



РОССИЙСКИЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ ИМ.
Г.В. ПЛЕХАНОВА

АНАЛИЗ ТРЕНДОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СИСТЕМЫ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

В этом выпуске:

Выпуск №65

Май 2022

Рынок умер. Да здравствует рынок! *The market is dead - long live the market!*

Банк России -
спаситель
Savior Bank of Russia

2

В конце февраля Банк России отправил отечественный фондовый рынок в искусственную кому. При ином варианте высокая неопределенность дальнейшего хода событий могла бы обрушить капитализацию всех публичных отечественных компаний.

Куда направятся
процентные
ставки?
*Where does the
interest rates stand
towards?*

3

Таким образом, закрытие торгов на Московской бирже почти на месяц было вполне адекватным, т.к. в условиях панических распродаж цены на большинство финансовых инструментов могли бы быть сколь угодно низкими.

Будет ли валютный
рынок свободным?
*Will the foreign
exchange market be
free?*

4

Иллюстрацией масштабов возможного финансового апокалипсиса могут служить котировки депозитарных расписок на российские акции, падавшие в стоимости на зарубежных площадках практически до нуля.

Барьеры
финансовой
цифровизации
*Barriers to financial
digitalization*

5

Расчет на отсечение от биржевой торговли нерезидентов оказался верным. Постепенное открытие торговли исключительно для российских участников стабилизировало ситуацию. Антикризисная мера сработала, т.к. большинство инвесторов избежали катастрофических убытков. Методичное распутывание многочисленных клубков взаимных долгов по операциям РЕПО и открытым позициям на срочном рынке, происходившее в режиме адресных сделок в течение искусственной биржевой торговой паузы, дало положи-

ЕЦБ моделирует
климатическое
регулирование
*ECB models climate
regulation*

6

Цифровые валюты
центробанков
против частных
криптовалют
CBDC vs CRYPTO

7

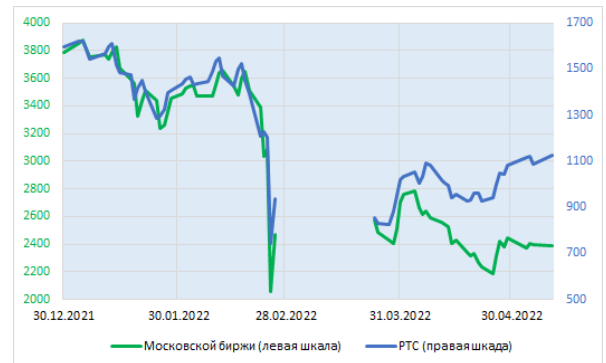


Рис.1 Ведущие фондовые индексы РФ в 2022 г.

тельный результат.

Открытие торгов на фондовой секции Московской биржи спустя месяц после ее экстренного закрытия прошло относительно спокойно. Ведущие фондовые индексы зафиксировались примерно на тех же позициях, где находились до искусственного перерыва (рис.1).

Тем не менее, перспективы финансовых инвестиций остаются туманными. Комплекс рисков настолько велик, что не позволяет выстроить какую-либо вменяемую стратегию развития бизнеса даже у ведущих отечественных эмитентов. Их информационная закрытость, базирующаяся на разрешении не публиковать данные финансовой отчетности, дезориентируют инвесторов. Без должной прозрачности эмитентов количество инвесторов будет сокращаться, а динамика рыночных котировок станет все менее предсказуемой.

Здоровье нового фондового рынка во многом определит состояние рыночных институтов в России, благосостояние отечественных инвесторов и перспективы развития национальной экономики в целом.

Банк России – спаситель

Финансовый мегарегулятор последние годы стал занимать ключевое положение не только на финансовом рынке, но и в национальной экономике. Его активы под управлением значительно превышали параметры федерального бюджета, достигнув половины от ВВП страны. Новые условия работы под санкциями сократили реально располагаемые активы Банка России ниже 25% от величины ВВП, что не наблюдалось долгие годы (рис.2).

Драматические события в деятельности Банка России, связанные с блокировкой существенной части его иностранных активов, вызвали беспокойство относительно стабильности всей финансовой системы страны. Формальная утрата оперативного управления на величину 300 млрд долл. США не означает катастрофы, но ограничивает финансовые ресурсы для структурной перестройки экономики.

Регулятору удалось спасти банковскую систему, обеспечив необходимую подушку ликвидности банкам для выправления ситуации на депозитном и фондовом рынках. Объем задолженности коммерческих банков перед Банком России в начале марта превышал 5 трлн руб. (рис.3). Ситуация на финансовом рынке стабилизировалась в последней декаде марта. Но готов ли будет ЦБ РФ действовать для поддержки национальной экономики, создавая новые механизмы рефинансирования, направленные на поддержку реального сектора?

В настоящее время большинство субъектов экономики РФ и иностранные инвесторы переживают шок, вызванный усложнением логистики и трансграничными ограничениями на движение капитала. Скачкообразные движения на валютном рынке дезориентируют как экспортеров, так и импортеров. Введение новых санкций со стороны недружественных к политике России стран и угроза вторичных санкций на представителей прочих стран-партнеров российских компаний формируют запре-

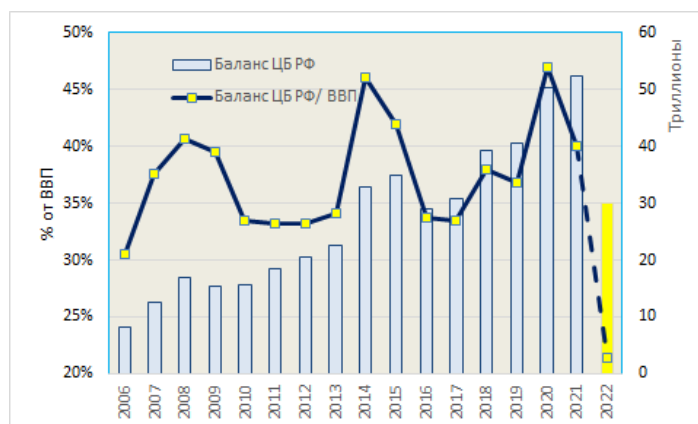


Рис.2 Динамика баланса Банка России и ВВП РФ в 2006-2021 гг. / желтым выделена текущая оценка за вычетом замороженных иностранных активов.

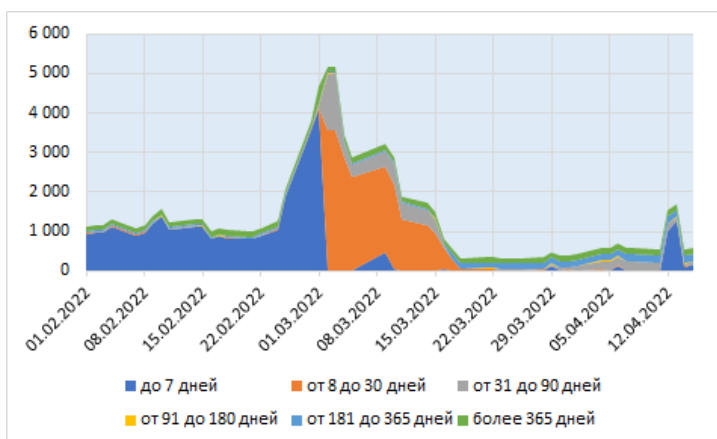


Рис.3 Задолженность коммерческих банков перед Банком России, структурированная по срокам погашения.

дельные риски для прозрачного международного бизнеса, загоняя отечественные компании и их партнеров в «серую зону».

Большинство ответных решений, принятых Правительством РФ и Банком России для поддержки заемщиков являются повторением антикризисных мер во время коронавирусных ограничений. Но многие из них имеют тактический характер и лишь поддерживают выживание в тяжелых условиях. Корпорации, средний и мелкий бизнес ждут стратегических шагов по выстраиванию новой концепции развития экономики и конкретной роли института центрального банка в ней.

Куда направятся процентные ставки?

Реакция Банка России на обострение геополитического риска была практически молниеносной. Это проявилось, во-первых, в остановке деятельности биржевых торговых площадок, во-вторых, во введении жесткого контроля трансграничного движения капитала, в-третьих, в резком росте ключевой процентной ставки (до 20%) в целях обеспечения финансовой стабильности.

Последнее решение вызвало острые дискуссии среди научного и бизнес сообществ, т.к. оно для многих представляется избыточным в силу высоких рисков для реального сектора экономики. Тем не менее, Банк России сделал однозначный выбор в пользу интересов банковского вкладчика в ущерб удержанию процентных ставок существенно ниже уровня инфляции.

По прошествии почти трех месяцев со времени принятых антикризисных решений можно отметить их высокую эффективность. Вкладчики практически вернули деньги в банки (на короткие сроки, но под повышенные ставки), а финансовые рынки удалось открыть (хоть и в усеченном формате) на относительно приемлемых уровнях.

Надо признать, что банковский сектор начал готовиться к срабатыванию процентного риска заранее. На рис.4 представлена динамика кредитования отечественными коммерческими банками под разные типы процентных ставок (фиксированные в течение всего срока и плавающие). Со второй половины 2019 г. происходит ускоряющийся рост портфелей с плавающими ставками. На фоне падения инфляции и снижающейся ключевой ставки заемщиков убеждали в выгоде перехода к плавающим ставкам. Интересно, что даже после смены тренда в 2021 г. интерес к плавающим ставкам повышался. В результате к началу 2022 г. доля кредитов под плавающие ставки превысила 40%.

Почти три четверти всех выданных кредитов под плавающую ставку были выданы под базовый компонент «ключевая ставка».

С началом украинской военной кампании рыночные процентные ставки, вслед за решениями Банка России, значительно выросли. В итоге портфели банков оказались значительно лучше застрахованы от процентного риска в настоящее время, чем это было бы даже пару

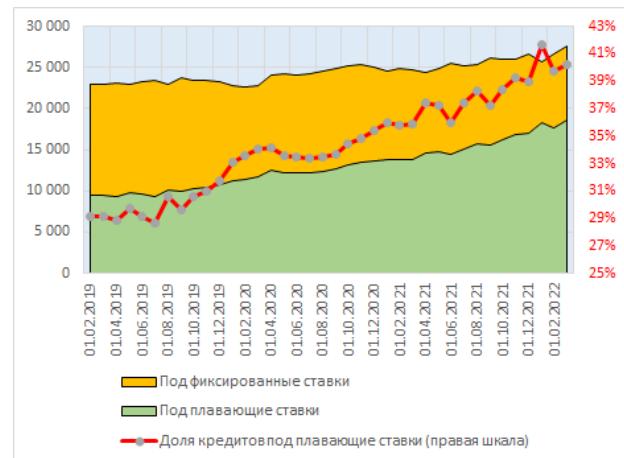


Рис.4 Динамика задолженности по кредитам организаций и индивидуальных предпринимателей

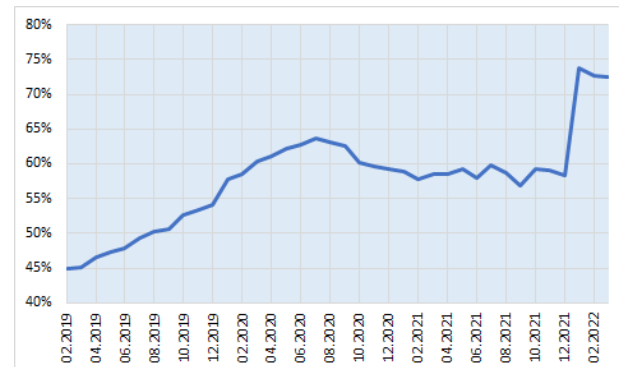


Рис.5 Доля кредитов с плавающей ставкой, размещенных под базовый компонент «ключевая ставка»

лет назад. Однако выгода банкиров сопоставима с проигрышем их клиентов. Причина в том, что механизмы хеджирования процентного риска, в отличие от западных финансовых рынков, в России занимают микроскопическое место. В итоге вся тяжесть дополнительных платежей заемщиков после пересмотра базы начисления процентов засчитывается в убытки клиентов без всякой защиты.

В этих условиях рост процентных платежей переносится в рост цен готовой продукции или оказываемых заемщиками услуг.

Пока еще есть значительный поток свободной иностранной валюты на Московскую биржу, у Банка России имеется возможность ограничивать инфляционное давление через стабилизацию валютного курса рубля. При этом остается широкий диапазон для снижения ключевой ставки и далее.

Будет ли валютный рынок свободным?

Введение санкций на часть активов Банка России со стороны ряда западных стран автоматически вывело отечественный мегарегулятор из орбиты активного участника валютного рынка. Российское Правительство одновременно с этим было вынуждено отказаться от концепта «бюджетное правило», определяющего в последние годы механизм организации ключевых сегментов финансового рынка и параметры бюджетной политики.

На рис.6 представлена динамика годовых приростов цен на нефть и курса рубля, начиная с периода введения Банком России в конце 2014 г. практики инфляционного таргетирования. Диапазоны движений на сырьевом и валютном рынках отличаются широкой амплитудой. Как правило, рост цен на нефть совпадал по времени с ростом курса рубля относительно доллара США, а дивергенции этих показателей были довольно редкими.

На рис.7 представлена диаграмма рассеивания значений годовых приростов показателей курса рубля и нефтяных цен. В среднем за последние 7,5 лет при неизменном годовом приросте цен на нефть рубль ослабевал на 14,7%. Но благодаря действию бюджетного правила он оставался стабильным, как на фоне снижающейся нефти с темпом до 25% в год, так и растущей нефти свыше 75% в год!

Практически во все годы XXI в. курс российского рубля обратно пропорционально повторял динамику индекса доллара (DXY), составленного из корзины ведущих мировых валют по отношению к американскому доллару (рис.8). В условиях тренда на рост ценности американской валюты российский рубль практически всегда снижался к доллару США, причем можно особо отметить пиковые периоды значительного ослабления рубля в 2008-2009 гг., а также в 2014-2016 гг.

В настоящее время наблюдается аномалия, выраженная в резком росте рубля против ожидаемой многолетней тенденции его ослабления на фоне укрепления DXY. Установленные ограничения по возврату зарубежных инвестиций из РФ способствуют укреплению рубля. Но сформировавшийся рыночный перекос ущемляет интересы российских экспортеров и, в случае продолжения текущей тенденции, в перспективе будет сокращать доходы федерального бюджета.

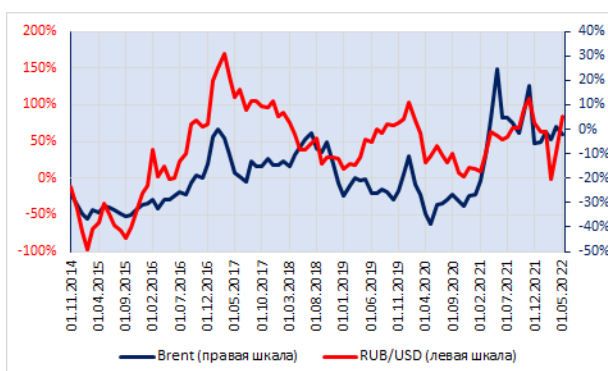


Рис.6 Годовые приросты цен на нефть и курса рубля относительно доллара США

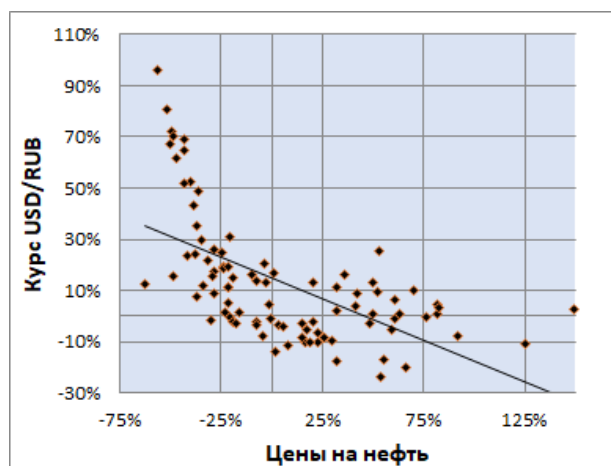


Рис.7 Диаграмма рассеивания годовых приростов цен на нефть и курса рубля относительно доллара США за период с 01.11.2014 по 01.05.2022

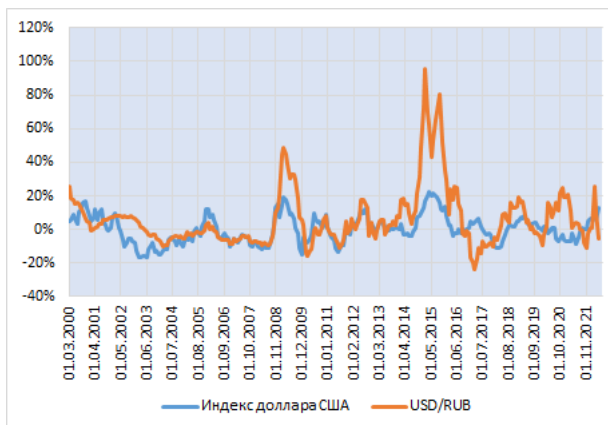


Рис.8 Динамика годовых приростов индекса доллара США и валютной пары USD/RUB с начала XXI

Барьеры финансовой цифровизации

Цифровые технологии обеспечивают более комфортное и менее затратное по ресурсам взаимоотношения клиент-компания. Рост качества предоставляемых услуг и товаров, автоматизация производства и упрощение внутренних и внешних коммуникаций компаний – все это плоды цифровизации.

Финансовая сфера переживает процесс цифровой трансформации, одним из проявлений которой является финансово-технологическая революция (финтех-революция). Внедрение цифровых платформ, систем распределенных реестров и облачных технологий уже значительно повлияли на преобразование финансового сектора России. От хранения и обработки огромных массивов данных до роботизированных коммуникаций с клиентами, каналов обслуживания продуктов и сервисов, автоматических процессов принятия решений.

Россия по праву занимает передовые позиции в различных международных рейтингах среди мировых лидеров в области цифровизации финансового сектора. Однако в силу введенных международных санкций, финансовый сектор России столкнулся с рядом ограничений в области цифровизации.

В санкционный список от США, Великобритании, ЕС, Канады, Японии, Южной Кореи и ряда других стран попали крупнейшие российские банки – Сбербанк, Промсвязьбанк, ВТБ, Открытие, Совкомбанк, Новикомбанк, Газпромбанк, РСХБ, Альфа-банк, Московский кредитный банк и ряд других. Ко всему прочему, ограничения распространяются и на дочерние компании этих банков. Под санкции также попали Банк России, Минфин и Фонд национального благосостояния. Физическим и юридическим лицам ряда стран нельзя оказывать финансовые услуги изложенным выше организациям. 20 апреля 2022 г. Минфин США включил в санкционный список Транскапиталбанк и Инвестторгбанк. Это означает, что физическим и юридическим лицам США необходимо прекратить все экономические отношения с этими банками и в дальнейшем не иметь с ними дел.

Приостанавливают свою работу на территории РФ также и международные платежные системы Visa и MasterCard. Однако карты

Visa и MasterCard, эмитированные российскими кредитными организациями, продолжают работать на территории России, т.к. все транзакции по ним в России обрабатывает Национальная система платежных карт (НСПК). Пользователи карт международных платежных систем сталкиваются с проблемой приобретения лицензии программного обеспечения иностранных компаний.

Отключение услуги Apple Pay и Google Pay для граждан РФ создало дискомфорт в процессе бесконтактной оплаты с помощью банковских карт.

Отключение ряда российских банков от системы SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications), представляющей собой универсальный специализированный канал для передачи распоряжений о переводе средств между десятками тысяч финансовых организаций по всему миру – еще один шаг к финансовой изоляции.

Барьеры цифровизации в финансовом секторе РФ связаны также и с санкциями IT-мира. Многие иностранные компании сообщают о намерениях ограничить доступ российским компаниям под санкциями к зарубежным операционным системам и программному обеспечению. Для России это требует необходимости переключения всех цифровых технологий на российский софт. Проблема в том, что не все российские программы и операционные системы соответствуют необходимым стандартам и требованиям. Цифровая трансформация – это необратимый процесс. Экономика и общество меняются довольно стремительно, и поэтому функционирование по старой модели становится все менее и менее рациональным.

Вследствие вышеперечисленных барьеров, значимость независимости от услуг ведущих мировых IT-лидеров повышается многократно. Необходимость в собственной и работающей бесперебойно цифровой системе растет с каждым днем, т.к. нет смысла надеяться, что ситуация может вернуться к докризисным отношениям в обозримой перспективе.

ЕЦБ моделирует климатическое регулирование

Европейский союз поставил амбициозную цель по сокращению выбросов углерода к 2030 г. до 55% от уровня 1990 г. и достижение нулевого уровня выбросов к 2050 г.

Для этого требуется стимулировать финансовые возможности, ускоряя развитие «зеленых» финансов. Мировой рынок «зеленых» облигаций растет рекордными темпами. В 2021 г. он удвоился, достигнув 460 млрд евро.

В настоящее время Европа активно работает над повышением прозрачности и обязательного раскрытия информации для более прочной рыночной дисциплины и лучшего распределения капитала. Все крупные компании должны будут публично сообщать о соответствии своей деятельности таксономии и раскрывать данные на основе будущих стандартов ESG, которые планируется применять с 2024 г. через [Директиву по корпоративной отчетности в области устойчивого развития \(CSRD\)](#). Раскрытие существующих рисков перехода на низкоуглеродную экономику было дополнительно улучшено за счет проведения перспективных климатических стресс-тестов. Так, французский надзорный орган [ACPR](#) провел в прошедшем году первый стресс-тест «снизу-вверх», при котором регулятор определил сценарий и величину шока, а финансовые организации на основе полученной информации провели моделирование гипотетических потерь, используя собственные внутренние модели. ЕЦБ инициировал собственное стресс-тестирование в январе текущего года. На первом этапе эти стресс-тесты должны стать обязательными для банков и страховщиков. Банки будут должны публиковать планы перехода к устойчивому развитию для оценки надзорными органами. Несоответствие цели климатической политики может рассматриваться как показатель существенного риска перехода, что может привести к требованию по увеличению банковского капитала.

Банк Франции стал первым центральным банком ЕС, принявшим в 2018 г. Устав ответственных инвестиций для своих портфелей собственных средств. В перспективе данный Устав будет постепенно распространяться на все портфели. Центральные банки ЕС привержены реализации устойчивой и

ответственной стратегии в отношении немонетарных портфелей, номинированных в евро, и обнародуют первые результаты к 2023 г.

План ЕЦБ включает в себя внедрение результатов анализа влияний изменения климата при оценке операций денежно-кредитной политики, в частности, за счет имплементации [программы выкупа корпоративных облигаций \(CSPP\)](#) и дифференцированных дисконтов для залога на основе критериев климатического риска. Планируется использование достоверных показателей, в т.ч. все косвенные выбросы в цепочке создания стоимости компании.

Влияние климата на рост и ценовую стабильность является одним из приоритетов ЕЦБ для включения в макроэкономическое моделирование. В неопределенной среде анализ сценариев используется для планирования ответных мер политики. Благодаря плодотворному сотрудничеству между 108 надзорными национальными органами и центральными банками по всему миру [NGFS \(сеть по экологизации финансовой системы\)](#) разработала подробные макрофинансовые модельные сценарии. На сегодняшний день они обеспечивают наиболее полную основу для вариации климатических изменений и последующей оценки финансовых рисков.

К лету 2022 г. NGFS обновит шесть финансовых сценариев, тесно связанных с применимыми соответствующими климатическими сценариями. Они будут включать более качественную оценку физических рисков и макроэкономических изменений, а также дополнительную ясность в отношении динамики цен экономических драйверов, включенных в сценарии.

В следующем году NGFS продолжит моделирование физических рисков и добавит отраслевую и географическую детализацию, полностью включив последние полученные результаты. Также разработанные сценарии будут дополнены серией более неблагоприятных краткосрочных и среднесрочных сценариев до 2030 г., моделирующих ускорение изменения климата в переходный период. В целом результаты моделирования имеющихся сценариев, связанных с климатом, однозначны: чем раньше будет реализован переход на устойчивое развитие, тем меньше будет цена в пересчете на ВВП.

Цифровые валюты центробанков против криптовалют

С момента появления в 2009 г. биткоина и первых альтернативных криптовалют годом позже, мало кто рассматривал эти инструменты как серьезные деньги с полноценным функционалом. Однако со временем рынок криптовалют стал стремительно развиваться и набирать обороты, занимая значимое место среди прочих сегментов финансового рынка. Это заставило монетарные власти многих стран, а также крупнейшие мировые финансовые институты обратить на криптовалюты и публично формировать свое отношение к ним.

Запреты или жесткие ограничения на операции с криптовалютами, призванные ограничить или свести к минимуму их обращение, не помогли. Поэтому ряд центральных банков начали разработку собственных цифровых валют, получивших название цифровых валют центральных банков (ЦВЦБ) или CBDC (Central Bank Digital Currency).

Первым государством, центральный банк которого выпустил свою собственную цифровую валюту в октябре 2020 г., стали Багамские острова. Данная CBDC получила название Sand Dollar, стоимость которого привязана к багамскому доллару, являющемуся официальной денежной единицей страны.

На начало 2022 г. центральные банки более чем 60 стран мира занимались изучением вопроса выпуска собственных CBDC. Более чем в 10 из них к указанному периоду был разработан прототип и осуществлен пилотный выпуск собственных CBDC. Наиболее продвинутым в данном вопросе является Китай. Его CBDC под названием «цифровой юань» не только успешно прошел пилотный выпуск, но и обращается в крупных городах и ряде провинций. В число передовых стран, внедряющих CBDC, можно также включить Швецию, Турцию, Японию, Южную Корею, Нигерию и Россию.

Прототип и концепция цифрового рубля были разработаны еще в конце 2021 г., а пилотное тестирование в режиме C2C (переводы между физическими лицами) состоялось в феврале 2022 г. Как заявила в апреле 2022 г. глава Банка России Эльвира Набиуллина, осенью текущего года запланировано тестирование работы цифрового

рубля в режиме C2B и B2C (между физическими и юридическими лицами) по оплате товаров и услуг. Также планируется подключить в качестве субъекта расчетов государство и осуществлять расчеты в режимах C2G, G2C, B2G, G2B. Кроме того, со временем будет внедрен офлайн режим расчетов с цифровым рублем.

Первые расчеты с цифровым рублем в реальной экономике планируется начать проводить в 2023 г.

Введение CBDC сопряжено с высокими затратами на создание и поддержание соответствующей инфраструктуры, поэтому ряд стран пошли по другому пути. Не имея финансовой и технической возможности для создания своих CBDC, они стали признавать в качестве своей официальной валюты самую популярную и капитализированную криптовалюту – биткоин.

Первой такой страной стал Сальвадор, где в сентябре 2021 г. вступил в силу закон, по которому биткоин наравне с долларом США приобрел статус законного платежного средства. Следующим государством, разрешившим хождение биткоина в качестве законного средства платежа, стала Центральноафриканская республика (ЦАР). Соответствующий закон был принят в конце апреля 2022 г. Возможность легализации биткоина для осуществления расчетов в стране также рассматривают Камерун, Конго, Тонга, Полинезия и ряд других развивающихся экономик. Стоит ожидать, что в ближайшее время отмеченная тенденция будет развиваться в обоих направлениях. Развитые страны будут создавать свои собственные CBDC, а развивающиеся, легализовывать и использовать для расчетов биткоин и другие криптовалюты. Однако со временем, когда позволит развитие технологий, и, учитывая общемировую тенденцию по цифровизации экономики, развивающиеся страны также начнут создавать свои CBDC. Это приведет к переходу расчетов и платежей на качественно новый уровень. Тем не менее не произойдет отказа от наличных и безналичных денег, которые будут в обращении параллельно и наравне с цифровыми.

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.

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.

Рынок умер. Да здравствует рынок! / The market is dead - long live the market!

Банк России — спаситель / Savior Bank of Russia

Куда направятся процентные ставки? / Where does the interest rates stand towards?

- Гусева И.А.

Будет ли валютный рынок свободным? / Will the foreign exchange market be free?

- Исаева Д.Ф.,

Барьеры финансовой цифровизации / Barriers to financial digitalization

- к.э.н. Емельянова Э.С.

ЕЦБ моделирует климатическое регулирование / ECB models climate regulation

.- к.э.н., доц. Марков М.А.

Цифровые валюты центробанков против частных криптовалют /

CBDC vs CRYPTO

*В материалах использованы исходные статистические данные
[Банка России](#), [Московской биржи](#).*

Ссылки на электронный ресурс:

[DOI:10.21686/dksfr/65.2022](https://doi.org/10.21686/dksfr/65.2022)

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