

**ВЛИЯНИЕ НОВЕЙШИХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ШОКОВ
НА РОЗНИЧНЫЙ СЕГМЕНТ ФИНАНСОВОГО РЫНКА РОССИИ**

ПОПОВА Ольга Васильевна, доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры экономики и экономической безопасности, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, Среднерусский институт управления – филиал, адрес: 302028, Россия, г. Орел, б. Победы, д.5а, e-mail: olga_v_popova@mail.ru

AuthorID: 659249

ЩЕГОЛЕВ Александр Владимирович, кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики и экономической безопасности, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, Среднерусский институт управления – филиал, адрес: 302028, Россия, г. Орел, б. Победы, д.5а, e-mail: shchegolev_alex@mail.ru

Аннотация. Цель исследования заключается в анализе специфики проявления экономических шоков 2020 и 2022 годов и оценки их влияния на состояние розничного сегмента финансового рынка России. Авторы обосновывают необходимость уточнения значимых факторов, оказывающих влияние на финансовое поведение розничных инвесторов, уровень и направления активности физических лиц. Методология исследования: на основе анализа статистических данных анализируется инвестиционный потенциал национальных домохозяйств с позиции их доходов, объемов и структуры расходов.

В результате авторами выявлены критериальные особенности экономических шоков и их влияние на инвестиционное поведение населения. Определены условия, способствующие трансформации поведения розничных инвесторов в условиях экономических шоков. Изучен и систематизирован тренд инвестиционных предпочтений российских домохозяйств в условиях пандемии COVID – 19 и антироссийских санкций. Дана оценка изменениям инвестиционных предпочтений россиян с застрахованных банковских вкладов на инструменты фондового рынка и установлены причины повышения макро- и микроэкономических рисков этой тенденции для инвесторов и национальной экономики. Уточняется отношение населения к финансовым рискам в период глобальных шоков, определяется смена трендов в его потребительских и инвестиционных предпочтениях. Обосновывается необходимость совершенствования механизмов управления розничным сегментом финансового рынка страны.

Ключевые слова: финансовый рынок, ценные бумаги, розничный инвестор, экономический шок, инвестиционное поведение, пандемия 2020.

Цит.: Попова О.В., Щеголев А.В. Влияние новейших экономических шоков на розничный сегмент финансового рынка России// Среднерусский вестник общественных наук. – 2022. – Том 17. – № 6. – С. 190-210.

**THE IMPACT OF THE LATEST ECONOMIC SHOCKS ON
RETAIL SEGMENT OF THE RUSSIAN FINANCIAL MARKET**

ПОПОВА О. В., Doctor of Economic Sciences, Professor at the Department of economy and economic security, Central Russian Institute of Management – branch of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Russian Federation, Orel), e-mail: olga_v_popova@mail.ru

ШЧЕГОЛЕВ А. В., Candidate of Economic Sciences, Associate Professor at the Department of economy and economic security, Central Russian Institute of Management – branch of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Russian Federation, Orel), e-mail: shchegolev_alex@mail.ru

Abstract. The purpose of the the study is to analyze the specifics of the manifestation of economic shocks in 2020 and 2022 and assess their impact on the state of the retail segment of the Russian financial market. The authors justify the need to clarify the significant factors influencing the financial behavior of retail investors, the level and direction of activity of individuals. Research methodology: based on the analysis of statistical data, the investment potential of national households is analyzed from the standpoint of their income, volumes and structure of expenses.

As a result, the authors identified the criteria specific features of economic shocks and their impact on the investment behavior of the population. The conditions that contribute to the transformation of the behavior of retail investors in the context of economic shocks are determined. The trend of investment preferences of Russian households in the context of the COVID-19 pandemic and anti-Russian sanctions is studied and systematized. An assessment of changes in the investment preferences of Russians from insured bank deposits to stock market instruments is given, and the reasons for the increase in the macro- and microeconomic risks of this trend for investors and the national economy are established. The attitude of the population to financial risks during the period of global shocks is specified, the change in trends in its consumer and investment preferences is determined. The necessity of improving the mechanisms for managing the retail segment of the country's financial market is substantiated.

Keywords: financial market, securities, retail investor, economic shock, investment behavior, pandemic 2020.

For citations: Popova O.V., Shchegolev A.V. (2022) *The impact of the latest economic shocks on retail segment of the Russian financial market // Central Russian Journal of Social Sciences. –Volume 17, Issue 6. – P. 190-210.*

ВВЕДЕНИЕ

Финансовый сектор является кровеносной системой национальной и глобальной экономик, обеспечивая эффективный межотраслевой и межтерриториальный перелив капитала. Важнейшим сегментом финансового рынка выступает розничный, на котором в качестве поставщиков денежного капитала фигурируют физические лица. Несмотря на высокую значимость и емкость розничного сегмента финансового рынка, его развитие сопряжено с повышенным уровнем неопределенности, волатильности и рисков, связанным непосредственно с поведением индивидуумов [7].

Управление финансовым поведением населения является важнейшей научной проблемой и сферой государственного регулирования, поскольку физические лица совокупно выступают мощнейшим инвестором в экономическое развитие на национальном и глобальном уровне. В научном контексте мотивация населения при принятии финансовых решений описывается теорией поведенческих финансов, согласно которой человек, распоряжаясь собственными денежными средствами, неизбежно поддается эмоциям, в то время как объем доступной информации и знаний для ее интерпретации у него ограничен [4, 9].

В период кризисов и шоков разного генезиса эмоциональность частных финансовых агентов повышается за счет обострения страха за собственное благополучие и благополучие своей семьи, ажиотажа на фоне роста спроса на отдельные финансовые продукты или потребительские товары, изменения доверия к СМИ и властям, эйфории от собственных успехов или нетерпеливости в отношении успехов, которые могли бы быть, если бы решение было принято раньше [10].

Пандемия COVID-19 стала первым самым серьезным комплексным катаклизмом в мировой новейшей истории, в котором финансовые риски усугубились рисками для жизни и здоровья, риском безработицы [8]. Например, O. Levy и Galili [1] считают, что по уровню стрессовой нагрузки на население пандемию 2020 года можно сравнить с террористическими атаками 2011 года. В таких условиях уровень иррациональности физических лиц значительно возрастает одновременно с изменением финансовых предпочтений.

Кризис 2022 года, связанный с жесточайшими антироссийскими санкциями в ответ на специальную военную операцию, тоже в значительной степени затронул глобальную финансовую систему. Но российский финансовый рынок, в том числе его розничный сегмент, оказался в изоляции от мировых финансовых потоков и операций. Оказались за-

блокированными ценные бумаги иностранных эмитентов в индивидуальных портфелях граждан, а также в паевых инвестиционных фондах, обесцениваются акции и фонды коллективного инвестирования.

Однако поведению розничных инвесторов во время экономических кризисов и шоков уделяется недостаточно внимания в научном сообществе. Нарастание глобальной турбулентности позволяет предположить, что периодичность кризисных явлений будет возрастать. Поэтому углубление знаний в этой сфере позволит разработать действенную систему инструментов и механизмов для снижения уровня эмоционального напряжения и иррациональности физических лиц на финансовом рынке, повышения финансовой грамотности населения.

Цель и задачи исследования

Цель исследования заключается в анализе специфики проявления экономических шоков 2020 и 2022 годов и оценке их влияния на состояние розничного сегмента финансового рынка России для уточнения значимых факторов, оказывающих влияние на финансовое поведение розничных инвесторов, уровень и направления активности физических лиц.

Для достижения поставленной цели были определены и последовательно решены следующие задачи: выявлены критериальные особенности экономических шоков и их влияние на формирование инвестиционного поведения населения; проанализирован инвестиционный потенциал национальных домохозяйств с позиции их доходов, объемов и структуры расходов; изучен и систематизирован тренд инвестиционных предпочтений российских домохозяйств в условиях пандемии COVID-19, а также СВО; дана оценка изменениям инвестиционных предпочтений россиян с застрахованных банковских вкладов на инструменты фондового рынка и установлены причины повышения макро- и микроэкономических рисков этой тенденции для инвесторов и национальной экономики. Обосновывается необходимость корректировки государственного регулирования финансового поведения розничных инвесторов на рынке ценных бумаг.

Методы и методическое обоснование исследования

Процессы глобализации, проходившие в последние десятилетия, привели к формированию мирового финансового рынка. Положительным моментом этого явления стало повышение устойчивости финансовых систем отдельных стран за счет поддержки наднациональных ин-

ституты при возникновении кризисных явлений. Одновременно события 2022 года показывают, что финансовый шок в России оказал негативное воздействие не только на дружественные страны (например, Индию и Китай), но и на государства, инициировавшие санкционное давление, которое стало причиной экономического шока.

В истории постсоветской России можно выделить несколько серьезных финансовых кризисов. Некоторые из них (1998, 2008 и 2020 гг.) являются национальным проявлением глобальных кризисов, в то время как потрясения 2014 года стали сугубо отечественным шоком, связанным с первыми антироссийскими санкциями в ответ на проведение референдумов в Крыму, Донецкой и Луганской областях, а 2022 г. – со специальной военной операцией России на Украине.

Экономический шок 2020 г. был спровоцирован пандемией COVID-19, ставшей причиной массовых локдаунов, санитарных ограничений на перемещения, закрытия производств и объектов социальной сферы, национальных границ. Первые признаки надвигающегося кризиса быстро приняли форму шока, для которого, по мнению Zhang D, Hu M и Ji Q, характерна реализация экстремального по уровню воздействия и невероятного по ожидаемости сценария в течение короткого промежутка времени [6].

Таким образом, в 2020–2022 годах в России можно выделить два экономических шока, оказавших серьезное влияние на состояние финансового рынка и его розничного сегмента.

Для анализа влияния новейших экономических шоков на розничный сегмент финансового рынка России следует уточнить потенциал, которым располагало население страны на конец 2019 г.

Следует подчеркнуть, что до февраля 2020 года потребительское и инвестиционное поведение физических лиц России было достаточно стабильным по целому ряду обстоятельств.

В частности, население привыкло к перманентному снижению реальных доходов в течение последних 5 лет и разработало собственные стратегии адаптации к этому. Одним из механизмов корректировки дисбаланса между доходами и расходами стало повышение спроса на потребительские и ипотечные кредитные продукты, хотя это и способствовало росту кредитной нагрузки на доходы российских домохозяйств.

Снижение инфляции замедлило падение реальных доходов населения. Так, по итогам 2019 г. ее уровень составил 3 %, что ниже целевого индикатора Банка России (4 %). Однако только в 2016 г. расчетные доходы, очищенные от инфляции, превысили их фактический уровень

(табл. 1). Поэтому в целом за период исследования прирост совокупных поступлений домохозяйств в реальном измерении оказался на 3,87 процентных пункта ниже фактического значения.

Таблица 1 – Фактические и реальные доходы населения России в 2015–2019 гг.

Table 1 – Actual and real income of the Russian population in 2015-2019

Показатель	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.
Фактические денежные доходы населения, млрд руб.	53 153	54 325	55 938	58 458,7	61 978,8
Темп роста доходов, %	12,35	2,20	2,97	4,50	6,02
Темп роста потребительских цен, %	12,90	5,40	2,50	4,30	3,00
Доходы, очищенные от инфляции, млрд руб.	53 411,9	56 023,3	55 683,1	58 343,3	60 212,5

Рассчитано по данным Росстата

При этом следует отметить, что в своем докладе по итогам реализации денежно-монетарной политики за 2018 г. мегарегулятор признал, что цены на товары первой необходимости и повседневного спроса средней и низкой ценовой категории, на услуги населению и тарифы после 2015 года растут быстрее среднего по экономике уровня.

Высокий уровень расслоения общества по уровню доходов является негативной характеристикой его социально-экономического и политического устройства. Для сравнения подобного неравенства традиционно используется коэффициент Джини (индекс концентрации доходов). На его основе обычно оценивают социальную справедливость общества. Так, по итогам 2019 г. этот показатель, исчисленный по данным России, составлял 0,41. Максимальный уровень неравенства был зарегистрирован в ЮАР (0,577), а минимальный – в Исландии (0,244), Норвегии (0,249) и Исландии (0,244). Соседями России в рейтинге стали Никарагуа (0,432), Боливия (0,435), Руанда (0,443), Гватемала (0,445)¹.

О социальном расслоении говорит и коэффициент фондов, отражающий во сколько раз доходы 10 % наиболее состоятельной части населения, превышает доходы 10 % наименее состоятельной группы граждан. На протяжении последних лет он практически не меняется и в 2019 году находился на уровне 15,6. Еще в конце 90-х годов прошлого века академик Д. С. Львов подчеркивал, что уровень коэффициента

¹ Мировой атлас данных. – URL: <https://knoema.com/atlas/topics/Poverty/Income-Inequality/GINI-index>

выше 8 говорит о наличии внутренних проблем в обществе, после 10 – о существовании значительной социальной напряженности, при 14 – общество находится на грани революционной ситуации.

Однако «лихие» 90-е годы прошлого века адаптировали население к подобным катаклизмам и научили жить, опираясь на собственные ресурсы, тем более что поступления от предпринимательской деятельности и собственности не играют значительной роли в средней структуре доходов домохозяйств (рис. 1).

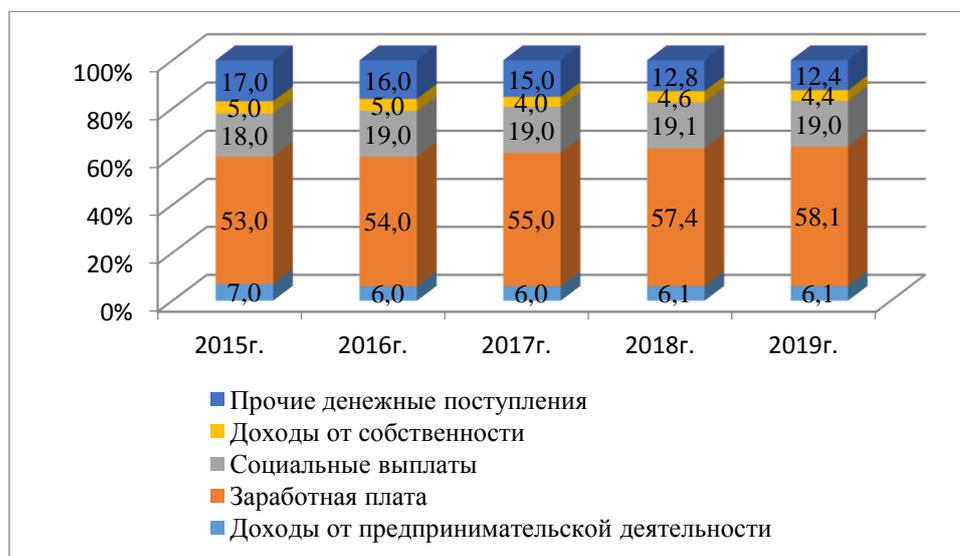


Рисунок 1 – Структура источников денежных доходов населения, %
 Figure 1 – Structure of sources of monetary income of the population, %
 Составлено по данным Росстата

Очевидно, что основным источником доходов населения выступали заработная плата и социальные выплаты. В совокупности на них приходилось от 71 % в 2015 г. до 77,1 % в 2019 г., в то время как доходы от собственности и предпринимательской деятельности снижались, соответственно, с 12 % до 10,5 %. Это крайне негативно характеризует состояние экономической системы страны, поскольку именно бизнес и собственность в развитой экономике должны приносить существенную долю доходов населению страны.

Таким образом, к обозначившемуся в конце февраля 2020 года кризису население страны подошло в умеренно пессимистическом настроении, с длительной стагнацией доходов и высоким уровнем их расслоения, снижением платежеспособного спроса, низким уровнем сбереже-

ний, преобладанием официальных зарплат и пенсий в структуре доходов, высоким уровнем закредитованности. Свежим в памяти общества оставалось форсированное повышение пенсионного возраста. Инвестиционное поведение розничных инвесторов на российском фондовом рынке можно охарактеризовать как осторожное и консервативное.

В процессе исследования использовались общенаучные (анализ и синтез, индукция и дедукция), а также частные (монографический, статистико-экономический, абстрактно-логический и другие) методы научных исследований.

Основные результаты исследования

Экономический шок 2020 года затронул национальные рынки и глобальную экономику в целом. Основными источниками потрясения, безусловно, стали пандемия коронавируса и коллапс на глобальном рынке нефти.

Среди основных отрицательных факторов обычно называют «нефтяной» конфликт в рамках ОПЕК+. Срыв соглашения, а затем несоблюдение Саудовской Аравией ценовых условий в торговле нефтью снизили цену на российскую нефть марки Urals. В частности, 21 апреля 2020 года, по данным Revinitiv, она упала до \$7 за баррель. Дешевле отечественная нефть не стоила с декабря 1998 года.

Учитывая, что торговля углеводородами остается ведущим источником доходов российского бюджета, подобные катаклизмы чреваты негативными последствиями для отечественной казны.

Однако представляется, что основные проблемы выглядели менее очевидными.

Во-первых, катастрофические последствия режим самоизоляции имел для субъектов и так слабо развитого малого бизнеса. Прежде всего, это коснулось туристической индустрии, фитнес-центров и салонов красоты, специализированных магазинов легкой и промышленной продукции и т. д. Упущенная выгода в этой ситуации является не самой большой потерей предпринимателей, поскольку большинство из малых предприятий арендуют свои помещения и нанимают сотрудников для осуществления уставной деятельности. Отсутствие клиентов не порождает освобождения от обязательств перед арендодателями и работниками, и предложение льготных кредитов не решает проблему в краткосрочной перспективе. В этой связи сегмент малого бизнеса продолжил сжиматься не только в 2020 г., но и в 2021 г.

Во-вторых, наемные работники частных предприятий, включая субъектов малого бизнеса, зачастую стоят перед дилеммой: уволиться с

нынешнего места работы с перспективой последующего получения пособия по безработице или пойти на условия работодателя о неполной занятости или отпуске (текущем или без содержания). Учитывая высокий уровень скрытой безработицы в регионах России, очевидно, что наемные работники идут на заведомое ухудшение своего материального положения в расчете на сохранение рабочих мест и доходов в перспективе.

В таких условиях качество жизни домохозяйств собственников и наемных работников частных предприятий, не связанных с продовольственным и аптечным бизнесом, в апреле – мае 2020 года упало.

Этими обстоятельствами в значительной степени объясняются направления трансформации потребительского и инвестиционного поведения населения. Учитывая оценки экспертов о снижении доходов населения на 16–18 % в течение 2020 года, на инвестиции и сбережения средств у физических лиц стало еще меньше. Однако ситуацию в некоторой степени поправили социальные выплаты и изменения в структуре расходов.

Первым признаком трансформации потребительского поведения населения в период острой фазы пандемии (перед локдауном) стал резкий спрос на стратегические товары (консервы, предметы первой необходимости, медикаменты и т. д.), а также на предметы длительного пользования, прежде всего на бытовую технику. В течение карантина и после него потребительский рынок большинства стран, в том числе России, сжался в результате не только ограниченной физической доступности товаров и услуг, но и стремления граждан увеличить «финансовую подушку безопасности» за счет ликвидных средств. В частности, за счет сокращения потребительских расходов на транспорт, развлечения и одежду на 5,4 %, а также за счет периодических социальных выплат, по оценкам Банка России, прирост сбережений населения за первые 10 месяцев 2020 года увеличился по сравнению с 2019 годом на 60 % и составил 4,4 трлн руб. [10].

На этом фоне недвижимость усилила свою инвестиционную привлекательность и на первичном, и на вторичном рынке. Однако локдаун заморозил сделки, и рынок замер. Позднее для оживления торговли недвижимостью и поддержки банковского сектора в России был введен институт льготной ипотеки.

Инвестиционно-сберегательное поведение населения тоже претерпело значительную трансформацию, на которую одновременно повлияло несколько ключевых факторов:

- рост информационной напряженности, обусловившей уровень эмоциональной компоненты (страха, ажиотажа, когнитивного диссонанса, недоверия государственным институтам (в России это усугубилось недоверием к банковскому сектору экономики) и повышения лояльности к «теориям заговора», «достоверным источникам» и т. д.) в инвестиционном поведении физических лиц;

- увеличение интереса к цифровым технологиям финансового рынка и повышение грамотности частных лиц в этой сфере во время локдауна обусловили рост привлекательности рынка ценных бумаг и биржевой торговли через брокерские счета для индивидуальных инвесторов на национальном и мировом рынках.

Такие тенденции провоцируют усиление иррациональности сделок розничных инвесторов, повышение волатильности биржевой торговли, дестабилизацию финансовых институтов, рост финансовых рисков [3].

В то же время снижение уровня доходов населения повышает его интерес к кредитам как источнику текущих расходов и инвестиций при одновременном изменении уровня толерантности к риску. В целом отношение к риску определяется когнитивными и ментальными характеристиками личности, однако в шоковой ситуации, такой как террористические атаки 2011 года или пандемия 2020 года [5], срабатывает эффект моллюска – мир вокруг становится враждебным, и индивид стремится «захлопнуть створки» вокруг себя и своей семьи. В статье R. Ortmann, M. Pelster, S. Wengerek отмечается, что во время локдауна население стало стремиться минимизировать инвестиционные риски, опасаясь потери своих средств [2].

Исходя из вышеизложенного, долгосрочные последствия для трансформации финансового поведения физических лиц будут наблюдаться в инвестиционно-сберегательном сегменте, поскольку потребительские расходы постепенно восстановились уже к концу 2020 года.

До начала 2020 года основным инструментом аккумуляции временно свободных средств населения выступали срочные банковские вклады. Но снижение их уровня доходности и введение налога на процентный доход привели к утрате привлекательности депозитов и массовому изъятию средств. Поэтому только за 2019 год сумма изъятия составила более 400 млрд руб. Это эквивалентно 14 % объема накоплений частных лиц. В 2020 году процессы вывода средств с рублевых и валютных депозитов ускорились, и за первые 10 месяцев было изъято 1,5 трлн руб.¹.

¹ Кошкина Ю. Аналитики оценили чистый отток средств россиян из банков // <https://www.rbc.ru/finances/17/12/2020/5fd8b80a9a79472f7ea2739b> (дата обращения: 08.09.2022)

Возвращаясь к банковским вкладам, следует подчеркнуть, что срочные вклады в коммерческих банках до сих пор являются формой безрисковой инвестиционной деятельности населения России. После внедрения в практику системы обязательного страхования вкладов в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 года № 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации» граждане страны получили в свое распоряжение финансовый инструмент, позволяющий копить и сберегать от инфляционного обесценения временно свободные денежные средства. И интерес к срочным вкладам сразу вырос.

Однако в настоящее время ситуация изменилась, и коммерческие банки заявили о массовом выводе средств с депозитов. Существует несколько важных причин для изменения инвестиционного поведения вкладчиков.

Во-первых, падение реальных доходов населения на фоне снижения процентных ставок по депозитам привело к тому, что более привлекательными продуктами стали текущие счета, которые позволяют вносить и снимать средства без привязки к конкретным срокам. К такой категории относятся и накопительные счета, активно предлагаемые банковским сектором страны. Кроме того, подобные счета могут являться «транзитными» для состоятельных соотечественников, осуществляющих выбор объекта инвестиций с повышенным уровнем доходности, а остальное население хранит на них средства для приобретения товаров постоянного или длительного пользования.

В результате в 2020 г. суммарный объем текущих счетов физических лиц составил 8 трлн руб., что на 19,4 % больше, чем в 2018 г., и в 4,7 раза больше, чем в 2010 г.

Отрицательную роль в объемах срочных депозитов сыграл и тот факт, что подавляющее число банков отказалось принимать депозиты в евро, а ставки по вкладам в долларах настолько снизились, что разница с текущими валютными счетами практически исчезла.

Так, по данным Банка России, на начало 2020 года средневзвешенная ставка по долларovým вкладам сократилась по сравнению с концом 2018 г. на 1,7 процентных пункта, достигнув уровня в 0,88 %. Доходность вкладов в евро упала в 5 раз – до 0,04 %.

Базовый уровень доходности рублевых вкладов в январе – 6,0 %, на срок до 90 дней – 6,2 %, от 91 до 180 дней – 6,5 %, от 181 дня до 1 года – 7,3 %, на срок свыше 1 года – 7,6 %. Затем ставки еще понизились.

Дополнительным ударом по перспективам восстановления привле-

кательности срочных депозитов стало грядущее налогообложение процентных доходов по банковским вкладам и ценным бумагам. Эта новость спровоцировала массовый отток средств физических лиц из банков.

Согласно правилам, которые будут применяться к депозитам, открытым с 2021 г., освобождаются от НДФЛ процентные доходы, рассчитанные как произведение 1 млн руб. и ключевой ставки Банка России. Применительно к сегодняшним данным сумма, превышающая 60 тыс. руб. в год, будет облагаться налогом по ставке 13 %.

Несмотря на указанные негативные тенденции, у основной части населения России альтернативы банковским вкладам и счетам в 2020 году не существовало, поскольку уровень доверия к инструментам фондового рынка по-прежнему низок.

Другой безрисковой формой вложений для населения являются государственные ценные бумаги. В России с апреля 2017 года приступили к эмиссии облигаций федерального займа для населения (ОФЗ-н), которые получили название «народные облигации». Это документарные ценные бумаги с ограниченными условиями размещения и обращения. С 9.01.2020 г. по 15.07.2020 г. в России размещался очередной выпуск ОФЗ-н со сроком погашения 18.01.2023 г. Объявленная купонная доходность растет от 5 % в начале срока до 5,4 % в последнем купонном периоде¹.

Облигации федерального займа для населения предлагали россиянам гораздо более выгодные условия по сравнению с глобальным ориентиром надежности и доходности инвестиций, которым являются казначейские обязательства США. Тем более что снижение доверия к стабильности курса Соединенных Штатов, угроза дальнейшего ухудшения сценария пандемии, надвигающаяся рецессия на фоне снижения ключевой ставки Федеральной резервной системы США до 0–0,25 % привели к значительному падению их доходности. Так, по данным Министерства финансов США, 4 апреля 2020 года доходность облигаций со сроком обращения 5 лет составила 0,39 %, 10 лет – 0,62 %, 30 лет – 1,24 % годовых. Для сравнения: 4 апреля 2019 года эти показатели составляли 2,32 %, 2,52 % и 2,93 % соответственно².

Однако усилению инвестиционной активности населения России в части безрисковых накоплений препятствует введенное налогообложение вкладов и ценных бумаг.

¹ Государственный внутренний долг Российской Федерации. – URL: https://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/internal/ofz-n/current/

² U.S. Department of the Treasury. – URL: <https://home.treasury.gov/> (дата обращения: 08.09.2022)

Важным признаком изменения инвестиционного поведения населения в кризисном году стал резкий рост интереса физических лиц к инструментам рынка ценных бумаг. Этот факт подчеркивается динамикой роста их брокерских счетов и клиентов ПИФов на Московской бирже. Так, только за 2020 год число клиентов брокеров выросло в 2,3 раза (на 4,9 млн человек), в том числе активных клиентов – в 3,6 раза (более чем на 1 млн человек). Количество пайщиков ПИФов стало больше в 3,7 раза (на 1,3 млн человек)¹.

Привлекательность фондового рынка для частных лиц повышалась в числе прочего благодаря индивидуальным инвестиционным счетам (ИИС), которые позволяют получить возврат уплаченного налога на доходы физических лиц в размере не более 52 тыс. руб. в год (13 % от суммы пополнения за год счета, но не более 400 тыс. руб.).

За первые 9 месяцев 2020 года было дополнительно открыто 1,35 млн ИИС, в то время как за пять предшествующих лет в совокупности 1,65 млн счетов. По оценкам Банка России и Московской биржи, через брокерские счета ИИС за три квартала 2020 года прошло денежных средств и ценных бумаг на сумму, превышающую 1 трлн руб., а рыночная стоимость активов, которые аккумулированы на индивидуальных инвестиционных счетах, составила более 246 млрд руб.

В общей сложности из 4,4 трлн руб. прироста сбережений за первые 9 месяцев 2020 г. население вложило в фондовый рынок 880 млрд руб. (20 %).

Ожидалось, что тренд финансового поведения россиян, сформировавшийся в период 2020 года на фоне пандемии COVID-19, сохранится, а интерес к фондовому рынку будет расти не только благодаря цифровизации финансового сектора и повышению финансовой грамотности населения, но и по причине снижения доверия к государственным институтам (банкам и Пенсионному фонду России в первую очередь). Это могло бы привести к негативным для отечественной экономики последствиям, поскольку молодежь и экономически активное население в возрасте до 50 лет всё чаще открывали брокерские счета в зарубежных компаниях и покупали ценные бумаги иностранных эмитентов. По своей экономической сути это означает усиление процессов оттока капиталов за рубеж.

Другим негативным последствием трансформации финансового поведения населения и повышения интереса к фондовому рынку высту-

¹ По данным Московской биржи (<https://www.moex.com>) и Эксперт РА. – URL: <https://www.raexpert.ru> (дата обращения: 08.09.2022)

пал рост потенциальных рисков для неквалифицированных инвесторов. Это объясняется тем фактом, что с 2004 года физические лица адаптировались к системе страхования вкладов. Поэтому потеря средств могла бы стать такой же стрессовой ситуацией, как скандалы с обманутыми дольщиками на рынке недвижимости.

В таких обстоятельствах усиливается роль Банка России в финансовом мониторинге и защите прав частных инвесторов на рынке ценных бумаг.

Повышенная активность россиян на фондовом рынке наблюдалась и после смягчения санитарных ограничений. В результате к концу 2021 года физическими лицами было открыто более 17 млн брокерских счетов. При этом прирост заключенных договоров на брокерское обслуживание и количество сделок с ценными бумагами за этот год показали исторический максимум за всё время функционирования российского фондового рынка. Например, один из самых консервативных сегментов рынка ценных бумаг, представленный корпоративными облигациями, на конец года аккумулировал в себя 17,6 трлн руб.

Таким образом, пандемия COVID-19 привела к тому, что финансовое поведение розничных инвесторов стало более активным, рискованным и в то же время осмысленным. В ответ на снижение процентных ставок по депозитам в коммерческих банках граждане переориентировались с застрахованных срочных вкладов на текущие счета, открывали брокерские счета (чему в немалой степени способствовали программы «Учись за акции», проводимые ведущими банками («Тинькофф», ВТБ и др.), а также индивидуальные инвестиционные счета (ИИС)).

Однако в 2022 году экономика и социальная сфера России столкнулись с величайшим коллапсом своего новейшего развития. Начало специальной военной операции (СВО) побудило западный мир изолировать страну от глобальной экономики. Отечественный финансовый сектор стал первой мишенью коллективного Запада.

Влияние санкций на состояние розничного сегмента финансового рынка следует рассматривать в нескольких плоскостях:

- серьезный рост панических настроений и уровня неопределенности среди фактических и потенциальных инвесторов – физических лиц;
- реальное падение располагаемых доходов домохозяйств, снижающее ресурсную базу финансового инвестирования граждан;
- регуляторное ограничение со стороны западных стран на Национальный расчетный депозитарий, который входит в состав Московской биржи. Он выступает обязательным институтом биржевой торговли

ценными бумагами, котируемыми на московской и Санкт-Петербургской площадках;

- отключение крупнейших банков от системы межбанковских расчетов SWIFT, а также отказ от обслуживания пластиковых карт VISA, MasterCard и МИР, выпущенных на территории России, создали проблемы в совершении международных транзакций, в том числе связанных с возвратом россиянами средств от продажи ценных бумаг иностранных эмитентов.

Эти обстоятельства обусловили жесточайшие отрицательные последствия для розничного сегмента финансового рынка и его участников.

В частности, в апреле 2022 года реальное падение заработной платы по сравнению с аналогичным периодом 2021 составило 7,2 %, в мае – 6,1 %, в июне – 3,2 %. Поэтому население вынуждено обращаться к своим накоплениям. Результаты опроса, проведенного группой «АльфаСтрахование», показали, что за март – июль 8 % опрошенных граждан лишились всех своих накоплений, еще 21 % потеряли значительную их часть. В целом более 80 % розничных инвесторов России зафиксировали свои финансовые потери за это время¹.

Тем не менее розничный сегмент российского финансового рынка постепенно восстанавливается, приспосабливаясь институционально и структурно к новым реалиям (табл. 2).

В частности, Банк России фиксирует устойчивый рост спроса граждан на наличные рубли и охлаждение к валютным счетам и наличности. Так, объем рублевой наличности на руках населения с начала 2022 года увеличился на 8,2 %, в то время как валютных средств (в рублевом эквиваленте) стало на 17,2 % меньше. Определенную роль в этом сыграло укрепление национальной валюты. Например, в январе 2022 года, по данным ЦБ РФ, курс доллара составлял 75,88, а евро – 85,94. К сентябрю эти показатели упали до 60,58 и 60,39 соответственно. Кроме того, существует вероятность, что в экстренном случае провести обмен токсичной валюты на рубли или снять наличные доллары и евро будет затруднительно.

Центральный банк, демонстрируя поддержку российских инвесторов, с 9 марта 2022 года ввел запрет для коммерческих банков на взимание комиссии за выдачу наличной валюты со счетов и вкладов. В сентябре (06.09.2022 г.) эта норма была пролонгирована до 9 марта 2023 г.

¹ Больше 80 % россиян рассказали о потере накоплений после февраля. – URL: https://www.forbes.ru/finansy/475665-bol-se-80-rossian-rasskazali-o-potere-nakoplenij-posle-fevrala?utm_source=yxnews&utm_medium=desktop (дата обращения: 08.09.2022)

Таблица 2 – Динамика изменения финансовых активов граждан России в 2022 году

Table 2 – Dynamics of changes in financial assets of Russian citizens in 2022

Финансовые активы	01.02, млрд руб.	Индексы (01.02 = 1)							
		01.03	01.04	01.05	01.06	01.07	01.08	01.09	01.10
Наличная валюта	19 108,3	1,10	1,13	1,04	0,98	0,93	0,98	0,98	1,00
Депозиты	37 870,7	0,99	0,99	0,99	0,98	0,97	1,01	1,02	1,01
Средства на брокерских счетах	963,8	0,99	0,72	0,60	0,63	0,58	0,66	0,62	0,54
Ценные бумаги	11 755,6	0,87	0,96	0,86	0,84	0,81	0,83	0,89	0,79
Страховые и пенсионные резервы и накопления	6544,4	1,00	1,00	0,98	0,98	0,97	0,98	0,98	0,99
Средства на счетах эскроу	3090,2	1,08	1,18	1,21	1,22	1,24	1,26	1,28	1,31

Составлено автором по данным Банка России

Однако хранение валютной наличности опасно не только в силу причин криминального или бытового характера, но и потому что элементарное повреждение купюры (пятно, росчерк и т. д.) ставят вопрос ее обмена под сомнение, но комиссия за проверку и замену при любом исходе будет взыскана.

В продолжение этой тенденции наблюдается сокращение валютных депозитов в банках-резидентах (на 49,7 %, или 3450,8 млрд руб., за февраль – сентябрь 2022 г.) при одновременном их росте в банках-нерезидентах (на 50,02 %, или 1207,8 млрд руб.). Однако валютные счета в токсичных валютах сейчас имеют смысл только в том случае, если оплата труда начисляется в таких денежных единицах или вкладчик намерен израсходовать средства на территории евро (долларовой) зоны. Такая территория для россиян в настоящее время «схлопывается», поэтому растет интерес к юаню. Тем более что укрепление рубля происходит и на фоне этой валюты: если в январе 2022 г. он стоил 11,95 руб., то в ноябре – только 8,65 руб.

Однако и юань не может считаться абсолютно привлекательным,

особенно на фоне растущего противостояния между США и Китаем.

Всплеск панических настроений розничных инвесторов в марте – апреле обусловил изъятие средств из банков, тем более что биржевые торги оказались приостановлены, котировки ценных бумаг падали, но изъять средства из дешевающих фондовых активов было невозможно.

Обращает на себя внимание тот факт, что в течение 2022 года граждане сворачивают инвестиционную активность на фондовом рынке, учитывая повышенный уровень рисков таких вложений. За февраль – сентябрь объем средств на брокерских счетах и рыночная стоимость совокупного портфеля ценных бумаг розничного сегмента сократились на 45,8 % и 21,0 % соответственно (или на 2469,6 и 441,6 млрд руб.).

Вместе с тем только за июнь – июль 2022 года открыли брокерские счета более 1 млн человек. В результате к августу на розничном сегменте российского фондового рынка было зарегистрировано 20,8 млн инвесторов и 34,8 млн брокерских счетов. В частности, 77 % всех инвесторов Московской биржи – физические лица, но более 65 % их брокерских счетов имеют нулевой баланс.

Таким образом, население России ярко продемонстрировало переход к стратегии максимального снижения рисков финансовых активов в отношении собственных средств в период высокой турбулентности.

Важной характеристикой инвестиционного поведения розничных инвесторов на финансовом рынке выступает отношение физических лиц к заимствованиям (табл. 3)

Таблица 3 – Динамика изменения финансовых обязательств граждан России в 2022 году

Table 3 – Dynamics of changes in financial liabilities of Russian citizens in 2022

Обязательства	01.02, млрд руб.	Индексы (01.02 = 1)							
		01.03	01.04	01.05	01.06	01.07	01.08	01.09	01.10
1.Кредиты, всего	26 586,7	1,02	1,02	1,01	1,01	1,01	1,02	1,03	1,05
1.1 в рублях	26 494,4	1,02	1,02	1,01	1,01	1,01	1,02	1,03	1,05
1.2 в инвалюте	92,3	1,13	1,11	0,96	0,87	0,70	0,65	0,59	0,56
из них:									
- ипотечные	12 159,3	1,02	1,04	1,04	1,04	1,05	1,06	1,07	1,10
- прочие	14 427,4	1,01	0,99	0,98	0,98	0,98	0,99	1,00	1,01
ИЖК, выкупленные и обеспеченные эмиссией ИЦБ	827,8	0,98	0,96	0,94	0,93	0,92	0,91	1,06	1,06

Составлено автором по данным Банка России

Информация, представленная в таблице, свидетельствует о незначительном росте (на 5 %) суммарной кредитной задолженности населения России за февраль – сентябрь 2022 года. При этом валютные кредиты, на которые в феврале приходилось менее 0,35 %, за период исследования сократились на 55,4 %, или на 40,2 млрд руб. В результате доля валютных займов в кредитной задолженности физических лиц снизилась до 0,19 %.

При этом потребительское и автострахование растут незначительно, а в период острой фазы неопределенности (март – апрель 2022 года) объем обязательств этого вида сократился и сохранял свое значение до середины августа.

Однако интерес к ипотеке устойчиво увеличивался (такая же закономерность была выявлена в отношении эскроу счетов, на которых за период исследования объем вложений вырос на 30,9 %, или на 956,3 млрд руб.). Этот факт можно трактовать как стремление населения инвестировать в наиболее безрисковые активы (недвижимость), вложения в которые к тому же поддерживает государство через механизмы льготной ипотеки, налоговых вычетов и материнский капитал.

Перечисленные тенденции привели к тому, что удельный вес ипотечных займов в кредитной задолженности граждан за февраль – сентябрь 2022 года вырос с 45,7 % до 47,8 % (или на 1156,9 млрд руб.), причем только в сентябре прирост, по сравнению с августом, составил почти 150 % (161 млрд руб.), в то время как в августе объем привлеченных ипотечных кредитов был меньше, чем в июле на 36,1 % (61 млрд руб.).

Таким образом, поведение розничных инвесторов на финансовом рынке России в 2022 г. под влиянием существенных изменений условий внутренней и внешней среды радикально изменилось по сравнению с «пандемийным» шоком 2020 года. Санкционное давление на отечественную экономику трансформировало приоритеты граждан в сфере инвестиций с преобладания консервативной стратегии на сочетание суперконсервативной (с акцентом на рублевую наличность и недвижимость) с суперрисковой (акции финансового сектора и энергетического комплекса, которые относятся к «голубым фишкам», но попали под самый мощный санкционный прессинг). В таких условиях возрастает вероятность роста финансовых потерь российских домохозяйств, за счет которых увеличится социально-экономическая и политическая напряженность в обществе.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Современное состояние розничного сегмента финансового рынка России было предсказуемым, но малоожидаемым. В январе 2022

управляющий директор Arbat Capital¹ Александр Орлов заявил о высокой вероятности обвала финансовых рынков, оперируя теми аргументами, что циклические процессы наложились на геополитические проблемы. В результате вероятность stagflation как совокупности инфляции на фоне сжатия производства и потребительского спроса возросла. К сожалению, прогнозы оправдались. Однако они позволяют конкретизировать исходные данные и последствия развития кризисных тенденций в развитии розничного сегмента финансового рынка России.

В ходе исследования было выяснено, что накануне «пандемийного» шока 2020 года физические лица придерживались консервативной инвестиционной политики с ориентацией на застрахованные банковские депозиты и вложения в недвижимость.

Шок, связанный с пандемией, привел к выводу капитала из подешевевших банковских вкладов и активизации операций на фондовом рынке. В значительной степени это было обусловлено ростом финансовой и цифровой грамотности, а также повышением эмоционального напряжения социумов в результате длительной изоляции.

Шоковые события 2022 года усилили акцент на уникальности российского населения, предвзятости коллективного Запада по отношению к позиции России в отношении своей безопасности и защиты своих партнеров. Результатом стала изоляция коллективных и розничных отечественных инвесторов от зарубежных активов при одновременной блокировке нерезидентов от продажи российских ценных бумаг.

В такой ситуации крайне важна активная позиция государства в сфере регулирования финансового поведения розничных инвесторов и развития механизмов поддержки участников финансового рынка, адаптированных к характеру и глубине проявления экономического кризиса или шока.

Библиография /References:

1. Levy, O., Galili, I. (2006) Terror and trade of individual investors. // Journal of Socio-Economics. – Vol. 35 (6). – P. 980–991. – URL: <https://doi.org/10.1016/j.socsec.2005.11.019>.

2. Ortmann, R., Pelster, M., Wengerek, S. T. COVID-19 and Investor Behavior (May 22, 2020). Finance Research Letters, 101717,

¹ Почему в 2022 году финансовые рынки с высокой вероятностью ждет обвал <https://www.forbes.ru/finansy/451287-pocemu-v-2022-godu-finansovye-rynki-s-vysokoj-veroatnost-u-zdet-obval> (дата обращения: 08.09.2022)

Doi.org/10.1016/j.frl.2020.101717.

3. Thaler, Richard H., Sunstein, Cass R. (2008) *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*. // New Haven: Yale University Press. 293 pp. – URL: https://www.researchgate.net/publication/50371114_Richard_H_Thaler_-_Cass_R_Sunstein_Nudge_Improving_Decisions_about_Health_Wealth_and_Happiness.

4. Tversky, A., & Kahneman, D. (1971). Belief in the law of small numbers. // *Psychological Bulletin*. – Vol. 76 (2), – P. 105–110. <https://doi.org/10.1037/h0031322>.

5. Wang, A.Y., Young, M. (2010) Terrorist attacks and investor risk preference: Evidence from mutual fund flows. *Jour. Fin. Eco.* – № 137 (2). – P. 491—514. URL: https://www.researchgate.net/publication/339355511_Terrorist_Attacks_and_Investor_Risk_Preference_Evidence_from_Mutual_Fund_Flows.

6. Zhang, D, Hu, M & Ji, Q (2020) Financial markets under the global pandemic of COVID-19. *Finance Research Letters*. — URL: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101528>.

7. Абрамов А., Радыгин А., Чернова М. Детерминанты поведения частных инвесторов на российском фондовом рынке // *Экономическая политика*, 2020. — Т. 15. — № 3. — С. 8—43

8. Дудникова Е. Б., Уколова Н. В., Новикова Н. А. Тенденции изменения инвестиционного поведения домашних хозяйств в условиях экономических кризисов // *Инновационная деятельность*, 2020. — №3. — С. 102—109.

9. Канеман Даниэль. *Думай медленно... решай быстро* // АСТ: Москва, 2014. — 710 с. ISBN 978-5-17-080053-7.

10. Полянин А. В., Попова О. В., Суровнева К. А. Инвестиционное поведение населения в период глобальной турбулентности // *Среднерусский вестник общественных наук*, 2021. — Т. 16. — № 3. — С. 166—182.

1. Abramov, A., Radygin, A., Chernova, M. (2020) *Determinanty povedeniia chastnykh investorov na rossiiskom fondovom rynke* [Determinants of the behavior of private investors in the Russian stock market] // *Ekonomicheskaiia politika* [Economic policy]. Vol. 15. – № 3. – P. 8—43. (In Russ.)

2. Dudnikova, E. B., Ukolova, N. V., Novikova, N. A. (2020) *Tendentsii izmeneniia investitsionnogo povedeniia domashnikh khoziaistv v usloviakh ekonomicheskikh krizisov* [Trends in the investment behavior of households in the context of economic crises] // *Innovatsionnaia deiatel'nost'* [Innovative activity]. – № 3. – P. 102—109. (In Russ.)

3. Kaneman Daniel' (2014) Dumai medlenno... reshai bystro [Think slowly... decide quickly]: AST. Moscow. – 710 p. ISBN 978-5-17-080053-7. (In Russ.)

4. Polianin, A. V., Popova, O. V., Surovneva, K. A. (2021) Investitsionnoe povedenie naseleniia v period global'noi turbulentnosti [Investment behavior of the population in the period of global turbulence] // Srednerusskii vestnik obshchestvennykh nauk [Central Russian Journal of Social Sciences]. Vol. 16. – № 3. – P. 166—182. (In Russ.)