



РОССИЙСКИЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ
ИМ. Г.В. ПЛЕХАНОВА

АНАЛИЗ ТРЕНДОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СИСТЕМЫ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

В этом выпуске:

Выпуск №63

Ноябрь 2021

Валютный курс важнее ключевой ставки *Exchange Rate is More Important than Key Rate*

[Деньги и экономика](#)
Money and Economy

2

[ESG-выбор](#)
ESG selection

3

[QR-экономика](#)
QR-economics

4

[Экспоненциальный
рост СБП продол-
жается](#)
*Exponential Growth in
Fast payment system
Continues*

5

[«Народный» порт-
фель оказался
хуже рынка](#)

*The "People's" Portfolio
of Investors Turned out
to be Worse than the
Market*

6

[Новостные фейки
на фондовом рынке](#)
*Fake News in the
Stock Market*

7

Банк России последние месяцы публично и настойчиво обозначает жесткую и бескомпромиссную позицию по инфляционной проблеме. Потребительская инфляция в России по целому ряду причин отклонилась от целевого уровня в 4%, достигнув 8,1% в октябре. Орган денежно-кредитного регулирования стремится вербально воздействовать на общественность, обозначая жесткую позицию по неминусовому повышению ключевой ставки в дальнейшем.

К практике прогнозов и сигналов по решениям о ключевой ставке регулятор перешел относительно недавно, весной 2021 года, в самом начале текущего цикла ужесточения денежно-кредитной политики. Именно тогда были анонсированы меры по сворачиванию кредитной активности, а участникам рынка дали понять, что ключевая ставка начинает движение к нейтральному уровню, балансирующему как интересы кредиторов, так и заемщиков относительно наблюдаемого уровня инфляции. Депозиты в рублях стали уязвимы, так как вкладчики банков столкнулись с реальным обесценением сбережений. Заемщики же предъявляли дополнительный спрос на потребительский кредит, подогревая рост цен товарном рынке.

Итог неутешительный — двукратное превышение уровня инфляции над целевым значением Банка России.

На наш взгляд, повышенная прозрачность Банка России сыграла злую шутку с ожиданиями россиян, которые уже давно привыкли к тому,

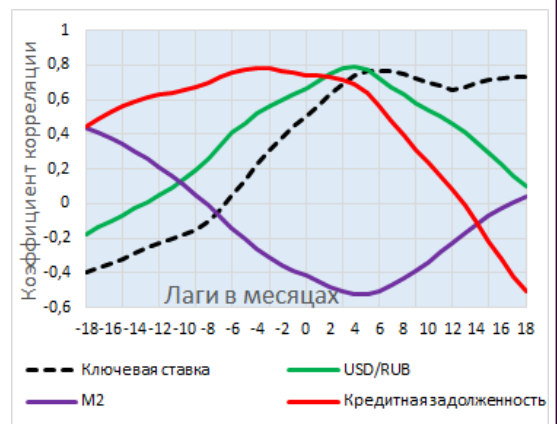


Рис.1 Коэффициенты корреляции отдельных индикаторов с уровнем инфляции РФ при различном временном лаге смещения по

что товары дешевле не будут и бросились покупать в кредит по относительно низким процентным ставкам. Расчеты по поиску лагов с наибольшей корреляционной связью между отдельными индикаторами (в годовой динамике) и уровнем инфляции представлены на рис.1.

Очевидно, что рост задолженности перед банками подогревает инфляцию, что показывает смещенный лаг влево на 4-6 месяцев. Максимальный коэффициент корреляции по взаимосвязи «ключевая ставка - инфляция» смещен в будущее на 5 месяцев. Это означает, что решения регулятора являются реакцией постфактум и не влияют на будущую инфляцию, о чем говорит коэффициент $-0,4$ при лаге 18 мес. в прошлое. Намного важнее прямая взаимосвязь инфляции и валютного курса, где рост доллара против рубля без задержек транслируется в рост потребительских цен.

Деньги и экономика

Монетизация экономики представляет собой оценочный показатель развитости финансового рынка и достаточности сбережений, используемых в качестве кредитных ресурсов.

Универсальным мерилем монетизации является коэффициент монетизации экономики, представляющий собой соотношение агрегата денежной массы M2 (совокупности наличных денег в обращении и безналичных располагаемых средств на счетах в банках физических и юридических лиц) и ВВП.

Если значение коэффициента монетизации превышает 50%, то денежных средств в целом достаточно для удовлетворения нужд экономики в банковских кредитах. Значение коэффициента ниже 50% свидетельствует о недостаточности денежных средств, что замедляет кредитную активность, провоцирует появление денежных суррогатов, развитие бартерных отношений и т.п. негативных явлений.

За последние 10 лет коэффициент монетизации экономики России постоянно рос, что выразилось в опережающем увеличении денежной массы относительно ВВП. На конец 2020 года данный показатель составлял немногим более 50% (рис.2).

За исключением 2018 года динамика монетизации в России находится в восходящем тренде. Наибольший рост денежного агрегата M2 относительно ВВП наблюдался в 2020 году и составил более 20,1%, что было обусловлено денежными компенсациями бизнесу и гражданам на фоне коронавирусных ограничений.

Несмотря на указанный рост, России еще далеко до уровня монетизации большинства развитых стран (табл.1). Среднее значение коэффициента монетизации на конец 2020 года среди стран, входящих в G7, составляет 1,29. Это отражает значительное превышение денежного агрегата M2 относительно ВВП в каждой из стран.

Недостаток денег в экономике России последних лет подтверждается наличием отрицательной корреляции между коэффициентом монетизации экономики и уровнем инфляции в

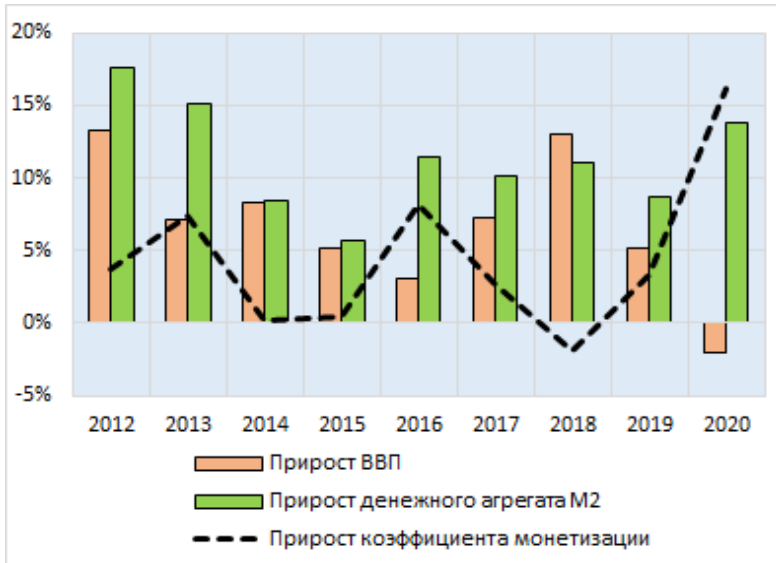


Рис.2 Динамика коэффициента монетизации относительно денежной массы M2 и ВВП, в %.

Таблица 1

Монетизация отдельных стран

Страна	Коэффициент монетизации
Япония	2,91
Китай	2,24
Корея	1,81
Австралия	1,57
Великобритания	1,42
Франция	1,26
Италия	1,17
Бразилия	1,11
Германия	1,10
Канада	1,01
Швеция	0,96
США	0,93
Норвегия	0,85
ЮАР	0,79
Турция	0,64
Россия	0,50

стране. В условиях достаточного количества денег, как правило, наблюдается прямо пропорциональная связь, что не противоречит денежной теории.

ESG-выбор

Приверженность принципам ESG приобретает важное значение в современном обществе и повышает осведомленность о таких проблемах, как изменение климата, социальное неравенство или неправомерные действия корпораций. Все это приводит к изменениям рыночной среды, где инвесторы по всему миру демонстрируют возросший спрос на «зеленые» финансовые продукты. Внимание к устойчивому развитию и ответственному корпоративному поведению влияют на репутацию и деловой успех финансовых учреждений.

В последние годы крупные глобальные банки разработали отраслевые стандарты для секторов с повышенным ESG-риском. В их числе нефтегазовый сектор, горнодобывающая промышленность и лесное хозяйство. Большинству из них запрещают финансирование, когда заемщик имеет отношение к использованию детского или принудительного труда, или к незаконным видам деятельности: вырубка и сжигание лесов, незаконный рыбный промысел и др. Со временем спорные виды деятельности, такие как добыча угля на горных вершинах, бурение в Арктике и гидроразрыв пласта стали слишком рискованными для репутации многих банков, лишив финансирования этой деятельности значительного числа крупных игроков.

Внедрение ESG в банковский сектор осуществляется за счет таких инструментов как кредитование, размещение «зеленых» и «социальных» облигаций, а также консультирование по устойчивому развитию. Согласно рейтингу RAEX в топ-5 «зеленых» банков России вошли Московский кредитный банк, Сбер, банк ВТБ, Росбанк и Райффайзенбанк.

Преследуя ESG-тенденцию, крупнейшие российские банки улучшают свой имидж. Так, в 2020 году ВТБ предоставил синдицированное финансирование проектной компании Фонда развития ветроэнергетики – совместному инвестиционному фонду, созданному на паритетной основе ПАО «Фортум» и АО «РОСНАНО». Также они экологизировали один из своих проектов, аэропорт Пулково, организовав отдельный сбор отходов, макулатуры и модернизовав

очистные сооружения для поверхностного аэродромного стока на общую сумму 1,5 млрд руб. Сбер к середине 2021 года выдал 75 млрд руб. зеленых кредитов на экологические проекты в области альтернативной энергетики и обращения с твердыми бытовыми отходами, а ESG-кредитов – 55 млрд руб.

Несоблюдение принципов ESG влечет за собой дополнительные риски, минимизация которых является непосредственной целью банков и осуществляется путем проведения мониторинга нефинансовой отчетности компании. Под давлением заинтересованных лиц (акционеров, клиентов, инвесторов, сотрудников) для поддержания репутации и конкурентоспособности банкам необходимо поддерживать тенденцию устойчивого развития, что влечет за собой снижение количества клиентов банка и оборота средств. Отсутствие же на глобальном уровне общепризнанных правил регулирования ESG-банкинга усложняет анализ деятельности компаний.

Инвестирование в компании, соблюдающие критерии ESG, увеличивает вероятность своевременного возврата кредита. Организации, придерживающиеся устойчивого развития, имеют стабильную прибыль и меньшую подверженность рискам, связанным с экологией, репутацией и социальным развитием. На основании данных McKinsey, в 63% проведенных исследований было показано положительное влияние внедренных критериев социального, экологического и управленческого развития на доходы компаний.

Развитие скоринга компаний, основанного на оценке их деятельности в соответствии с факторами ESG, является положительной тенденцией не только снижающей кредитные риски, но и соответствующей целям устойчивого развития. Применение этой системы меняет представление об инвестициях и наравне с финансовыми ставит социальные, экологические и управленческие показатели на первое место.

Несмотря на перечисленные преимущества, имплементация принципов ESG для скоринга компаний может иметь ряд негативных последствий, одним из которых является потенциальное замедление экономического роста из-за ограничения выдаваемых средств.

QR-экономика

В самых разных сферах жизни мы все чаще слышим словосочетание «QR-код». Это матричный штриховой код, в котором с помощью специальных режимов кодирования зашифрована информация. Основными направлениями его применения в России являются:

- информирование о различных объектах (архитектурных, культурно-исторических, о товарах, об организациях, их сайтах и о предлагаемых ими товарах и услугах и т.п.);
- платежные реквизиты получателя денежных средств (использование QR-кодов при оплате через СБП);
- информация об отношении человека к коронавирусной инфекции (переболел, вакцинировался или имеет медицинский отвод).

Каждое из указанных направлений оказывает влияние на экономику страны и на происходящие в ней процессы. И если первые два направления положительно влияют на экономику, способствуя ускорению и удешевлению процессов оплаты и других бизнес-процессов, то влияние третьего весьма неоднозначно.

QR-коды о вакцинации или о перенесенном заболевании коронавирусом призваны ограничить его распространение и способствовать сокращению темпов роста заболеваемости. В настоящее время предъявление QR-кода необходимо для посещения общественных мероприятий, объектов общественного питания, культурных учреждений (музеев, театров, кинотеатров), заселения в гостиницы. В период с 30 октября по 07 ноября ограничения действовали повсеместно. Причем некоторые регионы, исходя из складывающейся санитарно-эпидемиологической ситуации, вводили дополнительные ограничения (на посещение магазинов с площадью торгового зала больше установленной нормы, на пользование общественным транспортом и т.д.).

12 ноября 2021 года на рассмотрение в Государственную Думу были внесены два законопроекта об использовании QR-кодов в общественных местах и на транспорте. Первый предполагает, что граждане смогут посещать места проведения массовых мероприятий, культурные учреждения, объекты общественного питания и розничной торговли только по предъявлении QR-кода о вакцинации, документа о перенесенном заболевании или медотвода от прививки. Предполагается, что дан-

ные требования будут действовать до 01 июня 2022 года, а региональные власти самостоятельно определять на каких объектах они применяются. Согласно второму законопроекту указанные документы должны будут предъявлять пассажиры железнодорожного и авиатранспорта при совершении ими междугородных и международных переездов и перелетов. В настоящее время законопроекты проходят общественные консультации.

Указанные меры будут способствовать дальнейшему активному развитию интернет-торговли и различных удаленных сервисов доставки товаров и услуг потребителям.

Однако повсеместное внедрение указанных мер будет иметь и негативные последствия.

Во-первых, расширение процессов фальсификации и подделок сертификатов о вакцинации и самих QR-кодов. Уже возник целый криминальный рынок таких предложений. Возбуждены десятки уголовных дел.

Во-вторых, многие сферы бизнеса, прежде всего общественное питание и розничная торговля, столкнутся с падением клиентского потока и, как следствие, с сокращением выручки. Для одних это может стать причиной банкротства и закрытия бизнеса. Для других - вынужденный «уход в тень»: продажа товаров или оказание услуг исключительно за наличный расчет. В результате снизится объем налоговых поступлений в бюджет.

В-третьих, невозможно исключить технические сбои и ошибки в работе систем идентификации и контроля. Причем любые технические сложности сильно бьют по имиджу контролирующих органов и органов государственной власти.

В-четвертых, данное ограничение окажется сдерживающим фактором для трансграничного туризма. Дополнительные сложности не только с взаимным непризнанием вакцин, но и QR-кодов отправят туризм в депрессивное состояние. Особенно проблематичным станет покупка именных билетов с обязательным внесением данных QR-кода.

Федеральные законодатели должны просчитывать и учитывать максимальное число социальных и экономических последствий подобных решений.

Экспоненциальный рост в СБП продолжается

Чтобы выдержать период ограничений, связанный с негативной эпидемиологической обстановкой, гражданам и организациям приходится сокращать издержки по многим направлениям деятельности. Банк России в качестве антикризисной меры предлагает использовать систему быстрых платежей (СБП), которая постепенно завоевывает популярность среди пользователей за счет дешевизны и скорости проведения операций. СБП поддерживает P2P платежи (от физического лица физическому лицу) с использованием номера телефона получателя и названия банка, в котором находится счет получателя. Также СБП позволяет оплачивать товары и услуги с помощью ряда платежных сценариев, среди которых основным является оплата при помощи QR-кода в торговых точках. Конкурентным преимуществом СБП является низкая комиссия. Так, комиссия банка эквайера за обслуживание банковских карт варьируется от 1,5% до 2,5%, в то время как сумма комиссии, взимаемая за платеж посредством СБП, в 3-4 раза ниже.

С I квартала 2020 года по II квартал 2021 года объем денежных переводов с помощью СБП вырос более чем на 900 млрд руб. (рис.3) и превысил отметку за один квартал в 1 трлн руб. На протяжении всего периода существования системы наблюдаются высокие темпы ее роста.

На данный момент в структуре денежных переводов, осуществляемых через платежную систему Банка России по числу операций через СБП проходит 28%, по объему операций - 0,22% (табл.2).

Рост активности использования СБП напрямую связан с уровнем потребительской активности в стране. В территориальном разрезе лидерами по количеству денежных переводов через платежную систему Банка России посредством специальных сервисов являются Москва и Московская область, Санкт-Петербург, Нижегородская, Свердловская и Новосибирская области, а также Краснодарский край. Именно в этих субъектах РФ наблюдается основная деловая активность и наибольшая концентрация населения страны.

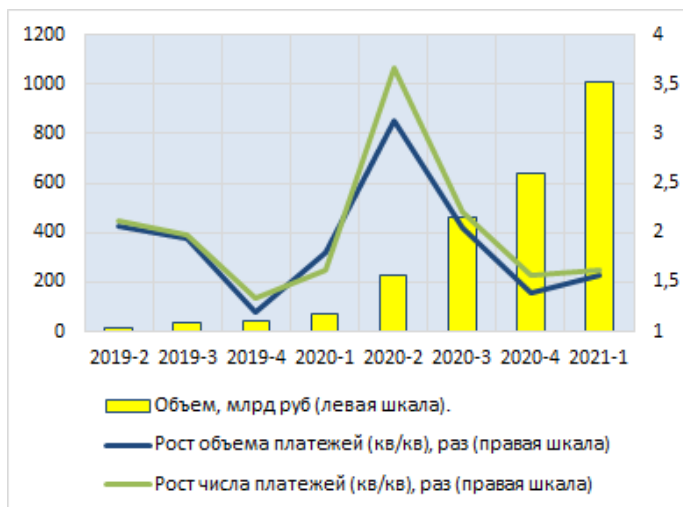


Рис.3 Динамика показателей развития СБП.

Таблица 2

Сервисы Банка России по осуществлению денежных переводов

Год-квартал	Всего переводов		С использованием СБП		Доля СБП в общем числе переводов	
	млн. ед.	млрд руб.	млн. ед.	млрд руб.	по числу	по объему
2019-1	361,4	347 740,1	0,1	0,4	0,00%	0,02%
2019-2	412,3	381 742,3	0,9	8,3	0,00%	0,22%
2019-3	438,1	409 183,5	1,9	17,2	0,00%	0,44%
2019-4	503,9	427 795,6	3,8	33,6	0,01%	0,76%
2020-1	401,1	392 954,2	5,1	39,9	0,01%	1,27%
2020-2	383,2	388 346,5	8,3	71,6	0,02%	2,17%
2020-3	471,0	405 497,7	30,5	224,3	0,06%	6,47%
2020-4	588,7	470 786,2	67,4	459,3	0,10%	11,46%
2021-1	487,6	404 227,7	105,4	640,0	0,16%	21,62%
2021-2	607,1	463 771,5	170,7	1 009,5	0,22%	28,11%

«Народный» портфель инвесторов оказался хуже рынка

В условиях стремительно растущей инфляции и агрессивной рекламы брокеров интерес частных инвесторов к биржевым финансовым инструментам резко вырос. Финансовые посредники обещают высокий доход людям, не всегда обладающим достаточной финансовой грамотностью. На сколько предложения брокеров реализуемы в современных условиях и какова реакция на них частных инвесторов?

Для изучения эффективности инвестиций частных инвесторов был смоделирован агрегированный портфель частного инвестора («Народный» портфель). В него вошли акции, популярные среди частных инвесторов на Московской бирже. Бралась топ-10 бумаг за каждый месяц, наиболее популярных среди инвесторов Московской биржи, и рассчитывалась их динамика с течением времени. Бумаги в портфеле и их процентные доли ребалансировались ежемесячно по данным об инвестициях частных инвесторов. В результате сопоставления доли бумаг в портфеле за каждый месяц и цен акций за этот же период, была создана исходная статистическая база «народного» портфеля с января 2020 года по настоящее время.

К 22 ноября 2021 года доходность «народного» портфеля составила 11%, что соответствует примерно 4,8% годовых. Этот показатель не покрывает официальной инфляции, что лишь частично гарантирует защиту денежных средств от обесценивания без учета дивидендных выплат по компонентам портфеля. Эффективнее широкого рынка частным инвесторам инвестировать не удалось: доходность индекса Мосбиржи (ИМОЕХ) составила за этот же период 27% или 11,7% годовых. Отметим, что до снижения рынка акций в феврале-марте 2020 года «народный» портфель показывал доходность, сопоставимую с широким рынком. Однако с начала лета 2020 года его стоимость восстанавливалась медленнее, чем широкий рынок в целом. Если ИМОЕХ отыграл падение начала весны 2020 года уже к августу, то «народный» портфель вышел в плюс относительно изначальных инвестиций только к началу января 2021 года, а максимальную доходность показал только к концу весны того же года.

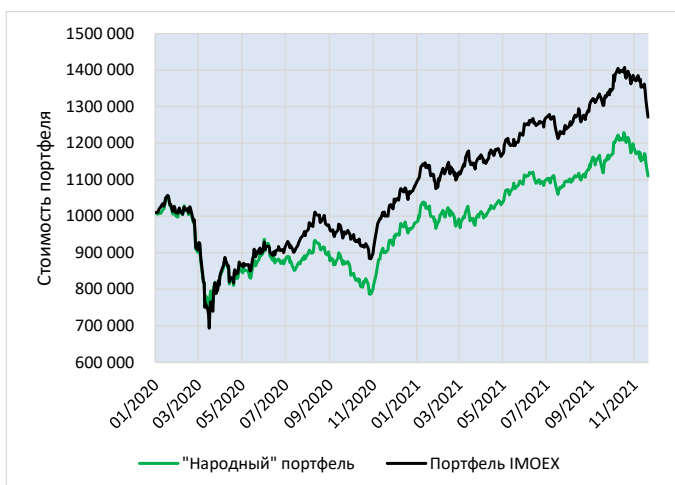


Рис.4 Динамика инвестиционного портфеля, дублирующего структуру индекса Мосбиржи, и «народного» портфеля частных инвесторов на Мосбирже при первоначальных вложениях в 1 млн руб. 01.01.2020.

Причиной относительно низкой эффективности являются неправильно выбранные доли бумаг в портфеле инвесторов. Для проверки этой гипотезы были смоделированы альтернативные варианты портфелей по популярным методологиям Марковица, Тобина и Шарпа. Причем для расчета портфелей брались те же бумаги, что и частными инвесторами в каждый конкретный месяц. Для определения весов были взяты данные за 3 года до периода инвестиций. Единственным допущением стало исключение из расчетов депозитарных расписок компании Mail.ru, так как они появились на Мосбирже только в 2019 году.

По результатам моделирования портфельная стратегия Шарпа показала более низкую эффективность, чем «народный» портфель; портфель Марковица — чуть более высокую эффективность, а портфель Тобина — стабильно более высокую доходность. Таким образом, использование портфельной теории могло бы помочь частным инвесторам получать более высокую доходность.

Тем не менее, следует помнить, что фондовый рынок хоть и является порой действенным вариантом защиты от инфляции денежных средств для многих частных инвесторов, сопряжен с высокими рисками потерь в отдельные периоды финансовой нестабильности.

Новостные фейки на фондовом рынке

В современном океане информационных источников отделить ложную от правдивой информации не так просто. Это серьезная проблема для участников финансового рынка, где цена ошибок измеряется реальными деньгами. Если инвесторы чаще реагируют на фейки, чем на проверенные новости, то их инвестиционное поведение может смещаться в сторону неоправданно рискованных стратегий. Если инвесторы обнаруживают фейки и не совершают сделки по ложным информационным сигналам, то это прямое подтверждение гипотезы эффективного рынка.

В работе Джонатана Кларка, Хайлян Чен, Динг Ду и Ю Джеффри Ху «Fake News, Investor Attention, and Market Reaction» изучается внимание инвесторов и реакция цен акций на публикацию новостных фейков. Авторы используют исходные данные расследования Комиссии по ценным бумагам и биржам США, проведенного в апреле 2017 года в отношении 27 фирм, стоящих за различными предполагаемыми схемами продвижения акций и данные платформы Seeking Alpha. По мнению Комиссии, публикация фейков создавала у инвесторов впечатление, что они читают независимую аналитику инвестиционных веб-сайтов, в то время как агрегаторы информации тайно получали вознаграждение за рекламу акций компаний.

Интенсивность внимания можно измерить через четыре параметра: количество просмотров новости; число уникальных просмотров; новость прочитана до конца; просмотрены комментарии.

Результаты исследования различий во внимании инвесторов к фейкам и верифицируемым новостям показали, что в первые дни публикации к фейкам наблюдается больше внимания по всем исследуемым параметрам. В зависимости от показателя к третьему или четвертому дню со дня публикации внимание инвесторов к ложным и верифицируемым новостям стабилизируется.

Таким образом, фальшивые новости привлекают гораздо большее внимание, чем

контрольная выборка верифицируемых статей только в самом начале публикации. Фейковые новости генерируют примерно в два раза больше уникальных просмотров страниц, чем сопоставленная выборка верифицированных статей.

Однако, влияние фейков на рынок не так велико, как могло бы показаться. Как правило, во временном промежутке в два дня инвесторы распознают фейк и корректируют инвестиционную стратегию, не потеряв вложенные средства. Поэтому частным инвесторам, опирающимся на информационные сигналы рынка, целесообразно выждать несколько дней со дня публикации сомнительной новости.

Ситуация на российском фондовом рынке во многом похожа. Опишем одну из типологий использования фейков для манипулирования фондовым рынком. 25 октября 2019 года телеграм-канал MarketTwits опубликовал «молнию» с новостью о том, что нефтяная компания «Сургутнефтегаз» хочет купить пакет акций «Лукойла» со ссылкой на информационное агентство «Интерфакс». На следующий день глава «Лукойла» Вагит Алекперов выступил с опровержением данной информации. В течение трех дней перед этим акции «Сургутнефтегаза» выросли на 26% из-за слухов среди инвесторов о готовящейся сделке.

Таких примеров «раскачивания» ценных бумаг достаточно много. На российский фондовый рынок через популярные телеграмм-каналы заходит большинство фейков. Наибольшему риску в этом случае подвержены начинающие инвесторы, не имеющие необходимого опыта фильтрации информационных потоков.

К сожалению, фейки встречаются и в авторитетных изданиях. Особенно опасные из них — вбросы специализированных новостных агентств, касающиеся политических событий. Например, в последнее время все чаще появляются намеки на обострение российско-украинских отношений, данные о размещении вооруженных сил для будущего военного конфликта. Повышая градус напряженности, такие новости приводят к крайне болезненным провалам котировок отечественных акций и росту стоимости страховок от падения цен на рынке производных финансовых инструментов.

РЭУ
им. Г.В. ПЛЕХАНОВА

Адрес: г. Москва,
Стремянный пер., 36

Телефон: +7(499)237-84-87
Эл. почта: rio_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., Сокерин П.О.

Валютный курс важнее инфляции / Exchange Rate is More Important than Key Rate

- Нейман Р.А.

Деньги и экономика / Money and Economy

- к.э.н. Емельянова Э.С., Николенко С.О., Кириллова В.В.

ESG-выбор / ESG selection

- к.э.н., доц. Марков М.А.

QR-экономика / QR-economics

- Попова Н.М.

Экспоненциальный рост в СБП продолжается / Exponential Growth in Fast payment system

Continues

- Сокерин П.О., Силова Ю.А.

«Народный» портфель инвесторов оказался хуже рынка / The "People's" Portfolio of Investors Turned out to be Worse than the Market

- Кушнарев К.А.

Новостные фейки на фондовом рынке / Fake News in the Stock Market

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

[DOI: 10.1287/isre.2019.0910](https://doi.org/10.1287/isre.2019.0910)

Ссылки на электронный ресурс:

[DOI:10.21686/dksfr/63.2021](https://doi.org/10.21686/dksfr/63.2021)

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