



РОССИЙСКИЙ  
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ ИМ.  
Г.В. ПЛЕХАНОВА

# АНАЛИЗ ТРЕНДОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СИСТЕМЫ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

В этом выпуске:

Рынок больше не предсказывает решения регулятора  
*The market no longer predicts regulator's decisions*

О девальютации экономики  
*Pushing foreign currency out of the Russian economy*

Инфляция снижается, но риски остаются  
*Inflation is declining, but risks remain*

Наличным деньгам быть!  
*Cash to be!*

В России все меньше банковских подразделений  
*Reduction of banking divisions across the country*

Международная структура владения американским долгом меняется  
*The international structure of American debt holders is changing*

Выпуск №66

Август 2022

## Рублю бюджетное правило не нужно *Ruble does not need a budget rule*

2 После отмены с ноября 2014 года валютного коридора и обязательных валютных интервенций Банка России для его поддержания отечественная валюта была отпущена в свободное плавание.

3 В результате до февраля 2017 года курс рубля практически полностью зависел от мировой нефтяной конъюнктуры. Введение же бюджетного правила изменило картину. Рубль практически перестал укрепляться во время роста нефтяных цен, а в случае их снижения - незначительно ослабевал (рис.1).

5 В настоящее время годовой прирост курса рубля к американскому доллару примерно соответствует росту нефтяных цен.

6 **Последние несколько месяцев возобновилась** дискуссия о возврате к бюджетному правилу через покупку в международные резервы РФ «дружественных валют». По мнению Минфина РФ, целесообразно не позволять укрепляться российской валюте, чтобы поддерживать доходы федерального бюджета. Его сбалансированность во многом зависит от достаточного потока экспортной выручки от продажи углеводородов.

7 В июле 2022 года валютный рынок нашел сбалансированный уровень курса рубля к доллару США, при котором обеспечиваются интересы большинства экспортеров, импортеров и части инвесторов, желающих формиро-

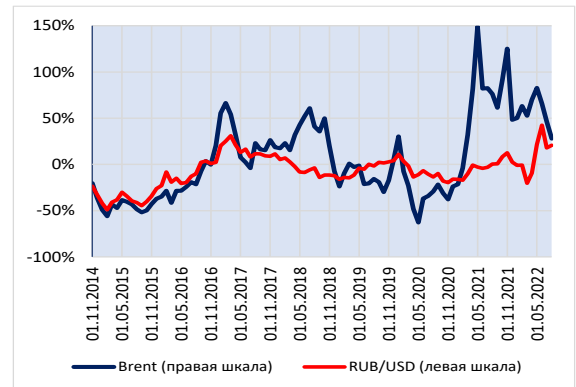


Рис.1 Прирост цен на нефть Brent и RUB/USD, в % год.

вать часть сбережений в иностранной валюте. По сообщениям Банка России, в июле частные инвесторы на Московской бирже купили более 3 млрд долл. США. Это значит, что текущий уровень курса рубля становится интересен для покупок иностранной валюты.

Регуляторные условия, предложенные Банком России валютному рынку, сформировали интерес к покупкам валюты при курсе доллара США ниже 55 руб. Чем дешевле иностранная валюта, тем она выгоднее для многих инвесторов.

Действие бюджетного правила будет сдерживать курс рубля от укрепления, но это не гарантирует его устойчивости в случае низких нефтяных цен.

Введение нового модифицированного бюджетного правила переместит часть ликвидных активов Правительства РФ в зарубежные юрисдикции, надежность которых не всегда безупречна.

## Рынок больше не предсказывает действия регулятора

Как правило, наиболее чувствительным к динамике ключевой ставки является рынок облигаций. Если ключевая ставка растет, то повышается и доходность к погашению облигаций, т.к. текущие цены на них снижаются. Когда же ключевая ставка снижается, то происходит обратный процесс — доходность по облигациям падает, т.к. цены на долговые обязательства растут (рис.2).

До последнего решения по ключевой ставке Банк России подтверждал мнение рынка относительно его решений.

Это следует из анализа зависимости кривой доходности **ОФЗ** и практических решений по ключевой ставке. В качестве исходных данных выступали данные ЦБ РФ по рынку облигаций и решениям по ключевой ставке последних 8 месяцев, то **есть** момент перехода от спокойного времени к санкционному. В качестве инструмента выступал коэффициент корреляции. Для сравнения и подтверждения результатов были взяты коэффициенты корреляции не только Пирсона, но и Кендалла и Спирмена.

В ходе исследования был посчитан коэффициент корреляции кривой ОФЗ со значениями ключевой ставки с различными лагами в периодах (от -10 до +10 дней). В результате наибольшая зависимость выявилась в правой части графиков, **причем** по всем типам коэффициента корреляции. К тому же заметны повышенные коэффициенты по сравнению с левой частью диаграммы (рис.3). Таким образом, сначала рынок ОФЗ «предсказывал» решение регулятора по ключевой ставке, а уже после этого Банк России объявлял о своих решениях.

Ситуация изменилась на последнем плановом заседании 22 июля 2022 года. ЦБ РФ понизил ключевую ставку сразу на 1,5 процентного пункта (с 9,5% до 8% годовых). Данное решение ЦБ оказалось неожиданным для рынка, т.к. снижение ключевой ставки оказалось значительно ниже наблюдавшихся доходностей по ближним срокам погашения ОФЗ. Текущая форма кривой доходности ОФЗ соот-

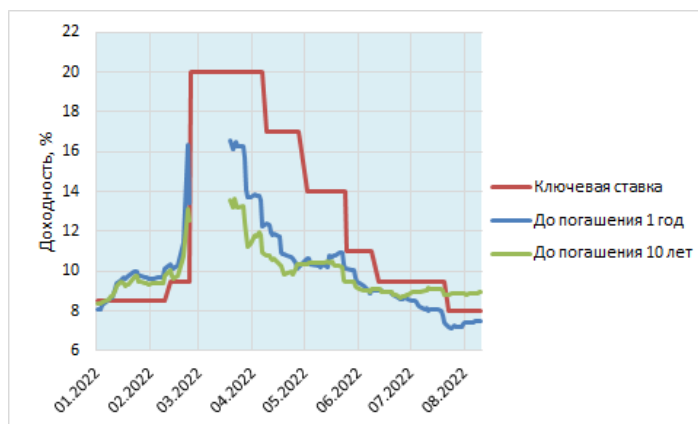


Рис.2 Ключевая ставка и доходности к погашению ОФЗ в 2022 г.

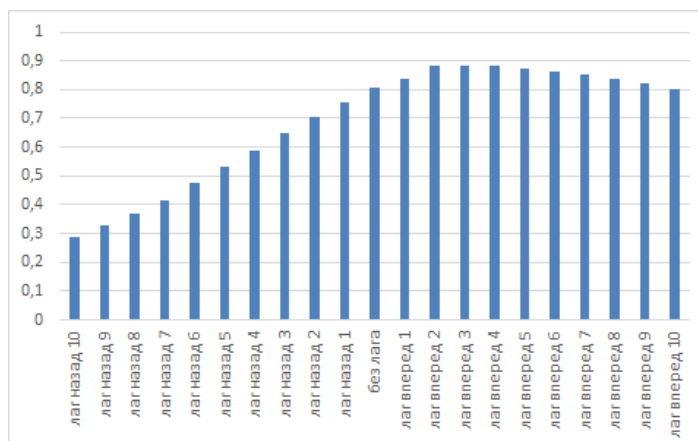


Рис.3 Зависимость решений по ключевой ставке на кривую ОФЗ со сроком погашения 1 год (коэффициент корреляции Пирсона)

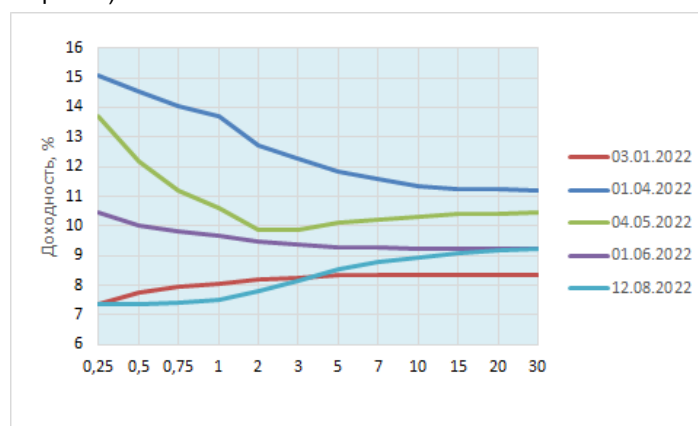


Рис.4 Кривые доходностей ОФЗ в отдельные даты в 2022 г.

ветствует нормальной фазе функционирования рынка, когда с увеличением сроков до погашения растут доходности облигаций (рис.4). Это означает высокую вероятность окончания цикла снижения ставок.

## О девальютизации экономики

Рост российской валюты относительно американского доллара всегда формировал необходимое условие для девальютизации экономики. Один из важнейших ее показателей - рост доли денежного агрегата M2 в структуре широкой денежной массы M2х, включающей в себя, помимо банковских счетов в рублях, валютные счета в банках. На рис.5 показано, что пик девальютизации экономики был достигнут в 2008 году перед глобальным финансовым кризисом.

Но не только динамика курса рубля формирует валютные предпочтения. Важной составляющей этого процесса является наличие валютных обязательств заемщиков перед банками.

Валютные обязательства организаций перед банковской системой еще 10 лет назад составляли 30% от общей суммы кредитной задолженности (рис.6). В настоящее же время этот показатель снизился до 10%, чему способствует активная позиция мегарегулятора по девальютизации банковских балансов на фоне обострения рисков использования валют недружественных России стран в банковских операциях.

Использование иностранной валюты в российской экономике, в том числе в кредитных операциях, всегда было связано с ее отраслевой структурой. Особенно для экспортеров валютный банковский кредит всегда представлялся более выгодным, т.к. избавлял предприятия от валютных рисков. Получаемая из-за рубежа валютная выручка шла на погашение валютной задолженности перед банками. По некоторым отраслям доля валютных кредитов превышала 60%. В их числе добыча полезных ископаемых, химическое производство. Последние два года наблюдается резкое снижение валютных долгов и в этих отраслях.

По абсолютной величине в структуре валютной кредитной задолженности лидирующие позиции занимают обрабатывающие производства (39,1%), добыча полезных ископаемых (21,3%) и операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг в этой сфере (12,8%).

Затраты на проведение валютных платежей растут с каждым днем, а опасность блокировки корреспондентских счетов в банках недружественных стран остается. Санкционные риски доминируют над рисками валютных колебаний. Поэтому процесс девальютизации экономики будет продолжаться и далее.

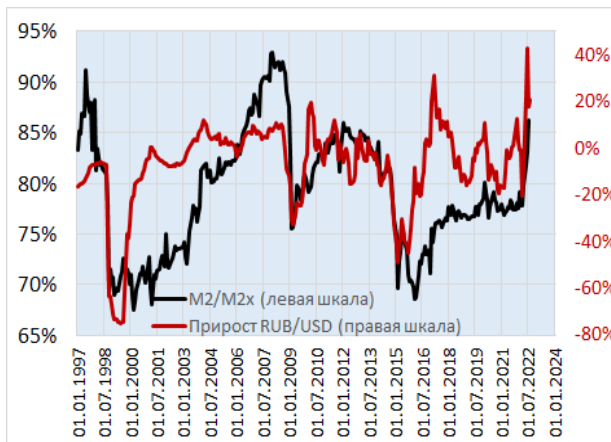


Рис.5 Динамика доли денежного агрегата M2 в агрегате M2х и годовые темпы прироста RUB/USD

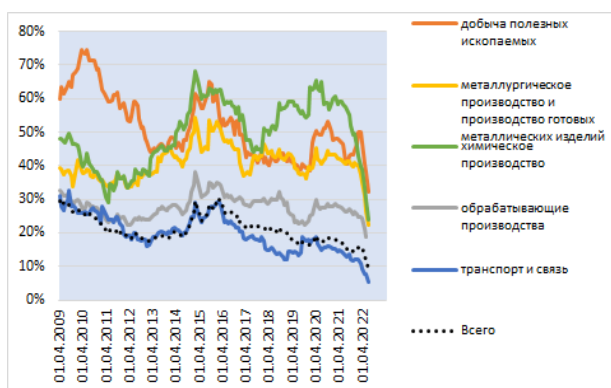


Рис.6 Динамика доли обязательств, номинированных в иностранной валюте в общей сумме задолженности по видам экономической деятельности



Рис.7 Структура валютной задолженности перед банками по видам экономической деятельности на 1 июля 2022 г.

## Инфляция снижается, но риски остаются

Последние несколько месяцев наблюдается резкое замедление инфляции. Ряд экономистов заговорили даже о дефляции в российской экономике. Однако темпы роста цен в годовом выражении все еще высоки, а наблюдаемая потребителями инфляция, публикуемая Банком России в своих исследованиях, остается выше 20% в год (рис.8).

Чтобы сбить инфляционное давление, вызванное санкционным кризисом и общей экономической неопределенностью, Банк России в феврале резко поднял ключевую ставку. Краткосрочный шок от этих действий прошел, и в настоящее время ее уровень ниже февральских значений. Однако последствия резкого ужесточения денежно-кредитных условий продолжают негативно влиять на кредитный рынок.

В сегменте потребительского кредитования средневзвешенные ставки по кредитным продуктам более 1 года подскочили до 15% годовых. Для организаций кредитные условия лучше, но по-прежнему ставки близки к максимальным за последние годы (рис.9).

Рынок банковских вкладов имеет более выраженную тенденцию к снижению ставок, т.к. адекватных альтернатив депозитам по надежности просто нет.

Банк России может и дальше снижать ключевую ставку, но высокие риски будут только расширять банковскую маржу. Кредиты под высокие ставки будут брать не на развитие, а на выживание. При этом низкие депозитные ставки будут способствовать еще большему обесценению сбережений. Банки будут больше зарабатывать на разнице процентных ставок размещения и привлечения средств, однако какие активы придется списывать банкам в силу неудовлетворительной кредитоспособности их заемщиков, остается неясным.

Сокращение деловой активности и действия Банка России способствуют снижению темпов прироста реальной денежной массы. Если в «нулевые» годы XXI века он нередко достигал 50% в год, то после 2014 года вместе с переходом к инфляционному таргетированию денежный агрегат М2 с поправкой на инфляцию выше 10% практически не поднимался (рис.10).

Если курс рубля будет стабильным, то повы-



Рис.8 Показатели инфляции и ключевая ставка, в % год.

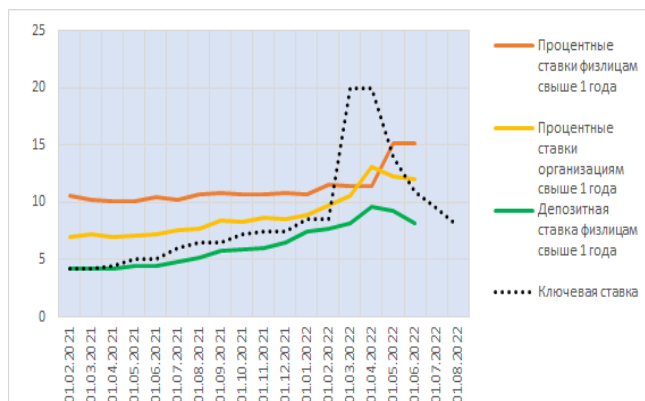


Рис.9 Средневзвешенные процентные ставки по операциям банков и ключевая ставка Банка России, в %.

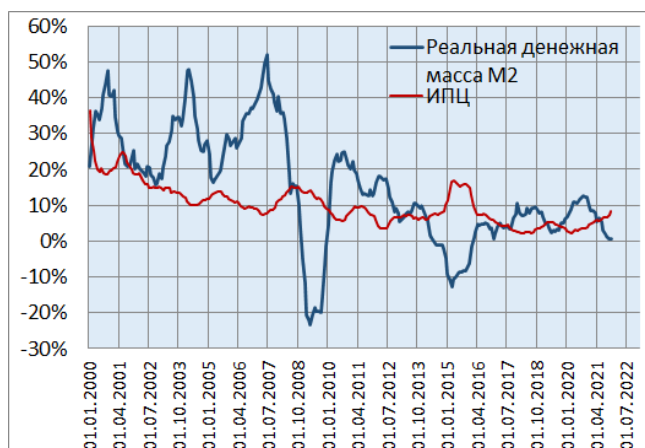


Рис.10 Годовые приросты реальной денежной массы М2 и индекса потребительских цен (ИПЦ).

шенные инфляционные ожидания будут ликвидированы. Но рассчитывать на низкие ставки кредитования в обозримой перспективе не приходится.

## Наличным деньгам быть

30 июня 2022 года Банк России представил новую модернизированную банкноту номиналом 100 рублей, на лицевой стороне которой изображены Спасская башня Московского Кремля, здание МГУ на Воробьевых горах, парк Зарядье, Останкинская и Шуховская башни, а на оборотной — мемориал во Ржеве и музей-заповедник Куликово поле.

Данная банкнота, по сути, запускает модернизацию банкнот, находящихся в обращении с 1997 года, о которой Банк России объявлял еще год назад. Она преследует 2 основные цели:

- улучшение защиты от подделок за счет применения более современных методов изготовления и печати банкнот;
- изменение концептуального подхода при формировании банкнотного ряда.

Находящийся в настоящее время в обращении банкнотный ряд представляет собой так называемую «городскую серию», где представлены достопримечательности крупных российских городов. Новая же серия является региональной в более широком смысле. Она началась еще с новых банкнот номиналами 200 и 2000 рублей образцов 2017 года, где представлены федеральные округа, входящие в состав РФ.

Как известно, 200 рублей представляют Южный федеральный округ, включая Крым, а 2000 рублей – Дальневосточный. Новая банкнота в 100 рублей представляет Центральный федеральный округ. В рамках программы модернизации в дальнейшем будут представлены 10 руб. с Сибирским, 50 руб. с Северо-Западным, 500 руб. с Северо-Кавказским, 1000 руб. с Приволжским и 5000 руб. с Уральским федеральным округами.

Обновление и модернизация банкнотного ряда несет в себе еще один важный посыл россиянам. Он показывает, что, несмотря на активную политику по переходу на безналичные расчеты и планы по внедрению цифрового рубля как третьей формы денег, в России не планируется отказ от использования наличных денег в платежном обороте.

За последние 5 лет сумма наличных денег в обращении выросла почти в 2 раза с 8,4 трлн руб. на 01.04.2017 до 14,9 трлн руб. в 2022 году. Причем этот рост происходил неравно-

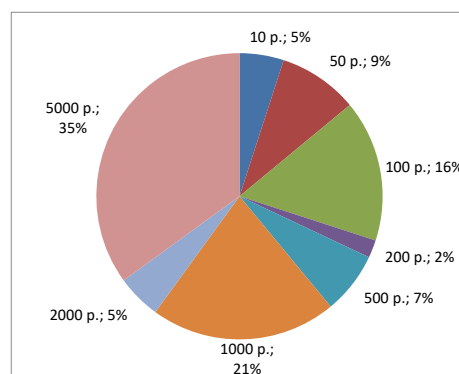


Рис.11 Структура денежной наличности по численности номиналов в обращении

мерно. Особенно в периоды нестабильности и экономической неопределенности темпы прироста наличных денег в обращении резко возрастали. Так, сумма наличных денег в обращении выросла почти на 1,3 трлн руб. (с 10 460,1 млрд руб. – на 01.03.20 до 11 748,2 млрд руб. – на 01.05.20) за период март-апрель 2020 года, что связано с объявлением пандемии коронавируса. А также на более чем 2 трлн руб. (с 13 809,4 млрд руб. – на 01.02.22 до 15 836,3 млрд руб. – на 01.03.22) в феврале 2022 года, что было вызвано началом СВО. Такой повышенный спрос обусловлен тем, что в периоды повышенной неопределенности многие граждане предпочитают хранить сбережения в денежной наличности и использовать ее в расчетах, опасаясь сбоя в работе банков и систем расчетов.

Несмотря на то, что одной из целей модернизации банкнот является их защита от подделок, работа, активно проводимая в направлении борьбы с фальшивомонетчиками различными государственными органами, приносит свои плоды. Так за последние 10 лет почти в 3 раза сократилось количество выявленных поддельных банкнот Банка России, находящихся на 1 млн. банкнот в обращении (в 2011 году – 17, в 2021 – 6). Лидером по количеству подделок являются банкноты номиналом 5000 рублей. На них приходится более 75 % выявленных нарушений. Вслед за ними идут 1000-рублевые банкноты. Их активно догоняют и даже начинают опережать по количеству выявленных подделок банкноты достоинством 2000 руб. Количество подделок банкнот других номиналов крайне невелико в связи с низкой экономической эффективностью их изготовления.

## В России все меньше банковских подразделений

Ни в одном российском регионе за последний год не стало больше банковских подразделений. Наоборот, численность банков, их филиалов и прочих структурных подразделений продолжает снижаться в подавляющем числе субъектов РФ.

В таблице 1 представлены регионы с наименьшим и наибольшим числом сокращения подразделений.

Не изменились в сторону сокращения численности и показатели в регионах с традиционно малым числом банков (менее 50 на всю территорию). В их числе Чеченская и Карачаево-Черкесская республики, республики Ингушетия и Алтай.

Москва за последний год лишилась только 3% подразделений банков.

Во многом стимулировали снижение численности банковских офисов пандемия коронавируса и развитие цифровизации банковских услуг.

Наибольший отток банковских офисов в последний год отмечается в регионах Крайнего Севера и Дальнего Востока. 16 подразделений из 143 были закрыты в Мурманской области, 16 организаций из 124 — в Ямало-Ненецком автономном округе. 31 офис из 281 был закрыт в Тюменской области, 18 из 167 — в Амурской области.

Основной вклад в сокращение численности банковских офисов вносят крупнейшие федеральные игроки. Так, Сбербанк за год закрыл 590 офисов (-3,8% от общей численности), а Банк ВТБ - 54 офиса (-4,3% от общей численности).

Однако на рынке присутствуют два крупных игрока, вопреки тренду, расширяющих сеть подразделений. В их числе Россельхозбанк, выросший за год на 19 подразделений (+1,4% от общей численности) и Альфа-банк, доведший число офисов по стране до 900 (+89 за год, или +11%). Чья стратегия присутствия в регионах окажется эффективнее покажет время.

Таблица 1

Структурные подразделения кредитных организаций в субъектах РФ

Субъект РФ	Август 2020	Август 2021	Август 2022	Изменение за последний год
<b>Субъекты РФ с наименьшим снижением численности структурных подразделений</b>				
Республика Алтай	38	36	36	0,0%
Республика Ингушетия	12	12	12	0,0%
Чеченская Республика	49	48	48	0,0%
Чукотский автономный округ	21	22	22	0,0%
Республика Крым	253	210	207	-1,4%
г. Севастополь	74	55	54	-1,8%
Пензенская область	303	303	297	-2,0%
Костромская область	102	100	98	-2,0%
Республика Дагестан	90	89	87	-2,2%
Республика Марий Эл	124	123	120	-2,4%
Республика Адыгея (Адыгея)	84	78	76	-2,6%
Карачаево-Черкесская Республика	36	35	34	-2,9%
Республика Мордовия	216	140	136	-2,9%
г. Москва	2589	2364	2292	-3,0%
<b>Субъекты РФ с наибольшим снижением численности структурных подразделений</b>				
Республика Бурятия	160	159	147	-8,8%
Хабаровский край	277	254	233	-9,1%
Приморский край	415	391	358	-9,2%
Республика Коми	198	194	178	-9,3%
Новгородская область	142	140	129	-9,3%
Томская область	200	182	168	-9,3%
Сахалинская область	117	116	104	-9,5%
Иркутская область	422	400	362	-9,5%
Ханты-Мансийский автономный округ - Югра	403	371	337	-10,0%
Кабардино-Балкарская Республика	85	80	72	-10,0%
Амурская область	192	167	149	-11,4%
Магаданская область	54	51	45	-11,8%
Тюменская область	307	281	250	-12,1%
Ямало-Ненецкий автономный округ	146	140	124	-12,9%
Мурманская область	157	143	127	-13,3%

## Международная структура владения американским долгом меняется

Казначейские ценные бумаги являются долговыми обязательствами Министерства финансов США и традиционно считаются одними из самых безопасных инвестиций в мире. Они служат основным инструментом хранения международных резервов большинства стран мира. Указанные ценные бумаги могут быть трех видов: казначейские векселя, ноты и облигации.

С начала 2022 года стабильный рост вложений иностранных инвесторов в казначейские ценные бумаги США остановился, а с началом специальной военной операции и вовсе снизился. Тем не менее, за последний год пятерка основных держателей почти не изменилась, хотя менялись их доли и суммарные вложения.

С марта по декабрь 2021 года общие вложения всех стран мира в суверенные обязательства США имели почти безостановочный рост (+10,1% за указанный период). Наибольшая доля инвестиций принадлежит Японии и Китаю.

На конец июня 2021 года в пятерку основных держателей казначейских бумаг США попали Япония (16,6%), Китай (13%), Великобритания (8,3%), Люксембург (4,1%), Каймановы острова (4,0%). Эта пятерка основных инвесторов почти не менялась в течение года (до мая 2022 года вместо Каймановых островов в пятерке присутствовала Ирландия), слегка лишь меняя относительные значения своего портфеля в казначейских бумагах в сравнении с другими странами.

С конца 2021 года значение суммарных вложений иностранцев сократилось примерно на 4,1% (до 7 430,8 млрд долл. США). Увеличили свои инвестиции в долг США Чили, Бермуды, Германия, Бельгия, Каймановы острова и другие (табл.2). А лидерами сокращения своих долей в общих вложениях в казначейские бумаги США в 2022 году стали Польша, Таиланд, Израиль и Гонконг (табл.3). Какой-либо политической подоплеку таких структурных движений искать не придется, т.к. эти страны имеют союзнические отношения с США.

**Таблица 2**

*Инвестиции в американские долговые обязательства иностранных держателей стран с наибольшим приростом*

Страна	Накопленные инвестиции, млрд долл.	Прирост в %	
		с начала 2022 г.	за последний год
Чили	41,0	16,1%	7,9%
Бермуды	78,9	13,9%	16,0%
Бельгия	273,6	12,6%	19,7%
Германия	94,9	12,6%	13,9%
Каймановы о-ва	300,4	10,8%	15,5%
Мексика	48,8	9,9%	-1,6%
Нидерланды	63,6	6,5%	-12,5%
Индия	208,8	5,1%	-5,2%
Колумбия	34,9	4,8%	-1,1%
Франция	236,9	1,3%	4,5%
Великобритания	615,4	1,1%	15,3%

**Таблица 3**

*Инвестиции в американские долговые обязательства иностранных держателей стран с наибольшим снижением*

Страна	Накопленные инвестиции, млрд долл.	Прирост в %	
		с начала 2022 г.	за последний год
Польша	35,3	-21,4%	-34,8%
Таиланд	49,6	-20,8%	-11,4%
Израиль	51,5	-19,3%	-17,7%
Гонконг	187,7	-17,0%	-14,4%
ОАЭ	39,9	-10,9%	-34,4%
Швеция	42,2	-10,8%	-2,3%
Корея	112,3	-9,7%	-14,2%
Кувейт	46	-9,1%	-2,5%
Австралия	52	-8,8%	15,3%
Китай	967,8	-8,7%	-8,9%

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.

*Рублю бюджетное правило не нужно / Ruble does not need a budget rule*

*О девальютации экономики / Pushing foreign currency out of the Russian economy*

*Инфляция снижается, но риски остаются / Inflation is declining, but risks remain*

- к.э.н., доц. Марков М.А.

*Наличным деньгам быть! / Cash to be!*

- Гусева И.А.

*В России все меньше банковских подразделений / Reduction of banking divisions across the country*

- Нейман Р.А.

*Международная структура владения американским долгом меняется / The international structure of American debt holders is changing*

- Исаева Д.Ф.

*Рынок больше не предсказывает решения регулятора / The market no longer predicts regulator's decisions*

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

### Ссылки на электронный ресурс:

[DOI:10.21686/dksfr/66.2022](https://doi.org/10.21686/dksfr/66.2022)

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