

# МОНИТОРИНГ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ В РОССИИ

ТЕНДЕНЦИИ И ВЫЗОВЫ СОЦИАЛЬНО-  
ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

№ 8(140) Апрель 2021 г.

## Мониторинг экономической ситуации в России

**Мониторинг** подготовлен коллективом экспертов Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара (Института Гайдара) и Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (РАНХиГС).

**Редколлегия:** Дробышевский С. М., Мау В. А., Синельников-Мурылев С. Г.

**Редакторы:** Гуревич В. С., Колесников А. В.



ИНСТИТУТ  
ЭКОНОМИЧЕСКОЙ  
ПОЛИТИКИ  
имени Е. Т. ГАЙДАРА



**РАНХиГС**  
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА  
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ  
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

8(140) 2021

*Мониторинг экономической ситуации в России: тенденции и вызовы социально-экономического развития. 2021. № 8 (140). Апрель / Под ред. Гуревича В.С., Дробышевского С.М., Колесникова А.В., Мау В.А., Синельникова-Мурылева С.Г.; Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации. 16 с. URL: [http://www.iep.ru/files/text/crisis\\_monitoring/2021\\_08-140\\_Apr.pdf](http://www.iep.ru/files/text/crisis_monitoring/2021_08-140_Apr.pdf)*

*При частичном или полном использовании материалов ссылка на источник обязательна.*

## СОДЕРЖАНИЕ

1. СИТУАЦИЯ НА НЕФТЯНОМ РЫНКЕ В I КВАРТАЛЕ 2021 ГОДА.....	4
2. ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС В I КВАРТАЛЕ 2021 ГОДА.....	9
3. ЦИФРОВОЙ РУБЛЬ: РИСКИ И ВЫГОДЫ .....	13

## 1. СИТУАЦИЯ НА НЕФТЯНОМ РЫНКЕ В I КВАРТАЛЕ 2021 ГОДА

**Каукин А.С.**, к.э.н., и.о. руководителя научного направления «Реальный сектор»,  
заведующий лабораторией отраслевых рынков и инфраструктуры Института Гайдара;  
заведующий лабораторией системного анализа отраслевых рынков  
ИПЭИ РАНХиГС;

**Миллер Е.М.**, с.н.с. лаборатории системного анализа отраслевых рынков ИПЭИ РАНХиГС

*Одним из основных факторов сокращения предложения и, соответственно, роста цен на нефть в I квартале 2021 г. стало добровольное решение Саудовской Аравии в рамках соглашения ОПЕК+ о дополнительном сокращении своих объемов добычи на 1 млн барр./сут. Это привело к рекордному исполнению сделки в феврале 2021 г., которое составило 115%. Потенциальным фактором риска для динамики нефтяных цен является принятое на 15-й встрече ОПЕК+ решение о наращивании объемов добычи во II квартале 2021 г. в купе с быстрым ростом числа заражений коронавирусом в азиатских странах.*

### **Соглашение ОПЕК+ в I квартале 2021 г.**

На встрече стран-участниц соглашения ОПЕК+ 3 декабря 2020 г.<sup>1</sup> было принято решение о постепенном смягчении ограничений по добыче нефти. В частности, было решено увеличить совокупную добычу на 0,5 млн барр./сут. с 1 января 2021 г. (с 7,7 млн до 7,2 млн барр./сут.) вместо 2 млн барр./сут. (с 7,7 млн до 5,7 млн барр./сут.). Это был компромисс между участниками соглашения, учитывавший вторую волну коронавируса; ввод новых ограничительных мер, приводящих к сокращению спроса на нефть; быстрое восстановление объемов добычи нефти в Ливии, не участвующей в соглашении о сокращении объемов добычи нефти<sup>2</sup>. Помимо этого, было принято решение о ежемесячной оценке и таргетировании рынка. Фактическое исполнение сделки в январе составило 103%.

По итогам январской встречи ОПЕК+<sup>3</sup> было принято решение об увеличении объемов добычи нефти странами-участницами соглашения на 75 тыс. барр./сут. в феврале и марте 2021 г. Для 10 стран ОПЕК, участвующих в соглашении, до конца I квартала сохранялись квоты, принятые для января

1 12th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting concludes// OPEC. 03.12.2020. URL: [https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/6257.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/6257.htm)

2 Каукин А.С., Миллер Е.М. Мировой рынок нефти в конце 2020 г. // Экономическое развитие России. 2020. № 1(28). С. 7–10.

3 13th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting concludes// OPEC. 05.01.2021. URL: [https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/6310.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/6310.htm)

## 1. Ситуация на нефтяном рынке в I квартале 2021 года

2021 г., – суммарный объем сокращения добычи должен был составить 4,564 млн барр./сут. Для стран не-ОПЕК объем сокращения должен был снизиться с 2,636 млн барр./сут. в январе до 2,561 млн барр./сут. в феврале и до 2,486 млн барр./сут. В марте за счет сокращения квоты и, соответственно, увеличения объемов добычи нефти для России (65 тыс. барр./сут.) и Казахстана (10 тыс. барр./сут.) в течение каждого из месяцев (табл. 1).

Фактическое общее исполнение сделки в феврале составило 115%, большой вклад в такой результат внесло обязательство по добровольному сокращению Саудовской Аравией добычи на 1 млн барр./сут., которое страна взяла с января 2021 г.

На встрече стран – участниц ОПЕК+, которая состоялась 4–5 марта 2021 г.<sup>1</sup>, было решено сохранить квоты по объемам суточной добычи нефти на уровне марта 2021 г. с целью восстановления спроса на топливо. Исключение составили Россия и Казахстан, которым было разрешено увеличить добычу соответственно на 130 тыс. барр./сут. и 20 тыс. барр./сут. из-за роста спроса на топливо (сохранения сезонных моделей потребления). Также был продлен срок, до которого участники соглашения должны будут компенсировать перепроизводство нефти (с марта до конца июля 2021 г.). Фактическое общее исполнение сделки в марте составило около 113%, как и месяцем ранее существенный вклад в результат внесло добровольное сокращение Саудовской Аравией добычи на 1 млн барр./сут.

На 15-й встрече стран – участниц соглашения ОПЕК+<sup>2</sup> были утверждены уровни добычи нефти на май-июль 2021 г. (табл. 1): суммарный объем сокращения суточной добычи к июлю должен составить 5,7 млн барр./сут. Также до конца сентября 2021 г. был продлен срок использования механизма компенсации недосохраненной ранее добычи: до 15 апреля страны ОПЕК+ с объемами перепроизводства нефти должны были предоставить в секретариат ОПЕК+ свои планы по компенсации. Таким образом, во II квартале 2021 г. ожидается рост объемов добычи нефти у стран – участниц соглашения ОПЕК+.

### Прогноз цен на нефть<sup>3</sup>

Согласно прогнозам EIA, ожидается снижение запасов нефти за счет роста мирового спроса и выполнения условий сделки ОПЕК+. Это приведет к тому, что мировое потребление нефти и жидкого топлива в среднем составит 97,8 млн барр./сут. в 2021 г., а в 2022 г. данный показатель вырастет на 3,3 млн барр./сут. Помимо этого, по прогнозу EIA, средняя цена на нефть марки Brent в 2021 г. составит 52,7 долл./барр., а в 2022 г. она вырастет до 53,4 долл./барр.<sup>4</sup> Ограничивать рост цен в 2021 г. будут высокий уровень мировых запасов нефти и избыточный уровень ее добычи (рис. 1).

1 14th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting// OPEC. 05.03.2021. URL: [https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/6375.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/6375.htm)

2 15th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting concludes// OPEC. 01.04.2021. URL: [https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/6400.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/6400.htm)

3 Рассматриваемые прогнозы были сделаны до объявления ОПЕК+ о наращивании объемов суточной добычи в мае-июле 2021 г. Обновление прогнозов запланировано на первую половину мая 2021 г.

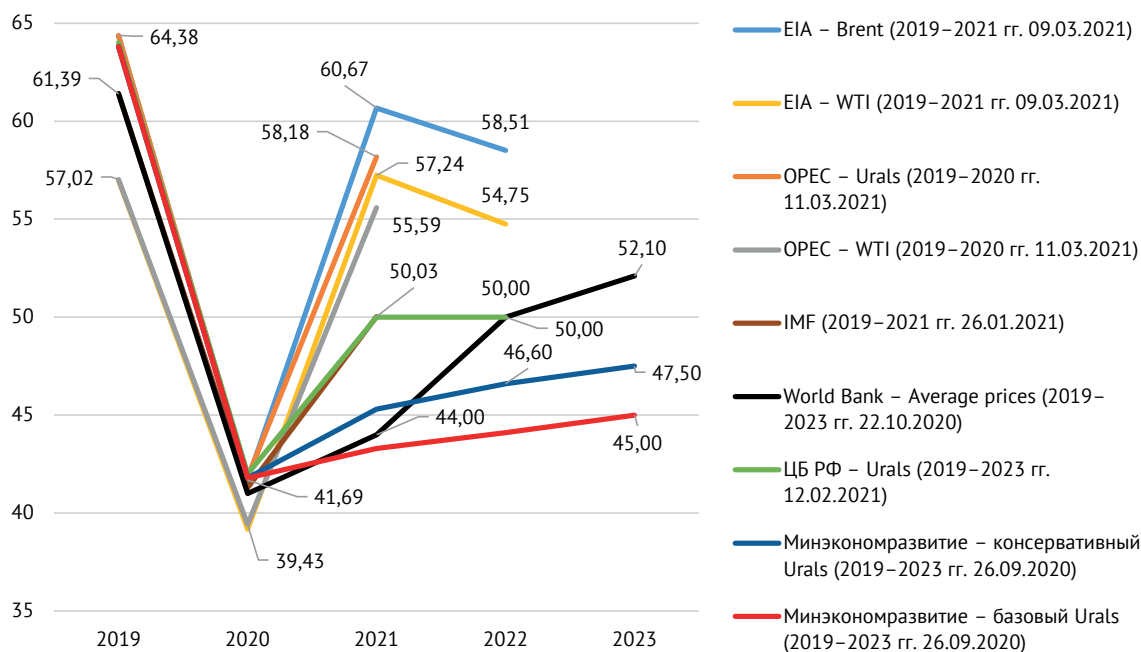
4 Short-term energy outlook / EIA. 12.01.2021. URL: [https://www.eia.gov/outlooks/steo/report/global\\_oil.php](https://www.eia.gov/outlooks/steo/report/global_oil.php)

Таблица 1

Добровольные уровни сокращения суточной добычи нефти по соглашению ОПЕК+ для отдельных стран, тыс. барр./сут.

Страна	База	Январь		Февраль		Март		Апрель		Май		Июнь		Июль	
		Δ	план	Δ	план	Δ	план	Δ	план	Δ	план	Δ	план	Δ	план
Ирак	4653	-796	3857	-796	3857	-796	3857	-796	3857	-748	3905	-699	3954	-637	4016
Саудовская Аравия	11000	-1881	9119	-1881	9119	-1881	9119	-1881	9119	-1768	9232	-1653	9347	-1505	9495
ОАЭ	3168	-542	2626	-542	2626	-542	2626	-542	2626	-509	2659	-476	2692	-433	2735
Казахстан	1709	-292	1417	-282	1427	-272	1437	-252	1457	-246	1463	-240	1469	-234	1475
Россия	11000	-1881	9119	-1816	9184	-1751	9249	-1621	9379	-1582	9418	-1543	9457	-1505	9495
ОПЕК 10	26683	-4564	22119	-4564	22119	-4564	22119	-4564	22119	-4287	22396	-4010	22673	-3650	23033
Не-ОПЕК	17170	-2636	14534	-2561	14609	-2486	14684	-2336	14834	-2263	14907	-2190	14980	-2109	15061
ОПЕК+	43853	-7200	36653	-7125	36728	-7050	36803	-6900	36953	-6550	37303	-6200	37653	-5759	38094

Источник: Voluntary Production Levels// OPEC. 05.01.2021/ URL: [https://www.opec.org/opec\\_web/static\\_files\\_project/media/downloads/Voluntary%20Production%20Levels.pdf](https://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/Voluntary%20Production%20Levels.pdf); 14th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting// OPEC. 04.03.2021. URL: [https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/6375.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/6375.htm); Voluntary Production Levels// OPEC. 01.04.2021/ URL: [https://www.opec.org/opec\\_web/static\\_files\\_project/media/downloads/15th%20ONOMM%20-%20Production%20adjustments%20table.pdf](https://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/15th%20ONOMM%20-%20Production%20adjustments%20table.pdf)



Примечание. В скобках указана дата публикации прогноза.

Рис. 1. Прогноз цен на нефть, долл./барр.

Источник: составлено авторами.

По прогнозам Всемирного банка, цены на нефть вырастут до 44 долл./барр. в 2021 г., поскольку постепенный рост спроса накладывается на ослабление ограничений предложения в странах ОПЕК+. Основными рисками являются продолжительность пандемии, включая возможность усиления последующих волн и скорость распространения вакцины<sup>1</sup>. Международный валютный фонд не ожидает резкого восстановления цен

1 World Bank Commodities Price Forecast/ World Bank. 22.10.2020. URL: <http://pubdocs.worldbank.org/en/478961602618430208/CMO-October-2020-Forecasts.pdf>

## 1. Ситуация на нефтяном рынке в I квартале 2021 года

на нефть в ближайшее время, прогнозируя, что в 2021 г. цены окажутся в диапазоне от 40 до 50 долл./барр.<sup>1</sup>.

Банк России повышал прогноз цены на нефть российской экспортной марки Urals в 2020 г. до 41 с 38 долл./барр. Прогноз цены Urals в 2021 г. также был увеличен до 45 с 40 долл./барр. В 2022 г. регулятор ожидает стоимость нефти на уровне 45 долл./барр., в 2023 г. – 50 долл./барр.<sup>2</sup>.

Согласно консервативному сценарию прогноза Минэкономразвития РФ, средняя стоимость российской нефти Urals составит 45,3 долл./барр. в 2021 г., а к 2023 г. цена вырастет до 47,5 долл./барр. Базовый сценарий Министерства предполагает стоимость нефти марки Urals в 2021 г. чуть выше 43 долл./барр.

Среди факторов снижения нефтяных цен можно выделить следующие: новые всплески заболеваемости коронавирусом (например, аналогичные наблюдающимся на данный момент в ряде азиатских стран, включая Индию и Японию); нехватка вакцин; дальнейшее снижение спроса на моторные топлива в США; более резкий, чем ожидается, рост добычи странами ОПЕК+.

### Российский рынок нефти в начале 2021 г.

По данным Международного энергетического агентства (МЭА), в январе 2021 г. Россия добывала 9,22 млн барр./сут. нефти без учета газового конденсата, что соответствовало выполнению сделки ОПЕК+ на 95%; в феврале 2021 г. – 9,26 млн барр./сут., что соответствовало выполнению сделки на 93%; в марте 2021 г. – 9,33 млн барр./сут., или 95% выполнения сделки.

В *табл. 2* представлены объемы добычи нефти Россией по месяцам 2021 г., а также объемы экспорта нефти, внутренних поставок нефти на переработку, перевалки через морские порты нефти и нефтепродуктов. Видно, что по всем показателям до сих пор сохраняется отрицательная динамика по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Таблица 2

### Динамика объемов добычи, переработки и экспорта нефти Россией

Показатель	Январь 2021		Февраль 2021		Март 2021	
	млн т	% к январю 2020	млн т	% к февралю 2020	млн т	% к марту 2020
Добыча нефти	45	-10,30	38,6	-13,80	43,34	-9,32
Экспорт нефти	18,7	-13,80	16,5	-21,10	17,70	-17,29
Первичная переработка нефти на НПЗ России	22,8	-7,30	22,6	-8,60	24,49	-3,96
Перевалка наливных грузов в российских портах, из них:	34,5	-14,40	33,3	-16,70	34	-9,60
сырой нефти	18,7	-18,00	18,1	-22,30	18,6	-12,70
нефтепродуктов	12,3	-11,50	11,8	-11,00	12,1	-6,20

Источник: Министерство энергетики России, ИПЕМ.

1 World Economic Outlook Update, October 2020 // IMF. 07.10.2020. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>

2 Среднесрочный прогноз Банка России по итогам заседания Совета директоров по ключевой ставке // Банк России. 23.10.2020. URL: [http://www.cbr.ru/collection/collection/file/29374/forecast\\_201023.pdf](http://www.cbr.ru/collection/collection/file/29374/forecast_201023.pdf)


Прогнозные значения объемов добычи, внутреннего потребления и экспорта российской нефти на 2021 г. представлены в *табл. 3*.

Таблица 3

### Прогноз объемов добычи, внутреннего потребления и экспорта российской нефти

	Источник	2020	2021
Объем добычи нефти, млн т.	Минэнерго	512,76	-
	ОПЕК MOMR	520,01	520,50
	EIA STEO	516,08	523,45
Объемы внутреннего потребления нефти (считаем постоянным, = 2020 г.), млн т	Минэнерго	274,93	274,93
Экспорт нефти (разница между объемом добычи нефти и объемом внутреннего потребления нефти), млн т	Минэнерго	232,37	-
	ОПЕК MOMR	232,37	245,57
	EIA STEO	232,37	248,51

Источники: Минэнерго России, ОПЕК MOMR, EIA STEO.

Прогнозы международных организаций и текущая динамика мирового энергетического рынка свидетельствуют о существовании рисков снижения спроса на нефть, связанных, в частности, с вероятным ужесточением ограничительных мер в ряде азиатских стран ввиду новой волны коронавирусной инфекции. Рост заболеваемости и соответствующее введение ограничительных мер может сказаться на мобильности населения и деловой активности во II квартале 2021 г., а значит и на спросе на энергетические ресурсы, в частности – нефтепродукты. Учитывая принятые решения на последней встрече стран – участниц соглашения ОПЕК+ о постепенном наращивании объемов добычи на 1,2 млн барр./сут. до июля 2021 г., одним из определяющих факторов сохранения динамики восстановления энергетического рынка может стать масштабная вакцинация населения от COVID-19. Если большинству государств удастся оперативно справиться с распространением вируса и его новых штаммов, то за этим можно ожидать роста числа перевозок и, соответственно, увеличения спроса на топливо. 



## 2. ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС В I КВАРТАЛЕ 2021 ГОДА

**Божечкова А.В.**, к.э.н., заведующая лабораторией денежно-кредитной политики  
Института Гайдара; с.н.с. Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС;

**Трунин П.В.**, д.э.н., руководитель научного направления «Макроэкономика и финансы»  
Института Гайдара; директор Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС

*В I квартале 2021 г. положительное сальдо торгового баланса России уменьшилось почти на треть по сравнению с I кварталом 2020 г. за счет роста стоимостных объемов импорта. Нетто-отток капитала частного сектора снизился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Он был вызван преимущественно ростом иностранных активов банков и прочих секторов экономики в ситуации усиления геополитических рисков, а также быстрого восстановления экономики США. Банк России приступил к покупке иностранной валюты в рамках бюджетного правила, что обусловило рост резервных активов в I квартале 2021 г. По итогам I квартала 2021 г., несмотря на сравнительно высокие цены на нефть и улучшение ситуации в мировой экономике, курс рубля к доллару снизился на 2,5%, что, по всей видимости, стало следствием роста геополитических рисков.*

Согласно опубликованной Банком России предварительной оценке платежного баланса, сальдо счета текущих операций в I квартале 2021 г. составило 16,8 млрд долл., что на 27% меньше, чем в I квартале 2020 г. (23,0 млрд долл.).

Торговый товарный баланс равнялся 24,4 млрд долл., это на 26,3% меньше (по абсолютному значению – на 8,7 млрд долл.) значения I квартала 2020 г. (33,1 млрд долл.) (рис. 1). Определяющую роль в этом снижении сыграл рост стоимостных объемов импорта товаров с 56,2 млрд долл. в I квартале 2020 г. до 63,1 млрд долл. в I квартале 2021 г. (на 12,3%).

Такая динамика импорта нетипична для ситуации падения российского ВВП, снижения реальных располагаемых доходов населения и реального обменного курса рубля: согласно данным Банка России, сокращение индекса реального курса рубля к доллару в I квартале 2021 г. относительно I квартала 2020 г. достигло 8%<sup>1</sup>. Объяснением этого обстоятельства может

1 О влиянии курсовой динамики на торговлю см. *Кнобель А.Ю.* Оценка функции спроса на импорт в России // Прикладная эконометрика. 2011. № 4(24). С. 3–26; *Кнобель А., Фиранчук А.* Россия в мировом экспорте в 2017 г. // Экономическое развитие России. 2018. № 9. С. 17–21.

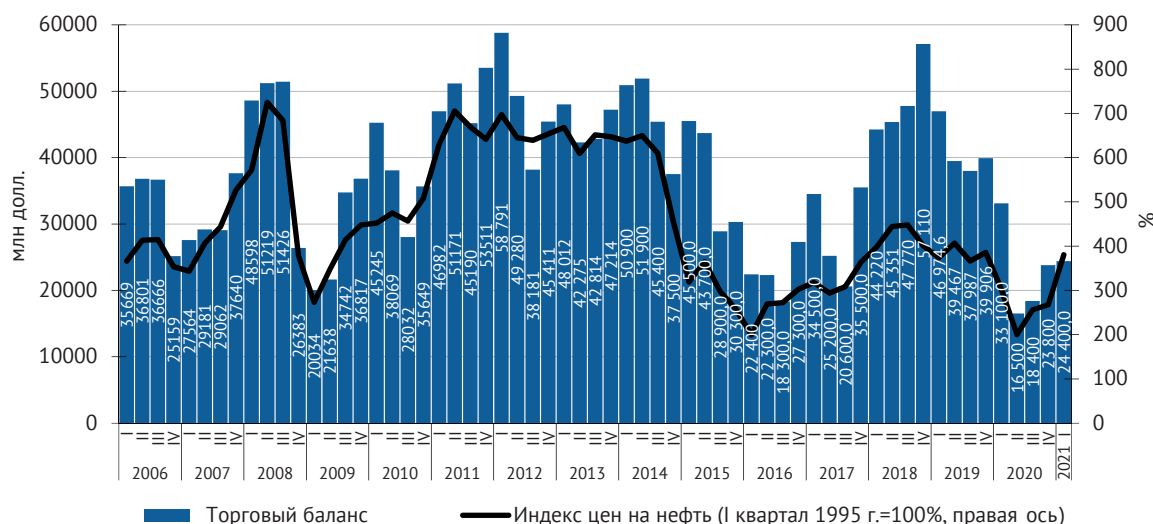


Рис. 1. Торговый баланс и динамика цен на нефть

Источник: Банк России; МВФ.

служить, в первую очередь, замещение импорта услуг импортом товаров за счет снижения расходов на поездки и транспортные услуги: спрос с этих видов услуг был перенаправлен на увеличение закупок фармацевтической продукции и товаров инвестиционного назначения (машины и оборудование, транспортные средства, электроника).

Одновременно с ростом импорта наблюдалось некоторое снижение стоимостных объемов экспорта – с 89,3 млрд долл. в I квартале 2020 г. до 87,5 млрд долл. в I квартале 2021 г. (на 1,8%). Такая стабилизация экспортных поставок, несмотря на снижение цен на углеводороды (кроме природного газа) и сокращение физических объемов экспорта нефти вследствие договоренностей ОПЕК+, была обусловлена ростом экспортных цен на черные металлы, пшеницу, растительное масло. В дальнейшем экспорт товаров, скорее всего, будет расти за счет роста цен на нефть<sup>1</sup>.

Баланс торговли услугами по итогам I квартала 2021 г. составил -2,6 млрд долл., что по абсолютному значению в 2,5 раза меньше аналогичного показателя I квартала 2020 г. (-6,6 млрд долл.). И экспорт, и импорт услуг упали в I квартале 2021 г. по сравнению с I кварталом 2020 г., однако импорт упал больше как в относительном, так и в абсолютном выражении. Экспорт снизился на 18% с 13,5 млрд долл. до 11,1 млрд долл., а импорт – на 32% с 20,1 млрд долл. до 13,7 млрд долл., главным образом из-за фактического прекращения поездок за рубеж. В дальнейшем можно ожидать ухудшения баланса торговли услугами как вследствие постепенного восстановления туристических поездок, так и за счет роста импорта транспортных и прочих услуг.

Баланс инвестиционных доходов улучшился в I квартале 2021 г. по сравнению с I кварталом 2020 г. на 1,0 млрд долл. (с -0,7 млрд долл. до +0,3 млрд долл.), а баланс оплаты труда ухудшился на 2,0 млрд долл. (с -1,7 млрд долл. до -3,7 млрд долл.).

1 См. Кнобель А.Ю., Кузнецов Д.Е. Закономерности формирования российскими фирмами цен на экспортных рынках // Журнал новой экономической ассоциации. 2019. № 1(41). С. 100-127.

## 2. Платежный баланс в I квартале 2021 года

Таблица 1

### Изменение средних экспортных цен и физических объемов базовых товаров российского экспорта

	Доля товарной группы в стоимостном объеме российского экспорта, %	Цена в январе-феврале 2021, долл./т	Цена в январе-феврале 2020, долл./т	Изменение средней экспортной цены, %	Изменение физических объемов поставок, %
Нефть сырая	22,5	376	443	-15	-18
Нефтепродукты	15,5	369	461	-20	3
Газ природный*	11,2	171	155	10	7
Черные металлы	6,0	493	422	17	17
Пшеница и меслин	3,3	248	215	15	106
Уголь каменный	2,9	60	67	-10	0
Удобрения минеральные	2,2	225	217	3	36
Алюминий	1,2	1532	1792	-14	88
Медь	1,2	7358	5836	26	-21
Масло растительное	1,1	1069	696	54	3
Лесоматериалы	1,0	268	243	10	-16
Газ природный сжиженный**	0,7	65	100	-35	-54

\* цена в долл. за тыс. куб. м; \*\* цена в долл. за куб. м

Источник: ФТС, расчеты авторов.

Дефицит *финансового счета* в I квартале 2021 г. составил 15,6 млрд долл. (18,3 млрд долл. в I квартале 2020 г.). Нетто-отток капитала в I квартал 2021 г. был преимущественно вызван ростом иностранных финансовых активов на 13,5 млрд долл. (за I квартал 2020 г. иностранные финансовые активы выросли лишь на 4,7 млрд долл.) и снижением иностранных финансовых обязательств (-2,0 млрд долл. за I квартал 2021 г. против -13,6 млрд долл. в I квартале 2020 г.).

Увеличение иностранных активов произошло как за счет операций банковского сектора, так и за счет операций прочих секторов, составивших в I квартале 2021 г. 6,5 и 6,9 млрд долл. соответственно (2,5 и 2,2 млрд долл. в I квартале 2020 г.). Величина прямых инвестиций прочих секторов, направленных за рубеж, выросла на 6,4 млрд долл. (0,4 млрд долл. в I квартале 2020 г.), размер исходящих портфельных инвестиций в I квартале 2021 г. составил 2,1 млрд долл. (2,3 млрд долл. годом ранее), величина прочих активов увеличилась на 3,1 млрд долл. (5,9 млрд долл. в I квартале 2020 г.).

Снижение финансовых обязательств перед нерезидентами происходило преимущественно за счет операций государственного сектора. Так, за I квартал 2021 г. иностранные обязательства органов государственного управления снизились на 3,2 млрд долл. (в I квартале 2020 г. наблюдался рост в размере 0,6 млрд долл.) вследствие сокращения вложений нерезидентов в ОФЗ. По данным на начало апреля 2021 г., доля нерезидентов на рынке ОФЗ снизилась до 20,2%, тогда как в начале года она составляла 23,3%, что было вызвано обострением санкционной риторики в отношении покупки нового госдолга РФ, нарастанием внутривалютных и геополитических рисков.

Снижение иностранных обязательств в I квартале 2021 г. наблюдалось и в банковском секторе (-0,9 млрд долл. против -6,8 млрд долл. годом ранее). Изменение иностранных обязательств прочих секторов в I квартале 2021 г. в совокупности оказалось нулевым: входящие прямые иностранные инвестиции увеличились на 4,7 млрд долл. (-4,1 млрд долл. в I квартале

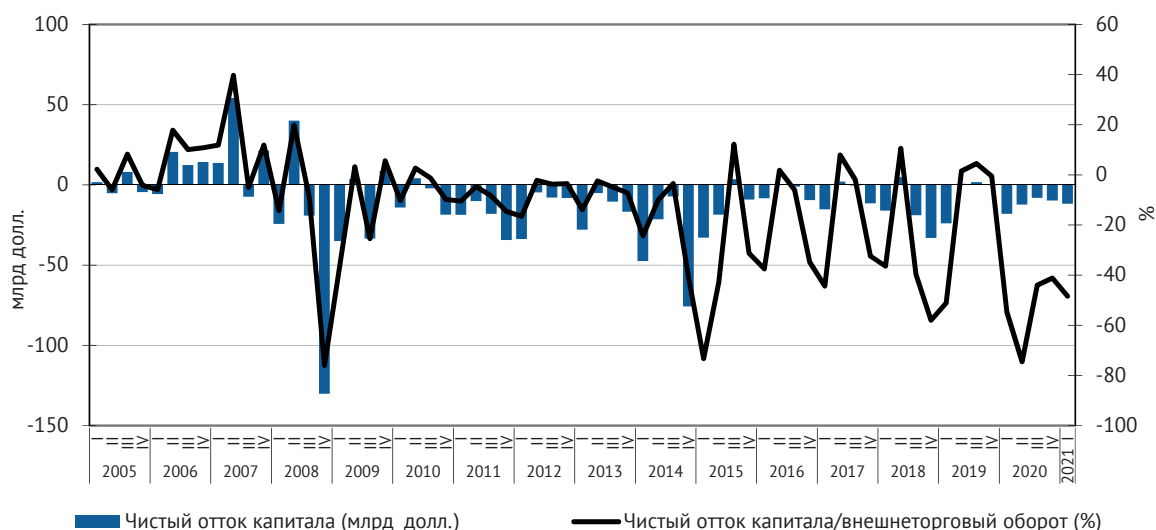


Рис. 2. Чистый отток капитала частного сектора в 2005–2021 гг.

Источники: Банк России; расчеты авторов.

2020 г.), иностранные обязательства по портфельным инвестициям сократились на 2,7 млрд долл. (-2,2 млрд долл. в I квартале 2020 г.), тогда как обязательства по ссудам и займам перед нерезидентами снизились на 2,2 млрд долл. (+1,4 млрд долл. в I квартале 2020 г.).

В результате чистый отток капитала частного сектора в I квартале 2021 г. составил 11,8 млрд долл., что существенно ниже, чем I квартале 2020 г., когда данный показатель достиг 18,1 млрд долл. (рис. 2). При этом нетто-отток капитала банковского сектора в I квартале 2021 г. оказался равен 7,4 млрд долл. (9,3 млрд долл. годом ранее). В небанковском секторе нетто-отток составил 4,5 млрд долл. против 8,8 млрд долл. в I квартале 2020 г.

Превышение положительного сальдо счета текущих операций над оттоком капитала по финансовому счету было компенсировано ростом международных резервных активов в размере 3,7 млрд долл. (5,0 млрд долл. в 2019 г.). Накопление валютных резервов связано с покупкой иностранной валюты Банком России в рамках бюджетного правила, возобновившейся с 19 января 2021 г. В целом объем покупок иностранной валюты Минфином России на внутреннем валютном рынке за I квартал 2021 г. составил около 3,6 млрд долл.

За I квартал 2021 г. курс рубля к доллару снизился на 2,5% – до 75,7 руб./долл. Несмотря на восстановление цен на нефть, ослаблению рубля способствовали санкционная риторика, включая запрет на покупку американскими финансовыми институтами нового государственного долга РФ, геополитическая напряженность, внутривалютные риски, ожидания в отношении ужесточения монетарной политики ФРС США. По итогам I квартала 2021 г., фундаментально обоснованный курс рубля к доллару составил 71–72 руб., что означает недооценку рубля на 5–6%<sup>1</sup>. В течение 2021 г. при сохранении существующих на данный момент тенденций в мировой и российской экономиках рубль может укрепиться до этого уровня, но только при деэскалации внешнеполитической напряженности. ▀

<sup>1</sup> Подробнее см. Божечкова А.В., Синельников-Мурылев С.Г., Трунин П.В. Факторы динамики обменного курса рубля в 2000-е и 2010-е годы // Вопросы экономики. 2020. № 8. С. 1–18.

### 3. ЦИФРОВОЙ РУБЛЬ: РИСКИ И ВЫГОДЫ

**Синельникова-Мурылева Е.В.**, к.э.н., с.н.с. Центра изучения проблем центральных банков  
ИПЭИ РАНХиГС, доцент ИЭМИТ РАНХиГС

*Опубликованная Банком России концепция эмиссии и обращения цифрового рубля предполагает активное выполнение кредитными организациями функций посредников между конечными пользователями и платформой цифрового рубля. В связи с этим остаются актуальными риски оттока депозитов из банковского сектора, усиления роли регулятора в платежно-финансовом секторе, а также широкий набор технологических рисков вследствие необходимости построения новой разветвленной системы платежей на базе технологии распределенного реестра. Концепция цифрового рубля закрепляет значимые преимущества его использования: снижение издержек совершения платежей и повышение доступности финансовых услуг для граждан и бизнеса за счет использования офлайн-режима транзакций и применения смарт-контрактов. Для оценки соотношения рисков и выгод от использования цифрового рубля Банк России планирует поэтапный запуск пилотного проекта своей цифровой валюты.*

В октябре 2020 г. Банк России выпустил Доклад для общественных консультаций, посвященный проекту «Цифрового рубля»<sup>1</sup>. Документ получил широкий отклик и в профессиональном сообществе, продолжением его обсуждения стала опубликованная Банком России в апреле 2021 г. «Концепция цифрового рубля». В «Концепции» раскрываются принципы эмиссии цифровой валюты ЦБ РФ в рамках двухуровневой розничной модели<sup>2</sup>. На текущий момент Банк России отказался от использования модели оптовых цифровых валют Центрального банка (ЦВЦБ), доступ к которым предоставляется исключительно финансовым посредникам, и от моделей розничных ЦВЦБ, ограничивающих активное участие финансовых посредников при открытии кошельков клиентам и обращении цифрового рубля. Выбор розничной двухуровневой модели реализации цифрового рубля, в которой финансовые посредники выполняют роль участников расчетов, снижает риски для существующей двухуровневой банковской системы.

1 Банк России, «Цифровой рубль. Доклад для общественных консультаций», Октябрь 2020.

2 Банк России, «Концепция цифрового рубля», Апрель 2021.

Модель эмиссии цифрового рубля (новой формы обязательства ЦБ), представленная регулятором, предполагает открытие Банком России кошельков финансовым организациям и Федеральному казначейству. Открытие кошельков клиентам (гражданам и бизнесу) на платформе цифрового рубля и осуществление расчетов по ним будет проводиться финансовыми организациями путем выполнения ими соответствующих поручений клиентов. После направления в коммерческий банк заявления от клиента на пополнение цифрового кошелька банк списывает средства со счета клиента и зачисляет цифровые рубли со своего кошелька на кошелек клиента на платформе цифрового рубля, которая отправляет клиенту соответствующее уведомление о зачислении средств. Поручения на перевод средств между двумя клиентами осуществляются аналогичным образом с участием кредитных организаций и платформы цифрового рубля. Именно такая модель является, по всей видимости, оптимальной с учетом развитой банковской сети в России, поскольку позволит в полной мере использовать существующую институциональную инфраструктуру и налаженные отношения банк-клиент, а также станет препятствовать существенному снижению роли банковского сектора в платежно-финансовой системе. Однако приобретение клиентами банков цифровых рублей, в отличие от перевода средств со срочных депозитов на депозиты до востребования и расчетные счета, будет вести к сокращению балансов коммерческих банков, уменьшая их возможности по кредитованию.

При этом данная модель освобождает центральный банк от непосредственного взаимодействия с конечными пользователями цифрового рубля (гражданами и бизнесом) и снимает с регулятора бремя масштабной работы по открытию и ведению цифровых кошельков, осуществлению платежных поручений клиентов, идентификации клиентов, осуществлению процедур, подразумеваемых валютным законодательством. Соответствующие задачи будут решаться кредитными организациями. Для конечных пользователей цифрового рубля такой формат работы с новым видом обязательства ЦБ также является достаточно удобным, поскольку опирается на привычное взаимодействие с коммерческими банками.

Столь активное включение коммерческих банков в систему эмиссии и обращения цифрового рубля ставит вопрос о том, в какой степени такая деятельность будет для них экономически оправданной. К наиболее значимым стимулам для коммерческих банков участвовать в проекте цифрового рубля можно отнести возможность сохранить и укрепить отношения с существующими клиентами, привлечь новых клиентов, а также получить доход от выполнения их поручений по открытию цифровых кошельков и совершению платежей. В то же время на текущий момент нет информации о том, кто будет нести расходы по адаптации банковской инфраструктуры к работе с платформой цифрового рубля, а также о разделении тарифа, оплачиваемого клиентами за совершение платежей при помощи цифрового рубля, между Банком России и коммерческими банками.

Апрельская концепция цифрового рубля предполагает закрепление следующих его конкурентных преимуществ по сравнению с другими способами осуществления платежей:

1. Снижение издержек на осуществление платежей, поскольку выбранная модель реализации предполагает, что стоимость транзакций с использованием цифрового рубля будет «не выше, чем в Системе

### 3. Цифровой рубль: риски и выгоды

быстрых платежей»<sup>1</sup>. Тарификация платежей будет осуществляться по единым правилам, что сделает использование цифрового рубля для совершения платежей в среднем дешевле, чем использование безналичного рубля.

2. Повышение финансовой доступности для экономических агентов за счет как возможности проведения платежей цифровыми рублями в офлайн-режиме (что актуально для территорий с неполным и/или неустойчивым интернет-покрытием), так и возможности использовать надстройки к цифровому рублю по типу смарт-контрактов.
3. Повышение конкуренции в банковском секторе вследствие более легкого перевода денежных средств между разными кредитными организациями при помощи цифрового рубля (в предположении об отсутствии жестких лимитов и ограничений на объем и число переводов средств из одной формы рубля в другую)<sup>2</sup>.

Одним из основных рисков эмиссии цифрового рубля в рамках заявленной модели является отток ликвидности из банковского сектора. Запуск цифрового рубля приведет к сокращению депозитов коммерческих банков, так как экономические агенты переведут часть своих депозитов, которые они держат с целью осуществления платежей, в цифровой рубль. При этом отсутствие выплаты процентов по цифровому рублю нивелирует часть потенциальных рисков и проблем. В частности, цифровой рубль не будет конкурировать со срочными депозитами и инвестиционными/сберегательными инструментами. Вероятность масштабного вытеснения текущих счетов цифровым рублем, скорее всего, невысока (по крайней мере, на первых этапах его запуска), поскольку в настоящее время многие экономические агенты используют накопительные счета, на остаток по которым выплачивается процент, и при этом возможно снятие и зачисление средств в любой момент. Кроме того, система частных банков в России в целом характеризуется достаточно высоким уровнем доверия со стороны населения с точки зрения осуществления расчетов и проведения платежей, что также будет препятствовать масштабному оттоку депозитов до востребования из банковской системы.

Масштабы эмиссии цифрового рубля первоначально планируются небольшими. В то же время итоговый эффект от введения цифрового рубля для ликвидности банковского сектора не очевиден. Несмотря на профицит ликвидности в банковском секторе, Банк России не исключает сценария, при котором переток депозитов в ЦВЦБ может спровоцировать дефицит ликвидности.

Снижение пассивов банковского сектора потенциально может привести к уменьшению масштабов кредитования и/или удорожанию кредитов. Рост ставки по кредитам теоретически может стать причиной того, что банки будут вынуждены участвовать в более рискованных проектах и, возможно, брать на себя избыточные риски. В результате могут снизиться инвестиции и потребление товаров длительного пользования. И хотя на практике соответствующие эффекты, по всей видимости, окажутся незначительными, уменьшение балансов коммерческих банков за счет оттока депозитов


1 Банк России, «Концепция цифрового рубля», Апрель 2021.

2 Мы предполагаем, что с помощью мобильных приложений банков клиент может перевести безналичные рубли, которые он хранит в банке, в цифровые рубли, а затем перевести цифровые рубли в безналичные рубли в другом банке. Это возможно, поскольку кошелек с цифровыми рублями будет доступен клиенту одновременно во всех приложениях банков, в которых он обслуживается.

также создает риски дезинтермедиации, т.е. снижения роли кредитных организаций как финансовых посредников, осуществляющих взаимодействие сберегателей и заемщиков.

Принимая во внимание возможный дефицит ликвидности в банковском секторе вследствие эмиссии цифрового рубля, Банк России заявляет о том, что будет предоставлять банкам дополнительную ликвидность в необходимом объеме. Однако чрезмерная зависимость коммерческих банков от средств ЦБ РФ может вызвать усиление роли Банка России как игрока в банковском секторе и на финансовом рынке.

Помимо рисков дефицита ликвидности банковского сектора появление цифрового рубля сопряжено с технологическими рисками с учетом сложно организованной двухуровневой системы его эмиссии и обращения. Речь идет о возможной нехватке мощности распределенного реестра для проведения платежей, о рисках потери конфиденциальности данных пользователей, сложности реализации офлайн-режима работы цифрового рубля, а также необходимости подготовки технической инфраструктуры как на стороне Банка России и коммерческих банков, так и на стороне граждан и бизнеса. При этом уровень надежности новой платежной платформы Банка России должен быть не ниже, чем у существующих сегодня на территории страны платежных систем и сервисов, а готовность противостоять компьютерным атакам – выше, что является существенным вызовом. Еще одна группа рисков сосредоточена в юридической плоскости, поскольку эмиссия цифрового рубля потребует доработки законодательства.

Говоря о возможных последствиях эмиссии цифрового рубля для денежно-кредитной политики, необходимо отметить два важных момента. Во-первых, введение цифрового рубля за счет обмена на резервы коммерческих банков и с учетом снижения величины банковских депозитов приведет к снижению денежного мультипликатора (аналогично росту доли наличности в денежной массе). Снижение мультипликации потребует адаптации используемых моделей при оценке последствий проводимой монетарной политики<sup>1</sup>. Во-вторых, некоторое ослабление банков как финансовых посредников по причине снижения величины депозитов в банковском секторе чревато уменьшением работоспособности банковских каналов денежно-кредитной трансмиссии. Отметим, что по аналогии с наличностью кредитование банков со стороны ЦБ РФ цифровыми рублями не предусмотрено. Внедрение цифрового рубля также потребует от регулятора большей опоры на иные каналы (например, процентный канал) и, в частности, работы по усилению информационного канала взаимодействия с рынком. 

<sup>1</sup> Грищенко В.О. Денежный мультипликатор в современных финансовых системах // Деньги и кредит. 2017. № 9. С. 10–17.