одного агентства.

Наиболее высокий уровень рейтингов («средняя степень надежности») присвоен госкомпаниям, рейтинги и прогнозы которых увязаны с суверенными рейтингами и прогнозами Российской Федерации. Негосударственным российским компаниям присвоены рейтинги преимущественно спекулятивного и высокоспекулятивного класса.

В условиях кризиса 2008-2009 гг. к потенциально проблемным отраслям, способным спровоцировать рост финансовой уязвимости банков и небанковских финансовых посредников, эксперты агентств относят девелоперскую, сырьевую, производственную и торговую сферы.

В связи со снижением мировых цен на сырьевые ресурсы и негативными последствиями мирового кризиса для деятельности ведущих российских предприятий сырьевых отраслей эксперты агентства Moody's понизили рейтинги на одну ступень с сохранением «инвестиционного» уровня государственным нефтедобывающим компаниям, ранее демонстрировавшим наиболее высокую кредитоспособность среди российских нефинансовых эмитентов.

Негативная динамика рейтингов в течение 2009 г. преобладала среди компаний, занятых в металлургическом производстве (половине компаний данной отрасли был понижен рейтинг), девелоперском бизнесе (преобладало понижение и отзыв рейтингов), а также в сфере грузоперевозок и транспорта (преимущественно понижательная динамика рейтингов).

Одной из характерных для 2009 г. тенденций стало объявление отдельными компаниями дефолтов по ранее выпущенным облигациям, что свидетельствовало о неспособности эмитентов рефинансировать краткосрочные обязательства и управлять задолженностью с истекающим сроком погашения.

Среди нефинансовых эмитентов наблюдался умеренный спрос на рейтинговые услуги, при этом в различных отраслях присутствуют компании, либо не заинтересованные, либо не способные обеспечить получение международного рейтинга по причине недостаточной прозрачности бизнеса. В условиях кризиса клиентами ведущих рейтинговых агентств оставались достаточно крупные компании, как правило, характеризующиеся относительной финансовой устойчивостью.

Агентство Standard & Poor's в июне 2009 г. объявило о пересмотре методологии присвоения рейтингов организациям, связанным с государством, с целью повышения степени детализации анализа с учетом отраслевой и географической принадлежности этих организаций. Данные изменения призваны повысить прозрачность применяемых методов присвоения рейтингов. В связи с этим эксперты Standard & Poor's вывели рейтинги из списка «CreditWatch» в течение трех месяцев после обсуждения вопросов с руководством соответствующих организаций и представителями государства. Результатом стало понижение долгосрочного кредитного рейтинга в иностранной валюте ряду госкомпаний при сохранении «негативного» прогноза.

Наблюдавшаяся с начала 2009 г. тенденция снижения уровня рейтингов и ухудшения прогнозов рейтингов большинства российских эмитентов к концу рассматриваемого года сменилась постепенной стабилизацией оценок международных агентств. Это свидетельствует об относительной адаптации отдельных хозяйствующих субъектов к условиям мирового экономического кризиса.

Наряду с востребованностью рейтингов международных агентств растет внимание к национальным рейтинговым агентствам, преимущественно со стороны средних и небольших финансовых организаций, а также нефинансовых эмитентов. На 1.01.10 наибольшее число рейтингов (20 корпоративным эмитентам) было присвоено Национальным рейтинговым агентством (НРА), а агентство РусРейтинг при-

своило рейтинги пяти компаниям. Рейтинги национальных агентств способны выступать индикатором кредитоспособности заемщиков в первую очередь на внутреннем рынке. При этом рост финансовой прозрачности различных секторов российской экономики может способствовать постепенному выходу из рецессии ее ключевых сфер, благодаря обеспечению большего доверия между отдельными участниками рынка и повышению деловой активности. Сфера деятельности эмитентов, имеющих рейтинги национальных рейтинговых агентств, преимуще-

ственно сосредоточена на территории Российской Федерации.

Деятельность международных и национальных рейтинговых агентств в условиях кризиса характеризовалась оперативностью и системным подходом, что позволяло им достаточно своевременно и адекватно отражать изменения, происходившие в экономике для России в целом, а также субфедеральных образований, финансовых посредников и нефинансовых эмитентов.

Выпуск подготовлен Департаментом исследований и информации (руководители авторского коллектива В. И. Моргунов и А. М. Чумаченко).

Глава 1 — Управление экономического анализа и прогнозирования (А. В. Лисанский — начальник Управления, Е. Е. Аленовская, Т. Ф. Булова, Т. И. Еремина, Т. А. Кабанова, Е. А. Оленина, Ю. Л. Плущевская, В. В. Соколов, В. Ю. Черкасов, К. В. Швандар).

Глава 2-4, Управление анализа финансового сектора (Е. Н. Чекмарева — начальник Управления, Д. Е. Григорьев, А. С. Доркина, А. В. Егоров, К. Н. Гусева, Ю. А. Журавлева, Л. М. Зиновьева, А. С. Кармазина, Е. Ю. Кислякова, Е. Н. Кривоненкова, О. В. Коваленко, Е. Г. Мельникова, И. Л. Меркурьев, Ю. В. Осипова, Л. В. Погорелов, В. Т. Севрук).

Раздел 3.1 — с использованием материалов Департамента лицензирования деятельности и финансового оздоровления кредитных организаций.

Раздел 3.2 — с использованием материалов Сводного экономического департамента.

Участие в редактировании — Л. Ф. Моисеева.

Верстка и тиражирование на ризографе MZ 770 выполнены Отделом технического обеспечения (Ю. В. Главинский).