



РОССИЙСКИЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ
им. Г.В. ПЛЕХАНОВА

АНАЛИЗ ТРЕНДОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СИСТЕМЫ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

В этом выпуске:

Запросы на рефинансирование задолженности растут 2

Пенсионная разморозка 3

Цены на нефть: итоги 2019 года и обозримая перспектива 4

Рынок российских акций «забыл» о рисках 5

Венчурные инвестиции: в поисках стабильности 6

Самые закредитованные россияне 7

Выпуск №51

Январь 2020

Охлаждая потребительское кредитование

Меры Банка России по сдерживанию рынка потребительского кредитования начинают давать первые результаты. Так, годовые темпы роста объемов выданных кредитов снизились до 4,9%, рост накопленной кредитной задолженности сократился до 18,5% (рис.1). Для сравнения годом ранее эти показатели составляли 29,0% и 23,2% соответственно.

Задолженность по потребительским кредитам в России превысила 17,3 трлн руб. и, учитывая социальную структуру заемщиков, дальнейшее ее расширение сопровождается увеличением риска своевременного обслуживания долгов.

В ближайшем будущем тренды на снижение ставок кредитования (вслед за ключевой ставкой) и ужесточения требований к потенциальному доходу заемщиков будут уравнивать ситуацию на кредитном рынке. Плавное снижение темпов роста кредитной задолженности до уровня 12-15% к середине 2020 года продолжится.

При рассмотрении отдельных регионов можно отметить 9 субъектов РФ, где, несмотря на усилия Банка России, отмечается ускорение темпов роста кредитных долгов. В их числе Краснодарский край (рост на 4,6% за последние три месяца против 4,1% тремя месяцами ранее), Республика Крым



Рис.1 Годовые темпы прироста потребительского кредитования и накопленной кредитной задолженности в РФ, %

(10,9% против 10,0%), Республика Татарстан (4,3% против 4,0%), Новгородская область (3,3% против 3,1%), Вологодская область (3,2% против 3,1%), Нижегородская область (3,4% против 3,3%).

В Республиках Башкортостан, Удмуртия, Карелия, Ингушетия и Хакасия, Мурманской и Владимирской областях темпы роста задолженности по потребительскому кредитованию практически не изменились.

Значительное замедление темпов роста кредитной задолженности (более чем на четверть за 3 месяца) в ответ на действия мегарегулятора отмечается в 27 субъектах РФ. Среди них наибольшее снижение отмечается в Ивановской области (рост на 1,8% против 5,3% тремя месяцами ранее), Республике Алтай (рост на 3,5% против 6,9%), Чувашской Республике (рост на 1,9% против 3,6%), Республике Саха (рост на 3,0% против 5,2%), Белгородской области (рост на 2,7% против 4,6%).

Запросы на рефинансирование задолженности растут

Из официальных статистических данных Банка России объемы рефинансирования потребительских кредитов точно рассчитать невозможно. Однако при вычитании из объемов ежемесячного кредитования абсолютных приростов накопленной кредитной задолженности можно получить значения, приблизительно соответствующие объемам рефинансирования кредитов с учетом начисленных процентов. Полученные данные можно характеризовать как «условное рефинансирование».

На рис.2 представлены темпы прироста рассчитанного условного рефинансирования и динамика ключевой ставки Банка России. Как видно из рис.2, некоторые тренды по снижению ключевой ставки после 2015 года соответствуют трендам увеличения объемов рефинансирования кредитов.

Значение коэффициента корреляции Пирсона данных временных рядов составляет 0,76, что свидетельствует о высокой зависимости между данными процессами. Наибольшие значения взаимокорреляционная функция указанных временных рядов принимает при смещении исходных данных на 4-6 месяцев. Это означает, что реакция кредиторов и заемщиков на снижение процентной ставки регулятора наиболее существенно проявляется спустя 1-2 квартала после решения Банка России о смягчении денежно-кредитной политики.

Доказательством того, что именно падение ставки влияет на популярность рефинансирования, являются значения производных временных рядов темпов роста рефинансирования и инвертированной процентной ставки, полу-

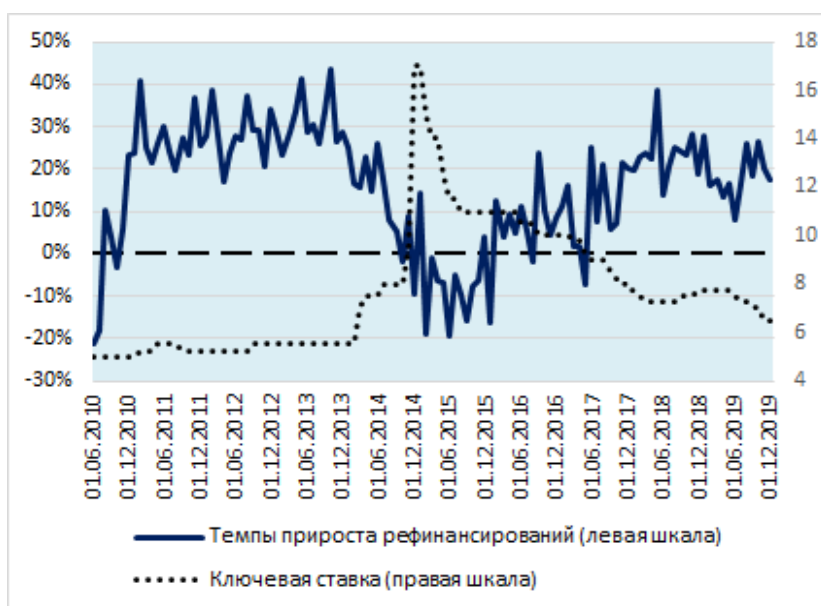


Рис. 2 Динамика условных рефинансирований потребительских кредитов и ключевой ставки Банка России

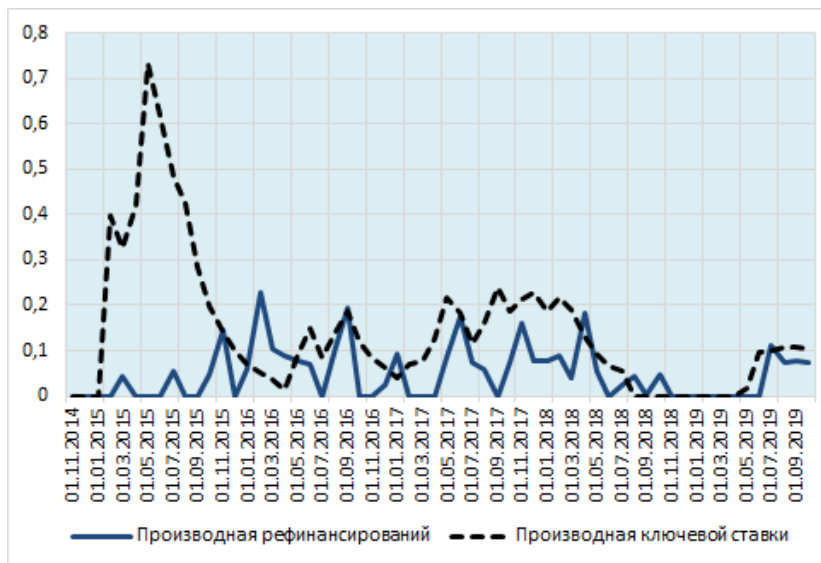


Рис. 3 Производные условных рефинансирований и ключевой ставки Банка России

ченные фильтром Савицкого-Голея (рис.3). Применение этого фильтра позволяет очистить «зашумленные» данные без искажения основной динамики ряда.

Исследуем только неотрицательные значения полученных рядов, т.к. важно определить реакцию заемщиков именно на снижение ключевой ставки. На горизонте последних 5 лет совпадения положительных значений производных рядов инвертированной ключевой ставки и темпов роста рефинансирования составили 75% случаев.

Пенсионная разморозка

Начиная с декабря 2019 года, когда на публичное обсуждение был представлен первый вариант концепции гарантированного пенсионного плана (ГПП), пришедшего на смену индивидуальному пенсионному капиталу (ИПК), стали появляться дополнительные подробности, связанные с архитектурой новой накопительной пенсионной системы в РФ.

Базой для последующих накоплений граждан (1967 года рождения и моложе) в системе ГПП станут взносы, которые уже были сформированы в их пользу за счет отчислений работодателей до 2014 года (6% в структуре взноса на обязательное пенсионное страхование). С 2021 года у граждан появится возможность увеличить эти накопления за счет добровольных взносов, а процесс будет оформлен как приобретение стандартного пенсионного продукта у выбранного ими негосударственного пенсионного фонда (НПФ). Передать имеющиеся пенсионные накопления в ГПП граждане смогут по истечении шестимесячного срока с начала уплаты самостоятельных взносов, при этом минимальный взнос в систему ГПП будет составлять не менее 1% от МРОТ. Размер добровольных взносов ничем не ограничен кроме возможностей индивидуального бюджета гражданина, а в случае необходимости, на определенное время их можно будет даже прекратить.

Чтобы работодатели «продвигали в массы» идею ГПП, предлагается зарплату работников, начавших добровольное финансирование ГПП, относить с повышающим коэффициентом на себестоимость предприятия для целей расчета налога на прибыль.

Стимулировать же участие самого работника в подобной системе государство предлагает за счет социального налогового вычета и освобождения от налогообложения инвестиционного дохода, который будет получен при инвестировании пенсионных накоплений. Кроме того, возможные убытки от инвестирования будут покрываться самими НПФ за счет их резервов и собственных средств,

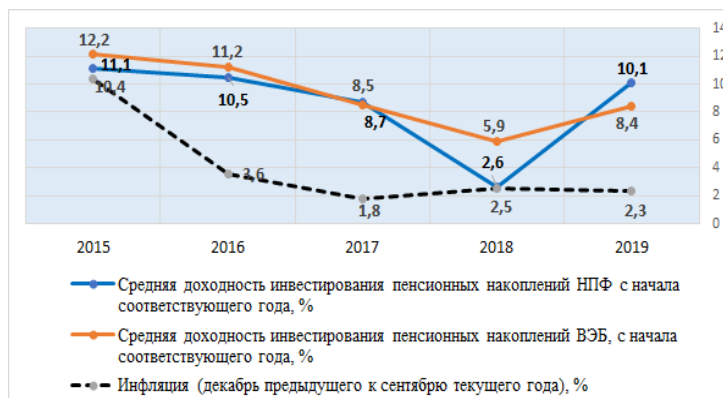


Рис. 4 Доходность размещения пенсионных накоплений за I-III квартал соответствующего года

а в случае банкротства НПФ — за счет средств агентства по страхованию вкладов (АСВ). Один раз в пятилетку ожидается фиксация полученного за это время инвестиционного дохода. Требования к управлению активами в системе ГПП, будут аналогичны тем, что работают на рынке обязательного пенсионного страхования в настоящее время.

Как видно из рис.4, доходность по инвестированию пенсионных накоплений примерно соответствует доходности государственных облигаций. У государственной управляющей компании (ВЭБ.РФ) на пятилетнем периоде доходность в среднем превышала доходность НПФ. За исследуемый период она была выше инфляции.

В системе пенсионных накоплений появится еще одно действующее лицо — пенсионный администратор в лице Национального расчетного депозитария. В его функции входит информационная поддержка граждан через личный он-лайн кабинет, а также получение взносов граждан с дальнейшим их распределением среди выбранных ими НПФ.

Выплаты пенсий из ГПП будут начинаться при наступлении одного из следующих событий: (1) по прошествии 30 лет после начала формирования накоплений или (2) наступлении пенсионного возраста гражданина. Накопленную пенсию можно будет получить либо всю сразу, либо оформить ежемесячные выплаты (например, на 15 лет). Их размер, индексация на уровень не менее инфляции, размер капитализации будут пересматриваться каждые два года, а неистребованные остатки по счету будут наследоваться.

По оценкам Минфина РФ в новой пенсионной программе в первый год примет участие порядка 1% граждан, застрахованных в системе ОПС, а сама система будет запущена в 2021 году.

Цены на нефть: итоги 2019 года и обозримая перспектива

2019 год отметился заметным снижением волатильности на нефтяном рынке. Если в 2018 году диапазон колебаний котировок нефти марки Brent составил от 51 до 87 долл. США, то в 2019 году рынок заметно сбавил обороты и котировки не выходили из коридора 51-72 долл. США.

ФРС США изменила направление денежно-кредитной политики в сторону смягчения, что устранило ряд рисков замедления мировой экономики. В связи с этим поводом игры на понижение цены «черного золота» стало меньше. К тому же сентябрьское нападение на крупнейший нефтеперерабатывающий завод компании Saudi Aramco в Саудовской Аравии заставило на время остановить половину нефтедобывающих мощностей государства. В день аварии котировки в моменте прибавляли более 15%.

Страны «ОПЕК+» подписали бессрочную хартию, в соответствии с которой страны-участники будут держать под контролем и поддерживать равновесие на нефтяном рынке. Данное решение расширяет возможности гибкого регулирования цен на нефтяном рынке: в случае удешевления – снижать добычу, в случае роста цен и прочих факторов – увеличивать предложение нефти и компенсировать ущерб от возможных аварий.

В 2020 году ОПЕК снизит квоты на добычу нефти. Систематические нарушители – Нигерия и Иран – пока являются нерешенной проблемой. Однако в связи с усилившейся напряженностью вряд ли стоит ожидать роста экспорта нефти из Ирана.

В конце 2019 года Brent достиг 69 долл. США за баррель, что означало годовой прирост 29%. Новый 2020 год начался с резких потрясений на геополитическом фронте между Ираном и США, а также в Ливии. В связи с этим нефтяной рынок стал более спекулятивным и немедленно отреагировал на указанные события.

Бычьи настроения в 2020 году подо-

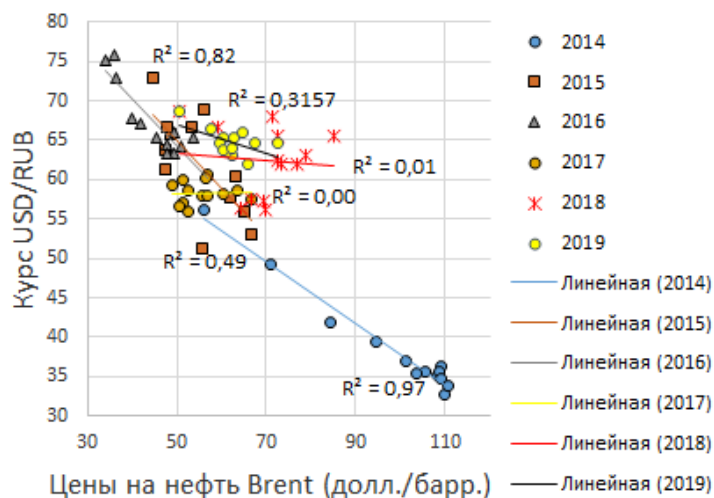


Рис. 5 Цены на нефть Brent и курс USD/RUB

греваются подписанием первой части торговой сделки между США и Китаем. Однако по следующим пунктам из второй и третьей частей торгового соглашения достигнуть компромисса вряд ли удастся. В них, например, входят положения об ответственности за хищения интеллектуальной собственности и коммерческой тайны, за принудительную передачу технологий и манипулирование валютой.

Выборы Президента США, которые состоятся в ноябре, могут также внести коррективы в тренды рынка. Победа Трампа продолжит политический курс стимулирования экономического роста и, как следствие, увеличит спрос на энергоносители. Победа демократов, которые поддерживают отказ от нефти и газа и снижение неравенства может способствовать замедлению экономического роста. Во втором случае, во избежание обвала нефтяных котировок, в США придется снизить добычу углеводородов.

С одной стороны, замедление темпов экономического роста в Китае, признаки рецессии в Индии ухудшат спрос на энергоносители в 2020 году, толкая цены на нефть вниз, с другой стороны, напряженность на Ближнем Востоке, Ливии и Венесуэле будет периодически подталкивать нефтяные котировки вверх. Данные процессы будут в целом уравнивать рыночную ситуацию.

В итоге тренд нефтяных цен будет во многом определяться не параметрами спроса и предложения на товарном рынке, а позиционированием и финансовой устойчивостью крупнейших фондов на рынке товарных фьючерсов. Кроме того, устойчивая взаимосвязь колебаний между курсом рубля и нефтяными ценами будет продолжать восстанавливаться (рис.5).

Рынок российских акций «забыл» о рисках

Таблица 1

Отраслевые индексы фондового рынка РФ в 2019 году

Отраслевой индекс	Доходность инвестиций в 2019 году, %
Индекс МосБиржи	29,5%
Индекс телекоммуникационной отрасли	27,8%
Индекс нефтегазовой отрасли	26,5%
Индекс энергетической отрасли	26,0%
Индекс финансовой отрасли	25,7%
Индекс транспорта	13,1%
Индекс металлургии и добычи	12,1%
Индекс потребительского сектора	8,6%
Индекс химической отрасли	4,8%

2019 год можно считать одним из лучших для российского рынка акций. Основной фондовый индекс МосБиржи вырос на 29,3%, что является лучшим результатом за последнее десятилетие. Еще более внушительный подъем наблюдался у индекса РТС (44,9%), росту которого способствовал сильный рубль.

Причины подобного успеха определялись как внешними, так и внутренними факторами. Стабилизация цен на нефть после падения осенью 2018 года, а также «привычное» (без неожиданных решений) санкционное давление на РФ способствовали некоторой активизации интереса западных инвесторов к недооцененным бумагам российских эмитентов.

Среди внутренних факторов можно отметить стабильность государственных финансов на фоне профицитного государственного бюджета, а также рост прибыли у большинства российских компаний. Помимо этого, снижение инфляции позволило Банку России в течение 2019 года пять раз снизить ключевую ставку в общей совокупности на 1,5 проц. пункта.

В табл.1 представлены отраслевые индексы МосБиржи. Среди лидеров роста оказались акции отрасли телекоммуникаций, нефтегазовой, энергетической и финансовых отраслей.

Основной индекс МосБиржи подбросили в плюс (выше всех прочих «отраслевых» индексов) акции Газпрома и Сбербанка, прибавившие 66,7% и 38,2% соответственно. Эти акции занимают в совокупности львиную долю в ведущем индексе крупнейшей отечественной биржи.

Телекоммуникационный сектор в 2019 году оказался в лидерах роста. Представители этой отрасли традиционно генерируют высокий денежный поток, их акции являются привлекательными дивидендными активами. В условиях значительного снижения процентных ставок, дивидендные бумаги всегда пользуются повышенным спросом.

Общими тенденциями для финансового сектора в прошедшем году стали опережающие темпы роста кредитования част-

ного сектора из-за слабой динамики реальных располагаемых доходов населения, а также смещение акцента с роста процентной маржи на увеличение комиссионных доходов. Значительный рост прибыли Сбербанка обеспечил существенный подъем всему сектору.

Сектор металлургии и добычи выглядел слабо из-за просадки котировок сталелитейных и угледобывающих компаний.

Потребительский сектор также оставался в непростом положении. Реальные располагаемые доходы населения, согласно статистике Росстата, выросли незначительно. Конкуренция в секторе продолжила усиливаться, особенно в продуктовом ритейле. В то же время, надежда на позитивные перемены, связанные с субсидированием рождаемости и индексацией пенсий, заставляет активно покупать бумаги этой отрасли уже в начале 2020 года. Например, акции Магнит, одного из лидеров отрасли, в настоящее время переживают взлет котировок после нескольких лет снижения.

Сектор химии и нефтехимии в 2019 году показал слабую динамику, преимущественно из-за снижения акций Фосагро. Конъюнктура на глобальных рынках не располагает к росту прибыли в секторе из-за высокой конкуренции с китайскими производителями удобрений.

Венчурные инвестиции: в поисках стабильности

В экономике современной России всё большую роль играют инновации и современные технологии. Традиционно инновационные продукты развиваются в форме стартапов и малых предприятий. Однако для развития стартапов необходимы инвестиции, и если на Западе культура венчурных инвестиций является довольно развитой, то в России эта область финансовых рынков не настолько стабильна.

Так, по данным PwC за первое полугодие 2019 года объем венчурной экосистемы – суммарный объем выходов, грантов и венчурных сделок – составил 347,7 млн долл., что почти в два раза больше аналогичного показателя за предыдущий год. Рынок венчурных сделок, составляющий основу венчурной экосистемы, показал в первом полугодии 2019 года рост на 161,1%, достигнув 248,1 млн долл. При этом отметим тенденцию увеличения среднего размера сделки. Если в 2017 году средний размер сделки составлял 1,5 млн долл., то в первой половине 2019 года он был равен 3,1 млн долл. Примечательно, что большинство фондовых инвестиций (84% от объема сделок) совершается иностранными фондами.

Рост российского рынка венчурных инвестиций в основном происходит за счет сделок, приходящихся на стадию расширения компаний. Объем данных инвестиций в 4-6 раз больше, чем на ранней стадии развития компаний, и в 8-10 раз больше, чем на посевной стадии и стадии стартапа (рис.6). Для сравнения, наибольший объем венчурных инвестиций в Европе приходится на стадию стартапа и прочие ранние стадии жизни компании. Здесь Россия немного похожа на США, где большую долю на венчурном рынке занимают сделки на поздней стадии жизни компании.

Несмотря на довольно уверенный рост, объем российских венчурных инвестиций пока значительно отстает от более развитых стран. Так, по данным ОЭСР, объем венчурных капитальных инвестиций в нашей стране в 2017 году составил 338 млн долл., а в 2018 году 42 млн долл., в то время как в 2018 г. в Германии данный показатель составил 1,7 млрд долл., в Великобритании – 2,2 млрд долл., а в США 113,1 млрд долл.

На отечественном рынке, как и за рубежом, лидером в области венчурных инвестиций

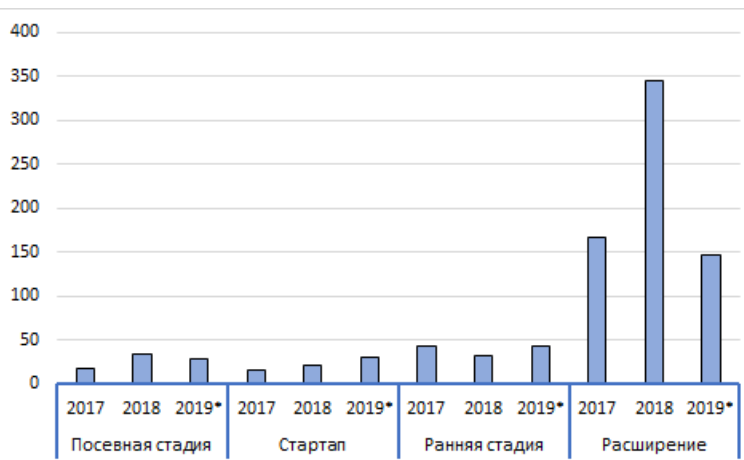


Рис. 6 Динамика объема венчурных инвестиций по стадиям развития компаний в РФ, млн. долл. США

остается сфера информационных технологий. В 2018 году в России 86% сделок было совершено именно в данном секторе, а общий объем сделок в ИТ составил 94% от общего объема рынка.

За последние 3 года постепенно меняется структура инвестиций в ИТ. Если в 2017 году наибольшее количество венчурных сделок было в области облачных технологий, агрегаторов и онлайн-каталогов, в 2018 году – в области электроники, онлайн-каталогов и электронной коммерции, то в первом полугодии 2019 года лидируют технологии электронной коммерции и бизнес-услуги. Представляют интерес и изменения сезонных колебаний в ИТ-инвестициях. Если в начале предыдущего десятилетия во II квартале объем венчурных инвестиций был выше, чем в других кварталах, то под конец десятилетия во II квартале наблюдается стабильный спад в инвестициях по сравнению с другими кварталами. Крупнейшими сделками на венчурном рынке в сфере ИТ последнего времени стали покупка акций компании Ozon АФК «Система» у МТС, приобретение дочерней компанией Мегафона «Ситимобил», крупные инвестиции МТС в YouDo.

Из-за невысоких объемов рынок венчурных инвестиций в России пока еще слабо развит, однако темпы роста его отдельных сегментов могут резко ускориться. Интерес к рынку растет, особенно на этапе расширения бизнесов. При стабильном экономическом развитии и повышении надежности сделок российский венчурный рынок сможет выйти на новый уровень и приблизиться к показателям ведущих зарубежных стран.

Самые закредитованные россияне

В последнее время в России много говорится о значительной закредитованности граждан, связанной с активным ростом выдачи банковских кредитов и займов микрофинансовых организаций, а также с сокращением реальных доходов.

Один из показателей, позволяющий объективно продемонстрировать соотношение этих двух величин, является показатель долговой нагрузки (ПДН), который при оценке кредитоспособности заемщиков, в соответствии с новыми правилами Банка России, вступившими в силу с 01 октября 2019 года, должны учитывать банки, МФО и потребительские кредитные кооперативы. ПДН рассчитывается как процентное отношение среднемесячного платежа заемщика по кредитам к его среднемесячному доходу.

Согласно расчетам НБКИ, среднее значение ПДН в России на 01 октября 2019 года составило 24,6%.

В отраслевом разрезе наименьшее значение ПДН наблюдается у работников современных высокотехнологичных отраслей, которые являются потенциальными драйверами развития российской экономики: ИТ (информационные технологии) – 13,6%, телекоммуникации и связь – 15,7%. Далее идут работники сфер, традиционно считающихся в России престижными и высокооплачиваемыми: маркетинг, реклама, PR – 20,0%, банки и страхование – 20,9%, финансы и бухгалтерия – 22,7%, управление персоналом – 22,8%. Меньше, чем среднее по стране, значение ПДН имеют работники отрасли строительства – 23,3%, закупок и снабжения – 23,3%, продаж – 23,9%, автосервиса – 23,9%.

Среднее значение ПДН, превышающее среднее по стране, имеют заемщики, занятые в обслуживании бизнеса и сферы услуг. Наибольшее среднее значение ПДН (34,0%) отмечается у работников службы охраны.

При этом, если наименьшее и наибольшее среднее значение ПДН можно связать с квалификацией, требующейся в той или иной сфере, то другие показатели ПДН связаны зачастую не с квалификацией заемщиков, а с уровнем средней заработной платы в той сфере и отрасли, в которой он трудится.

Таким образом, уровень заработной платы является тем показателем, который оказывает существенное влияние на значение ПДН заемщика. А уровень заработной платы, как известно, зависит не только от отрасли, в

Таблица 1

Долговая нагрузка на граждан, занятых в различных сферах экономической деятельности

Сфера экономической деятельности	ПДН	Средняя зарплата руб /мес	Выплаты по кредитам, руб /мес
Финансы и бухгалтерия	22,7	83353	18921
Информационные технологии	13,6	60969	8292
Транспорт и логистика	29,0	46993	13628
Фармацевтика и медицина	33,2	39088	12977
Строительство	23,3	38750	9029
Самозанятые	29,7	37500	11138
Продажи	23,9	34424	8227
Образование	28,5	34082	9713
Общественное питание	27,1	26356	7142

которой работает гражданин, но и от занимаемой им должности. И чем выше занимаемая заемщиком должность, тем легче ему обслуживать взятые на себя кредитные обязательства.

Расчеты, произведенные НБКИ, также подтверждают данный постулат. Среднее значение ПДН у заемщиков, занимающих руководящие должности (топ-менеджмент – 14,9%), в 2 раза меньше, чем у заемщиков, занимающих рядовые должности в компаниях и организациях (рабочие – 29,7%, хозяйственно-административный персонал – 30,3%).

Соотношение величины ПДН со средним уровнем заработной платы, получаемой работниками различных сфер деятельности, позволяет определить среднюю сумму, которую они тратят на выплаты по своим кредитным обязательствам (табл.1). Анализ полученных данных показывает, что, как правило, чем выше заработная плата заемщика, тем больше в абсолютном выражении кредитных обязательств он готов на себя брать и соответственно осуществлять по ним больший объем ежемесячных выплат. При этом доля этих выплат в объеме дохода заемщика преимущественно тем ниже, чем выше уровень этого дохода.

Сферы деятельности, в которых работники берут на себя повышенные кредитные обязательства, в настоящее время являются здравоохранение, образование, транспортное обеспечение и логистика, а также самозанятые граждане.

РЭУ
им. Г.В. ПЛЕХАНОВА

Адрес: г. Москва,
Стремянный пер., 36

Телефон: +7(499)237-84-87
Эл. почта: nio_geu@mail.ru



Бюллетень включен в
Российский индекс
научного цитирования
(РИНЦ) и международную
ассоциацию издателей
CrossRef

Научно-исследовательское объединение РЭУ им.Г.В. Плеханова

Научный руководитель

д.э.н., проф. Валентей С.Д.

Научный руководитель НИО РЭУ им. Г.В. Плеханова

Ответственный редактор серии

к.э.н., доц. Домащенко Д.В.

Заведующий научной лабораторией

Исследования денежно-кредитной системы и анализа финансовых рынков

Выпуск подготовили:

- к.э.н., доц. Домащенко Д.В.

Охлаждая потребительское кредитование

- Пехтерев А.А.

Запросы на рефинансирование задолженности растут

- д.э.н., проф. Финогенова Ю.Ю.

Пенсионная разморозка

- Щеголев А.С.

Цены на нефть: итоги 2019 года и обозримая перспектива

- Разумова О.И.

Рынок российских акций «забыл» о рисках

- Сокерин П.О.

Венчурные инвестиции: в поисках стабильности

- к.э.н., доц. Марков М.А.

Самые закредитованные россияне

*В материалах использованы исходные статистические данные
[Банка России](#), [Московской биржи](#), [Thomson Reuters](#), [НБКИ](#), [PwC](#)*

Ссылки на электронный ресурс:

[DOI:10.21686/dksfr/51.2019](https://doi.org/10.21686/dksfr/51.2019)

<http://www.rea.ru/ru/Pages/exspertixareu.aspx>