



Банк России



Март 2023 года

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ И ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Информационно-аналитический комментарий

Москва
2023

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ И ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ (МАРТ 2023 Г.)

- По оценкам Банка России, в феврале денежно-кредитные условия (ДКУ) оставались нейтральными. В марте отдельные показатели финансовых рынков и оперативные индикаторы изменялись в сторону ужесточения.
- В среднем за март спред RUONIA к ключевой ставке составил -16 б.п. (в феврале: -37 б.п.).
- В марте кривые денежного и долгового рынков сдвинулись вниз, отражая пересмотр траектории ключевой ставки участниками рынка. Доходности длинных ОФЗ отреагировали на сокращение объемов заимствований Минфином России.
- В феврале – марте приток средств на рублевые депозиты поддерживался повышением реальных ставок в сочетании с сохранением высокой склонности населения к сбережению.
- Кредитная активность несколько замедлилась в феврале из-за сокращения краткосрочного рублевого кредитования и валютных кредитов, а также на фоне повышенной жесткости макропруденциального регулирования в розничном сегменте. Оперативные данные марта указывают на оживление на кредитном рынке.
- В феврале – марте вклад бюджетных операций в годовой прирост денежной массы продолжил увеличиваться.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ТРАНСМИССИЯ

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (или денежно-кредитная трансмиссия) – это последовательность связей в экономике, через которые денежно-кредитная политика влияет на спрос и, соответственно, инфляцию. Основу этого механизма составляют ставки и доходности на основных сегментах рынка, влияющие друг на друга (ключевая ставка непосредственно влияет на краткосрочные ставки денежного рынка, краткосрочные ставки – на долгосрочные ставки и доходность ОФЗ, доходность ОФЗ – на доходность корпоративных облигаций, доходности облигаций и долгосрочные ставки денежного рынка – на кредитные и депозитные ставки). Ставки, в свою очередь, влияют на привлекательность сбережений, потребления и инвестиций (*процентный канал трансмиссионного механизма*), возможности заемщиков предоставить качественное

обеспечение, а банков – наращивать кредитование (*кредитный и балансовый канал*), богатство инвесторов (*канал благосостояния*), курс рубля (*валютный канал*)¹.

Через любой из этих каналов рост рыночных ставок сдерживает спрос и инфляцию, а снижение – стимулирует. Кроме денежно-кредитной политики и спроса, на инфляцию и конъюнктуру финансовых рынков влияет множество других факторов, которые учитываются Банком России при принятии решения о ключевой ставке.

В этом материале кратко охарактеризована работа денежно-кредитной трансмиссии и условия ее функционирования.

¹ Подробнее см. Приложение 1 к [Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов](#).

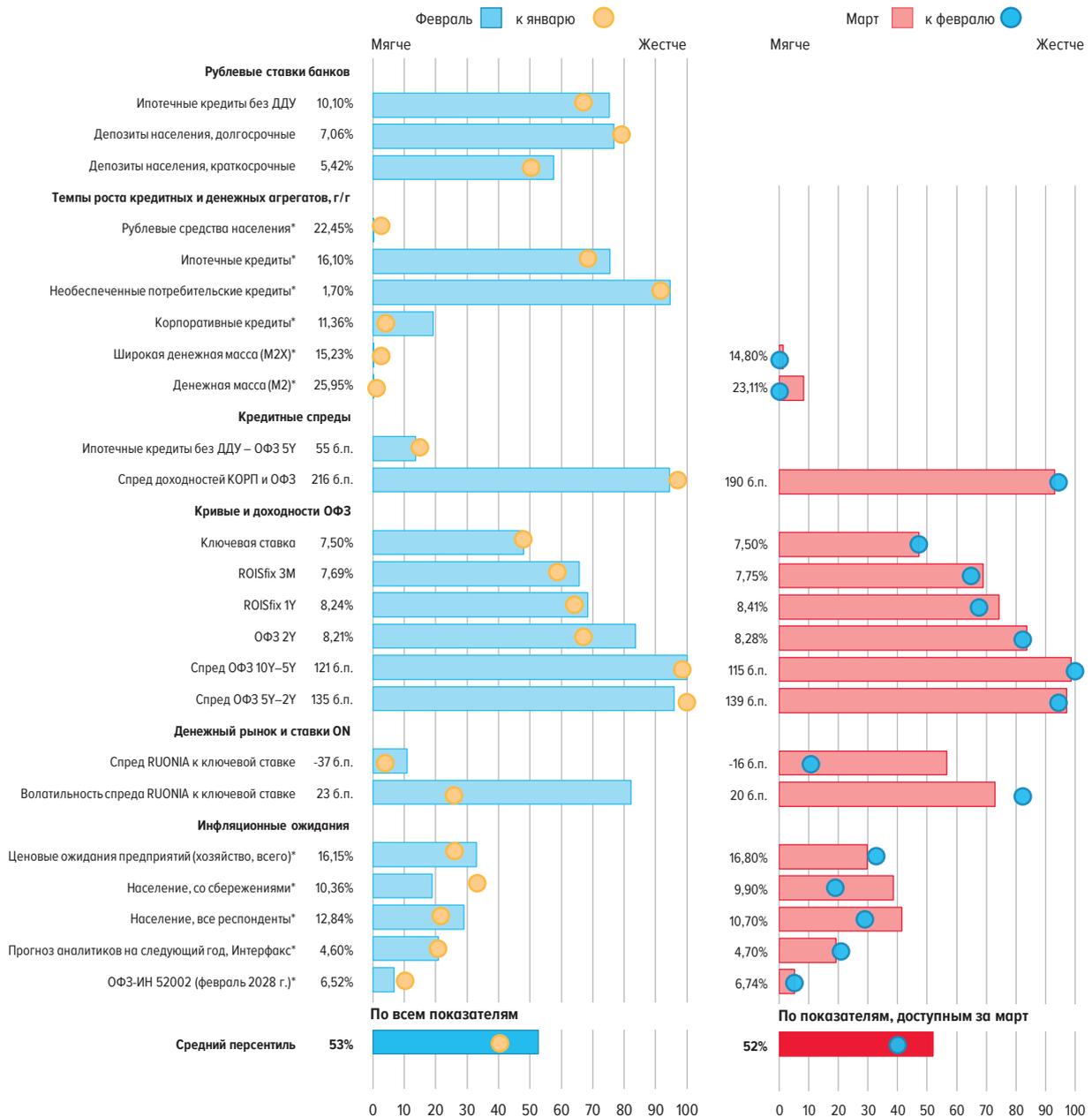
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

В феврале денежно-кредитные условия в российской экономике оставались нейтральными (рис. 1), в то время как отдельные показатели изменялись разнонаправленно. Так, в сторону ужесточения ДКУ действовали повышение доходностей ОФЗ из-за пересмотра ожиданий по траектории ключевой ставки и повышенной премии за неопределенность, некоторый рост ставок по ипотеке, а в сторону смягчения – высокие темпы роста денежной массы.

В марте оперативные индикаторы ДКУ и показатели финансового рынка изменялись в направлении ужесточения.

В МАРТЕ ОПЕРАТИВНЫЕ ИНДИКАТОРЫ ДКУ ПРЕИМУЩЕСТВЕННО СТАЛИ ЖЕСТЧЕ

Рис. 1



* По показателям посчитан обратный перцентиль (большие значения расположены левее).

Примечание. Данная панель индикаторов представляет одну из возможных сводных визуализаций значимых показателей, которые целесообразно учитывать при оценке ДКУ и их изменений. Ее не следует рассматривать как всеобъемлющее представление всевозможных индикаторов, имеющих отношение к оценке характера ДКУ и его изменений. График отражает уровень показателя (в перцентиле) относительно распределения значений с января 2017 по февраль 2023 г. (левый график) и по март 2023 г. (правый график). Круглым маркером обозначен уровень показателя (в перцентиле) на предыдущую дату. Сдвиг показателя влево относительно предыдущей даты означает смягчение ДКУ, вправо – ужесточение. Перцентили по высокочастотным показателям (доходности ОФЗ, ставки денежного рынка, валютный курс, спред КОРП-ОФЗ и так далее) рассчитаны по средним значениям за соответствующий месяц.

Источник: расчеты Банка России.

ПРОЦЕНТНЫЙ КАНАЛ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

1. Ключевая ставка

На заседании 17 марта Банк России принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 7,5%, который установлен с середины сентября 2022 года. В целом баланс рисков для инфляции заметно не изменился с предыдущего заседания. Инфляционные ожидания населения значительно снизились, но сохраняются на повышенном уровне, как и ценовые ожидания предприятий. В случае усиления проинфляционных рисков Банк России будет оценивать целесообразность повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях. При этом ожидаемая рынком траектория ключевой ставки сдвинулась вниз: теперь участники и аналитики не ожидают ее повышения на ближайших заседаниях (табл. 1).

ПО ИТОГАМ МАРТА УЧАСТНИКИ РЫНКА ОЦЕНИВАЛИ РИСК ПОВЫШЕНИЯ СТАВКИ КАК ПОНИЖЕННЫЙ

Табл. 1

Ожидания по ключевой ставке на базе рыночных индикаторов (инструмент)	Июнь 2023	Декабрь 2023
ROISfix	7,5 (7,75–8,0)	8,0–8,5 (8,0–8,5)
Ожидания аналитиков по ключевой ставке*	Среднее за 2023	Среднее за 2024
Макроэкономический опрос Банка России	7,5 (7,5)	6,8 (6,8)

* Даты проведения опроса: 2–6 марта 2023 года. В скобках – результаты опроса в январе.
Источники: расчеты Банка России, НФА.

2. Денежный рынок и ставки овернайт (RUONIA)

За март средний спред ставки RUONIA² – операционного ориентира Банка России – к ключевой ставке Банка России³ составил **-16 б.п.** (в феврале: -37 б.п., с начала года: -33 б.п.) (рис. 4). Волатильность спреда – 20 б.п. (в феврале: 23 б.п., с начала года: 24 б.п.).

Структурный профицит ликвидности за март сократился на 0,9 трлн руб., до 1,1 трлн руб. (табл. 2). При этом бюджетные операции, спрос на наличные деньги и иные факторы в совокупности привели к притоку средств в банки. Таким образом, снижение профицита на конец месяца связано главным образом с траекторией усреднения банками обязательных резервов (ОР) в мартовский период усреднения (ПУ). В конце марта банки сократили предложение на недельном депозитном аукционе и увеличили остатки на своих корсчетах. После того как банки разместят избыточные средства на депозитах в Банке России и снизят корсчета, профицит увеличится. Средний профицит ликвидности за март составил 1,9 трлн рублей.

В начале марта динамика ставки RUONIA определялась теми же факторами, что и в конце предыдущего месяца: в период уплаты налогов спрос на ликвидность увеличился, спред сузился и перешел в положительную область. В начале месяца в банки поступали бюджетные расходы, Федеральное казначейство (ФК) и бюджеты субъектов Российской Федерации увеличили объем размещения средств на депозитах в банках.

В последние дни февральского ПУ банки уже в значительной мере выполнили усреднение ОР, и спред RUONIA вернулся в отрицательную область. В начале мартовского ПУ спред формировался вблизи среднегодовых значений 2019–2022 годов. Предложение бан-

² Ставка RUONIA (Ruble Overnight Index Average) – взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного заимствования на условиях овернайт.

³ Операционная цель денежно-кредитной политики Банка России в рамках стратегии таргетирования инфляции заключается в поддержании ставок в необеспеченном сегменте овернайт межбанковского денежного рынка вблизи ключевой ставки Банка России.

ков на депозитных аукционах Банка России было ниже устанавливаемых лимитов. На счетах участников рынка оставалась избыточная ликвидность. Это «переусреднение» оказывало понижающее давление на ставки. В результате даже в период уплаты налогов в конце марта спред RUONIA продолжил формироваться в отрицательной области, в отличие от налогового периода предыдущего месяца. По мере поступления бюджетных расходов и размещения средств по операциям ФК, RUONIA продолжила снижаться.

В марте в бюджет поступили сезонно крупные доходы, которые по итогам месяца превысили расходы. Минфин России размещал ОФЗ (на чистой основе: 0,2 трлн руб.) и продавал валюту в рамках бюджетного правила (0,1 трлн руб.). Эти факторы привели к оттоку ликвидности из банковского сектора. Однако ФК и бюджеты субъектов Российской Федерации оперативно размещали полученные доходы обратно в банках на депозитах или через операции репо. Приток ликвидности по этим операциям в марте был связан в том числе с календарным эффектом. В начале месяца ФК размещало в банках средства, полученные от уплаты еще февральских налогов. В результате совокупные бюджетные операции за март, в отличие от предыдущих месяцев, привели к притоку ликвидности в банки.

В марте спрос на наличные деньги был вблизи сезонных значений и составил 0,2 трлн рублей. Дополнительное влияние на ситуацию с ликвидностью оказало перечисление средств банков со счетов типа «С» на счета Агентства по страхованию вкладов⁴, открытые в Банке России. Это также привело к оттоку ликвидности.

Прогноз структурного профицита ликвидности на конец 2023 г. сохранен в диапазоне от 2,8 до 3,4 трлн рублей.

3. Кривые доходностей денежного и долгового рынков

Кривые денежного рынка. В марте ожидания по ключевой ставке постепенно пересматривались вниз с учетом текущей инфляционной картины, ставки ROISfix⁵ медленно снижались по всем срокам на 1–31 б.п. (рис. 6). Ставка RUSFAR 3М не демонстрировала выраженной динамики (7,86%; +1 б.п.). Форма кривой говорит о том, что участники рынка не ожидают ужесточения ДКП на ближайших заседаниях, однако к концу года закладывается рост ключевой ставки до уровня 8–8,5%.

Кривая доходности ОФЗ. На конец марта кривая ОФЗ несколько сдвинулась вниз по всей длине, кроме краткосрочного участка (до 1Y): ОФЗ 1Y – 7,83% (+10 б.п.); ОФЗ 2Y – 8,25% (-6 б.п.); ОФЗ 5Y – 9,66% (-1 б.п.); ОФЗ 10Y – 10,83% (-4 б.п.). Понижающая динамика доходностей связана с пересмотром участниками рынка ожидаемой траектории ключевой ставки на фоне умеренных темпов роста цен от месяца к месяцу. Сокращение объемов заимствований Минфином России снизило давление на длинном конце кривой. Спред между доходностью десяти- и двухлетних ОФЗ почти не изменился (258 б.п., +2 б.п.), оставаясь вблизи максимальных значений с 2011 года. С декабря 2022 г. структура участников рынка оставалась стабильной: нетто-продавцами на вторичном рынке ОФЗ являлись СЗКО и физические лица, а нетто-покупателями – небанковские организации и коллективные инвесторы. Торги осуществлялись преимущественно в долгосрочном (более 10 лет) сегменте кривой.

Первичный рынок ОФЗ. В марте Минфин России привлек около 208 млрд руб., сократив объемы размещения по сравнению с февралем (321 млрд руб.). Спрос на бумаги снизился в среднем до 100 млрд руб. в неделю (161 млрд руб. ранее). Преимущественно размещались долгосрочные (10 и 18 лет) ОФЗ-ПД с умеренной премией к доходности вторичного рынка (не более 10 б.п.). Мартовские аукционы характеризовались более низкой концентрацией спроса и малым объемом заявок по сравнению с предыдущим месяцем, отражая высокий

⁴ См. [решение Совета директоров Банка России от 29.12.2022.](#)

⁵ Кривая OIS (ROISfix) – индикативные ставки (фиксинг) по операциям «процентный своп» на ставку RUONIA.

спрос на бумаги со стороны не СЗКО. При этом коллективные инвесторы приобретали около 10–50% от общего объема привлечений.

Вмененная инфляция⁶. Средняя за март вмененная инфляция из ОФЗ-ИН 52002 (2028 г.) выросла до 6,74% (месяцем ранее – 6,52%). Во второй половине месяца вмененная инфляция преимущественно снижалась, оставаясь выше среднего значения 2022 г. (6,17%).

4. Рынок корпоративных облигаций

Вторичный рынок. По итогам марта доходность корпоративных облигаций, по данным индекса IFX-Cbonds, снизилась до 9,85% (-19 б.п.). Спред к доходности государственных облигаций сузился до 190 б.п. (-26 б.п.). Этот уровень близок к среднему значению за IV квартал 2022 г. (188 б.п.).

Первичный рынок. В марте корпоративные заемщики продолжили увеличивать объем привлекаемых средств (март: 545 млрд руб.; февраль: 463 млрд руб.). При этом все выпуски в полном объеме были доступны широкому кругу инвесторов. Количество эмитентов рыночных облигаций возросло до 34 (февраль: 31), что выше среднего значения за год с 2014 г. и максимального – с декабря 2022 года. Наиболее крупные объемы заимствований привлекали компании реального сектора (железнодорожного, телекоммуникационного и нефтеперерабатывающего), в том числе и в юанях. Среди финансовых организаций высокую активность демонстрировали лизинговые компании. Общий объем рынка корпоративных облигаций на конец марта составил 20,7 трлн руб. (февраль: 20,3 млрд руб.; +19,7% г/г).

Объемы выпуска замещающих облигаций возросли (март: 301 млрд руб.; февраль: 180 млрд руб.).

5. Кредитно-депозитный рынок

Депозитные ставки. Произошедший в феврале рост доходностей ОФЗ по всем срокам слабо отразился на динамике ставок по банковским вкладам. По оценке, изменения среднерыночных депозитных ставок оказались в пределах +0,1 п.п. и -0,1 п.п. в краткосрочном⁷ и долгосрочном сегментах соответственно (рис. 12). Отсутствие массовой выраженной реакции могло быть связано с тем, что возросшая в последние месяцы склонность населения к сбережению⁸ давала банкам возможность не прибегать к ощутимому пересмотру вверх ставок по своим депозитным продуктам, особенно на длинные сроки. Вместо этого они достаточно гибко управляли стоимостью привлекаемого фондирования, точно корректируя ставки по депозитам на отдельные сроки, в том числе путем введения надбавок к базовым ставкам для «новых» денег.

По данным оперативного мониторинга, в марте рублевые депозитные ставки возросли, но этот рост также не был массовым и по-прежнему уступал февральскому сдвигу вверх кривой доходностей ОФЗ: индекс FRG100⁹ в течение месяца вырос на 0,2 п.п. (рис. 13). Таким образом, потенциал для некоторого повышения ставок по вкладам все еще может сохраняться, учитывая отсутствие выраженной реакции в депозитных ставках после февральского ужесточения сигнала денежно-кредитной политики. В то же время сдерживающее влияние на рост ставок продолжит оказывать в целом благоприятная ситуация с розничным фондированием банков, обусловленная сохранением высокой склонности населения к сбережению.

⁶ Методология расчета показателя.

⁷ Под краткосрочными понимаются депозиты по всем срокам до 1 года, кроме «до востребования», под долгосрочными – по всем срокам свыше 1 года.

⁸ См. [Инфляционные ожидания и потребительские настроения, № 3 \(75\), март 2023 года](#).

⁹ Средняя ставка 59 крупнейших депозитных банков по вкладам сроком 1 год на сумму от 100 тыс. руб., [по данным](#) информационного агентства Frank RG.

Депозитные операции. Интерес населения к рублевым вкладам поддерживался стабильной динамикой депозитных ставок при продолжающемся замедлении инфляции. Традиционное для января сокращение средств населения в банках¹⁰ сменилось восстановлением их притока в феврале, причем как на текущие счета, так и на краткосрочные депозиты, что могло во многом объясняться возобновлением действия надбавок к базовой процентной ставке при размещении новых средств в ряде банков.

Рост активности в сегменте вкладов на сроки до 1 года отразился на срочной структуре портфеля рублевых средств населения в банках: увеличение доли долгосрочных вкладов приостановилось, ее уровень (21% по итогам февраля) по-прежнему заметно превышает исторический минимум, достигнутый в первой половине 2022 г. (13%).

Тенденция к оттоку средств населения с валютных вкладов в феврале сохранилась: сокращение остатков на счетах и депозитах составило 3,1% после 0,9% в январе. При этом незначительный рост валютизации средств населения (на 0,2 п.п., до 10,9%) был обусловлен исключительно переоценкой валютной части портфеля.

В конечном счете положительная динамика рублевых сбережений на счетах и депозитах в сочетании с эффектом низкой базы в феврале 2022 г. нашла отражение в заметном ускорении годового прироста¹¹ общего объема средств населения в банках – до 11,0% по итогам февраля по сравнению с 5,8% месяцем ранее (рис. 14).

В феврале впервые с ноября возобновился рост средств населения на счетах эскроу, что было во многом связано с замедлением процесса их раскрытия из-за замедления ввода объектов жилищного строительства в эксплуатацию, тогда как динамика поступлений на вновь открываемые счета была близка к значениям января.

По предварительным данным, в марте рост рублевых счетов и срочных депозитов населения продолжился, тогда как интерес розничных вкладчиков к депозитам в валюте оставался низким, несмотря на некоторое повышение ставок по депозитам в долларах США, евро и юанях отдельными участниками рынка. В ближайшем будущем продолжающееся замедление инфляции и сохранение высокой склонности к сбережению будут поддерживать интерес населения к банковским вкладам, в особенности на сроки до 3 лет.

Кредитные ставки. Ставки по рублевым кредитам в феврале изменились разнонаправленно (рис. 12). Изменению кредитных ставок могли способствовать как произошедший ранее рост доходности ОФЗ¹², так и специфические сегментарные эффекты.

Ставки по корпоративным кредитам в январе выросли в краткосрочном сегменте (на 0,9 п.п., до 9,8%) и несколько снизились в долгосрочном (на 0,3 п.п., до 8,2%). Рост ставок по корпоративным кредитам на сроки до 1 года мог быть связан с повышением краткосрочных трансфертных ставок банками, а снижение ставок по корпоративным кредитам на срок от 1 года могло проявиться как сохранение тенденции по постепенному снижению премии за риск с макроэкономической стабилизацией.

Ставка по кредитам физлицам на срок до 1 года в феврале снизилась на 0,4 п.п., до 19,1% годовых, на срок свыше 1 года – на 0,7 п.п., до 12,5%. Снижение затронуло ставки по необеспеченным потребительским кредитам, а ставки по ипотеке повысились. Средневзвешенная ставка по рублевым ипотечным жилищным кредитам в феврале возросла на 0,2 п.п., до 8,1%, за счет сокращения выданных в рамках программ «льготной ипотеки от застройщика» по сверхнизким

¹⁰Здесь и далее в состав средств населения в банках включаются остатки на срочных депозитах, депозитах «до востребования» и текущих счетах, но не включаются счета эскроу по договорам участия в долевом строительстве.

¹¹Здесь и далее приросты балансовых показателей банков рассчитаны по данным отчетности действующих кредитных организаций, внесенных в Книгу государственной регистрации на соответствующую отчетную дату. Приросты валютных требований и обязательств рассчитаны в долларовом эквиваленте. При расчете приростов показателей, включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу.

¹²Подробнее см. в разделе «Кривые доходностей денежного и долгового рынков».

ставкам и, как следствие, роста средневзвешенной ставки в сегменте ипотеки под залог ДДУ на 0,4 п.п., а также роста ставок во вторичном сегменте. Средневзвешенная ипотечная ставка во вторичном сегменте возросла в феврале на 0,2 п.п., до 10,1%, при некотором снижении доли данного сегмента в оборотах ипотечного рынка. Снижение ставок по потребительским кредитам могло быть связано с влиянием макропруденциальных лимитов, способствующих сокращению выдач кредитов с повышенным риском и снижению средней по выдачам ставки.

По предварительным данным, корпоративные кредитные ставки в феврале и розничные кредитные ставки в марте в целом колебались в рамках вышеописанных тенденций (рис. 13). Динамика ставок по кредитам в II квартале будет зависеть от инфляционных трендов, в том числе устойчивости снижения инфляционных ожиданий¹³, и дальнейших решений по денежно-кредитной политике.

Корпоративное кредитование. В феврале годовой прирост портфеля кредитов организациям¹⁴ продолжил замедляться, но меньшим темпом (рис. 15). Годовой прирост корпоративного кредитного портфеля составил 11,4% в сравнении с 12,6% месяцем ранее.

Замедление коснулось и краткосрочного, и долгосрочного сегментов корпоративного кредитования. Годовой прирост портфеля краткосрочных кредитов снизился до 0,1% против 0,6% в январе. Рост долгосрочных кредитов организациям составил 15,8% после 17,5% в январе. Замедление корпоративного кредитования было усилено сокращением валютных кредитов, портфель которых снизился на 26,1% к соответствующему месяцу прошлого года. Рублевый кредитный портфель замедлился в годовом темпе прироста до 23% по сравнению с 23,4%, сохраняясь вблизи максимальных значений за последнее десятилетие.

Доля просроченной задолженности организаций оценивается как стабильная в январе – феврале 2023 года. Она составила 5% в феврале, снизившись с локального максимума в 6,1% в марте 2022 года.

Требования к организациям по оперативным данным в марте увеличились умеренно. Спрос организаций на кредиты будет зависеть в том числе от траектории государственных расходов, авансирования госзаказа, а также интенсивности запуска проектов по оптимизации и трансформации бизнеса.

Розничное кредитование. Кредитование физических лиц в феврале замедлялось. Годовой прирост розничного кредитного портфеля¹⁵ сократился – на 0,8 п.п. к январю, до 8,5% (рис. 15). Замедление коснулось и ипотечного рынка, где годовой прирост составил в феврале 16,1% против 16,9% в январе, несмотря на сезонное увеличение выдач по сравнению с январем. Доля кредитов с господдержкой в выдачах ипотеки в феврале приблизилась к 50%, сохраняясь около уровня января и среднего за 2022 год. По оперативным оценкам, в марте на ипотечном рынке отмечался рост активности. Активность в сегменте необеспеченного потребительского кредитования в феврале также замедлилась: годовой прирост портфеля потребительских кредитов составил 1,7% по сравнению с 2,5% месяцем ранее (рис. 16).

Требования к населению по оперативным данным в марте возросли, и годовые темпы прироста розничного портфеля увеличились. Макропруденциальные ограничения будут продолжать воздействовать на розничное кредитование, как потребительское, так и ипотечное, с учетом планируемого уточнения регулирования. Рост цен на недвижимость, приводящий к снижению доступности жилья для заемщиков, также может способствовать замедлению в ипотечном сегменте.

¹³ См. [Инфляционные ожидания и потребительские настроения, № 3 \(75\), март 2023 года.](#)

¹⁴ Здесь и далее – прирост кредитования нефинансовых и финансовых организаций, а также индивидуальных предпринимателей с исключением приобретенных банками прав требования.

¹⁵ Здесь и далее – прирост кредитования физических лиц с исключением приобретенных банками прав требования.

ДРУГИЕ СЕГМЕНТЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

1. Обменный курс (валютный канал)

В течение марта рубль продолжал ослабляться. К концу месяца курс рубля к доллару США снизился на 3,5%, до 77,60 руб./долл. США, к евро – на 6%, до 84,21 руб./евро, к юаню – на 4,65%, до 11,28 руб./юань. Среднемесячный курс рубля демонстрировал аналогичную динамику (-5,4% м/м к доллару США). Ослабление рубля было обусловлено снижением объемов экспортной выручки при одновременном росте импортных операций. Дополнительным фактором ослабления рубля могли быть финансовые операции физических и юридических лиц.

Колебания курса рубля снизились. Месячная реализованная волатильность уменьшилась до 7,6% (10,8% месяцем ранее), вернувшись на уровень начала января 2022 года.

[Реальный эффективный курс рубля \(REER\)](#), рассчитанный по отношению к валютам основных внешнеторговых партнеров, в феврале снизился на 5,1% (декабрь: -7,1%; +17,7 г/г).

2. Рынок капитала (канал благосостояния)

По итогам марта российский рынок акций показывал уверенный рост, и к концу месяца индекс МосБиржи достиг значения 2451 б.п. (+8,8% м/м, – 2,5% г/г). Таким образом, значение индекса превысило уровень до падения в сентябре 2022 года. Волатильность на российском рынке (RVI) снизилась до 34 п. (-11 м/м; 28 п. в среднем за 2021 г.).

Основными факторами, определяющими позитивную динамику российского фондового рынка, стали динамика цен на энергоресурсы на фоне решений ОПЕК+ и России о сокращении добычи, а также публикация хорошей финансовой отчетности компаний, сопровождающаяся анонсами дивидендных выплат за IV квартал 2022 года. Дополнительный рост акций нефтегазовой отрасли был обусловлен достигнутыми в марте договоренностями о развитии сотрудничества с Китаем.

Общий объем операций во всех сегментах Московской Биржи в марте вырос на 26,3%. Среднедневной объем торгов – 66,3 млрд руб. (февраль: 55,7 млрд руб.).

Внешние рынки

В марте некоторые из мировых центральных банков продолжили цикл повышения ключевых ставок, при этом многие мировые центробанки замедлили ужесточение денежно-кредитной политики. Средняя ключевая ставка в развитых странах выросла до 3,79% (+27 б.п. к предыдущему месяцу; +58 б.п. к началу года), в странах Латинской Америки – 11,95% (+9 б.п.; +33 б.п.), в странах Южной и Юго-Восточной Азии – 6,02% (+5 б.п.; +31 б.п.), в странах Африки – 10,62% (+62 б.п.; +89 б.п.). В странах Центральной и Восточной Европы и Средней Азии средневзвешенная ставка незначительно снизилась – до 9,20% (-5 б.п.; -1 б.п.) за счет решений центральных банков Узбекистана и Молдовы.

Среди развитых стран ставка была повышена в еврозоне, США, Великобритании, Австралии и Новой Зеландии. При этом Банк Японии, сохраняя свои принципы ДКП, ожидаемо оставил ставку на отрицательном уровне. Центральные банки многих развивающихся стран сохранили ставки на текущих уровнях, тем не менее указав на высокие и нестабильные инфляционные ожидания, опасения волатильности цен на продукты питания и энергоресурсы из-за сохранения геополитической напряженности. В то же время Центральный банк Мексики поднял ключевую ставку на 25 б.п., до 11,25%, при этом инфляционные ожидания на 2023 г. все еще остаются повышенными.

Доходности государственных облигаций, как в развитых, так и в странах с формирующимися рынками, на длинных сроках преимущественно снижались (4–54 б.п.), отражая корректировку ожиданий относительно степени жесткости ДКП в мире и пика повышения ставок. Доходности казначейских облигаций США существенно снизились – на 40–80 б.п. (UST 2Y: 4,06%; UST 10Y: 3,48%). Это связано с тем, что инвесторы активно покупали исторически наиболее безрисковые активы на фоне ухудшения

конъюнктуры в банковском секторе. Более выраженная динамика коротких доходностей также связана с ожиданиями участников рынка снижения темпов ужесточения денежно-кредитной политики (+25 б.п., до 5–5,25%, в течение 2023 г.), в том числе на фоне снижения инфляционного давления (PCE в феврале: 0,26% м/м; в январе: 0,57% м/м) и угрозы снижения экономической активности из-за вероятного банковского кризиса в США и Европе.

Рынки акций развитых стран в марте, несмотря на возникающие шоки и бегство от риска, продемонстрировали свою устойчивость (S&P 500: +3,5%; Stoxx 600: -0,71%; Nikkei 225: 2,17%) (рис. 20). Давление на цены акций финансового сектора оказало банкротство региональных банков в США, а также банковский кризис в Европе. По итогам I квартала 2023 г. акции энергетического сектора показали худшие результаты, опасения рецессии и снижения спроса на энергоресурсы привели к падению стоимости бумаг производителей нефти и газа. В то же время позитивным фактором, оказавшим влияние на европейские рынки, стало более сильное, чем прогнозировалось, замедление инфляции.

К концу февраля индексы в национальных валютах стран с формирующимися рынками демонстрировали разнонаправленную динамику (MSCI EM: +2,73%; SSE Composite: -0,21%; Bovespa: -2,91%; IPC Mexico: +2,17%) (рис. 20). Динамика на рынках развивающихся стран была обусловлена неопределенностью относительно дальнейшего повышения ставок, а также общемировой динамикой рынков.

ДЕНЕЖНАЯ МАССА

В феврале годовой прирост требований банковской системы к экономике¹⁶ продолжил замедляться и составил 10,3% против 11,7% месяцем ранее из-за более сдержанной кредитной активности, особенно в розничном сегменте, где произошло ужесточение параметров льготного ипотечного кредитования. Вместе с тем продолжилось усиление роли бюджетных операций в формировании денежного предложения: по итогам января годовое изменение чистых требований к органам государственного управления возросло до 7,7 трлн рублей. В результате кредитование экономики и бюджетные операции стали равноправными источниками увеличения денежной массы, обеспечивая сопоставимый положительный вклад в ее динамику впервые с первой половины 2021 года. Годовой прирост денежной массы в национальном определении (M2) в феврале обновил локальный максимум, составив 25,9% (рис. 21).

В свою очередь, годовой прирост широкой денежной массы (M2X) увеличился до 15,2%, но по-прежнему существенно уступал динамике M2, отражая сохранение тенденции к девальвации российской экономики.

При этом роль наличных денег в обращении вне банковской системы оставалась невысокой: годовой рост агрегата M0 по итогам февраля замедлился до 12% после 17,9% в январе, а его доля в структуре рублевой денежной массы вновь сложилась вблизи исторических минимумов.

По предварительной оценке, в марте рост денежной массы несколько замедлился: M2 – до 23,1% и M2X – до 14,8% к аналогичному периоду 2022 г., что отчасти было связано с более умеренной динамикой государственных расходов относительно января – февраля.

¹⁶Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым и финансовым организациям и населению в валюте Российской Федерации, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевыми ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением.

ГРАФИКИ И ТАБЛИЦЫ

В МАРТЕ 2023 Г. СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА СОКРАТИЛСЯ
(НА НАЧАЛО ДНЯ, МЛРД РУБ.)

Табл. 2

	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2023	01.03.2023	01.04.2023
Структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности	-204	-1 691	-2 810	-2 065	-1 118
Требования Банка России к кредитным организациям	976	909	1 808	2 626	2 072
Операции на аукционной основе	847	116	1 492	1 669	1 766
– операции репо и «валютный своп»	847	116	1 492	1 669	1 766
Операции по фиксированным процентным ставкам	129	793	317	957	306
– операции репо и «валютный своп»	118	3	8	0	8
– обеспеченные кредиты	10	790	309	957	299
Требования кредитных организаций к Банку России	1 796	2 804	4 949	5 056	3 544
Депозиты	1 221	2 804	4 949	5 056	3 544
– на аукционной основе	844	1 626	3 621	3 730	2 450
– по фиксированной процентной ставке	377	1 178	1 328	1 326	1 094
КОБР	575	–	–	–	–
Регулярные операции на возвратной основе, не относящиеся к стандартным инструментам денежно-кредитной политики Банка России*	616	204	331	365	354

* К данному типу операций относятся специализированные инструменты рефинансирования Банка России, кредиты, предоставленные Банком России в рамках безотзывных кредитных линий, операции «валютный своп» по предоставлению иностранной валюты за рубли.

Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ СТРУКТУРНОГО ПРОФИЦИТА ЛИКВИДНОСТИ НА КОНЕЦ 2023 Г. СОХРАНЕН
В ДИАПАЗОНЕ ОТ 2,8 ДО 3,4 ТРЛН РУБЛЕЙ
(ТРЛН РУБ.)

Табл. 3

	2022 г. (факт)	Январь – март 2023 г.	Март 2023 г.	2023 г. (прогноз)
1. Факторы формирования ликвидности	1,5	-1,4	0,1	[1,5; 1,9]
– изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции*	3,2	-0,9	0,4	[2,5; 2,7]
– изменение наличных денег в обращении	-2,3	-0,3	-0,2	[-0,8; -0,6]
– интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке	-0,1	–	–	–
– регулирование обязательных резервов кредитных организаций в Банке России	0,7	-0,1	0,0	-0,1
2. Изменение свободных банковских резервов (корреспондентских счетов)** (спрос)	0,3	0,3	1,1	[1,4; 1,6]
3. Изменение требований кредитных организаций по депозитам в Банке России и КОБР	2,1	-1,4	-1,5	[-0,7; -0,1]
4. Изменение задолженности по операциям рефинансирования Банка России	1,0	0,3	-0,6	-0,6
Структурный дефицит (+)/профицит (-) ликвидности	-2,8	-1,1	-1,1	[-3,4; -2,8]

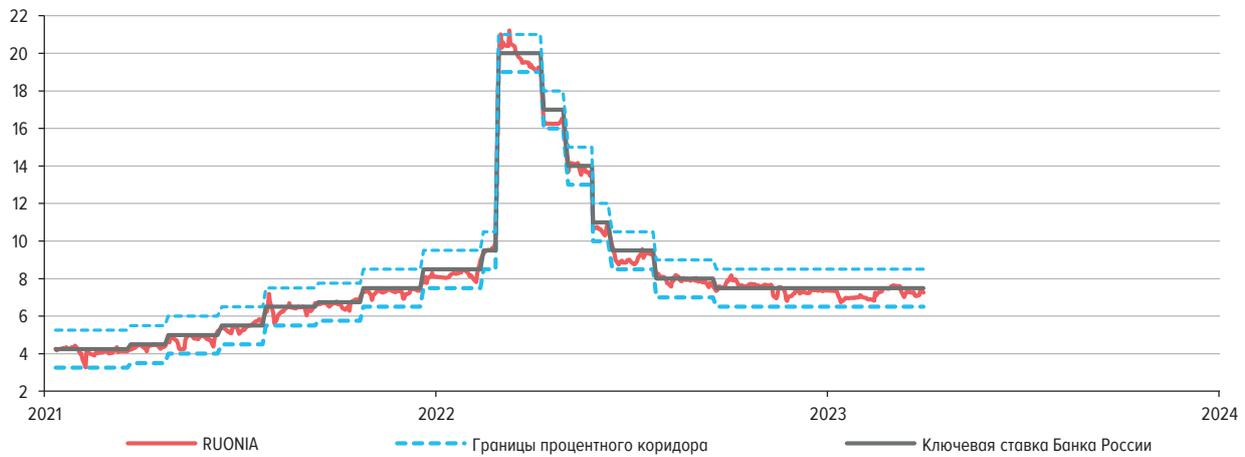
* Включая операции по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации бюджетного правила и прочие операции.

** Прогноз на конец года предполагает равномерное выполнение банками усреднения обязательных резервов и остаток на корсчете, близкий к нормативу.

Источник: расчеты Банка России.

ДИНАМИКА СТАВКИ RUONIA (%)

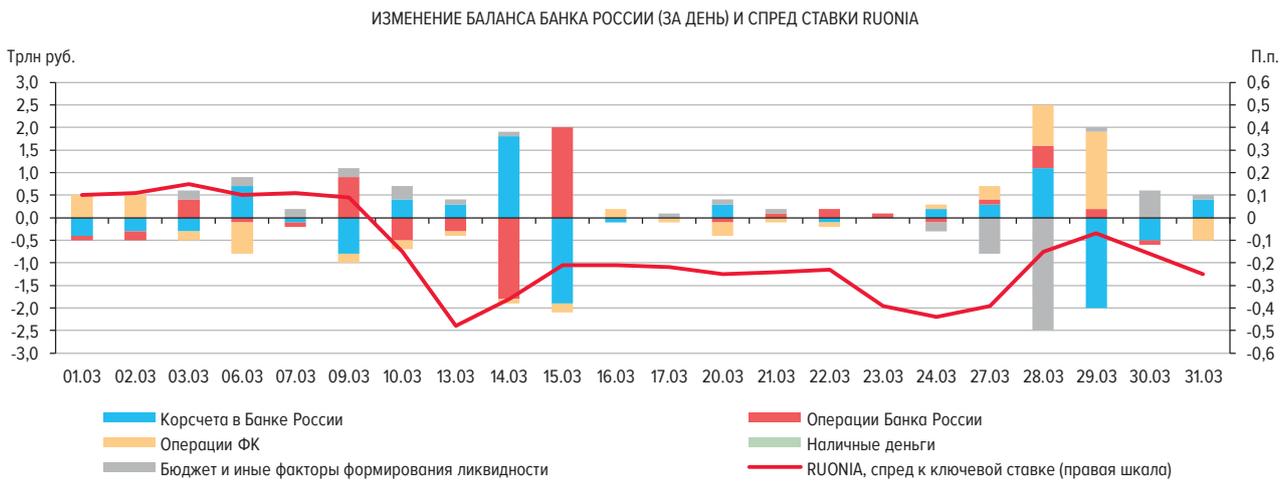
Рис. 2



Источник: расчеты Банка России.

В МАРТЕ 2023 Г. АВТОНОМНЫЕ ФАКТОРЫ ПРИВЕЛИ К НЕБОЛЬШОМУ ПРИТОКУ ЛИКВИДНОСТИ В БАНКИ

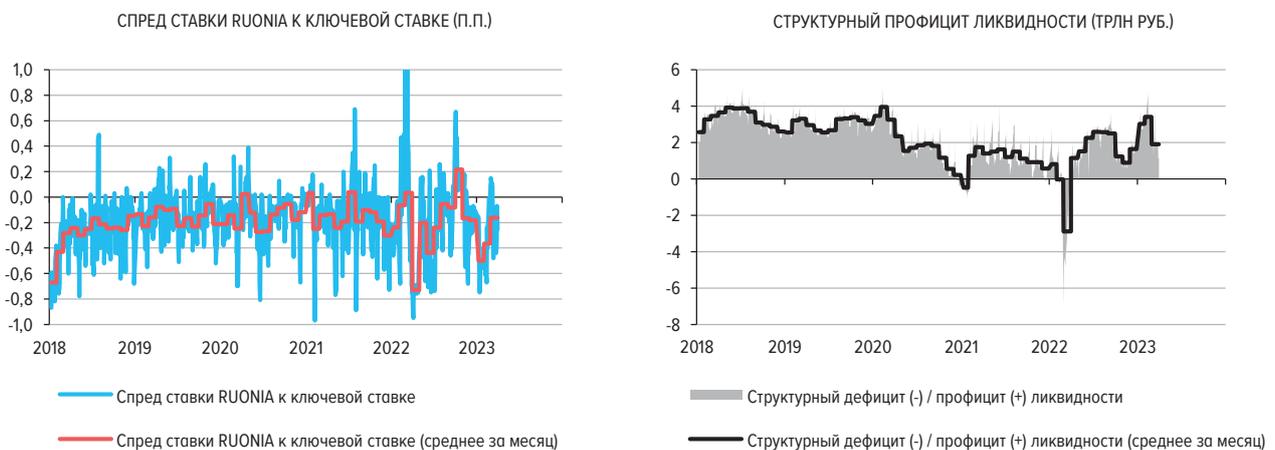
Рис. 3



Источник: расчеты Банка России.

СПРЕД СТАВКИ RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ БАНКА РОССИИ СУЗИЛСЯ

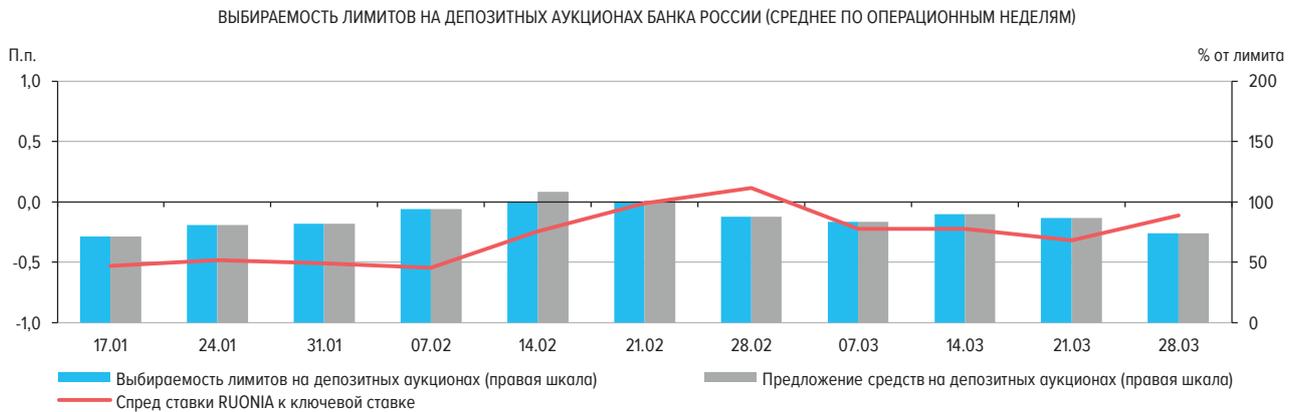
Рис. 4



Источник: расчеты Банка России.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ БАНКОВ НА НЕДЕЛЬНЫХ ДЕПОЗИТНЫХ АУКЦИОНАХ БАНКА РОССИИ ФОРМИРОВАЛОСЬ НЕСКОЛЬКО НИЖЕ УСТАНОВЛИВАЕМЫХ ЛИМИТОВ

Рис. 5

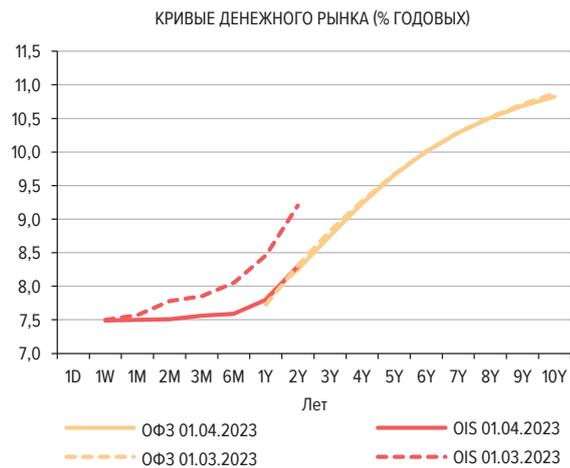


Примечание. Дата отсечения данных – 04.04.2023. Данные представлены по депозитным аукционам «тонкой настройки» и на срок 1 неделя. Операционные недели отмечены датами проведения регулярных недельных аукционов. Аукционы «тонкой настройки» учтены совместно с недельным аукционом, расчеты по которому прошли в соответствующую операционную неделю.

Источник: расчеты Банка России.

В МАРТЕ КОРОТКИЕ СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА СНИЗИЛИСЬ

Рис. 6



Источники: ПАО Московская Биржа, НФА.

КРИВАЯ ОФЗ НЕ ДЕМОНСТРИРОВАЛА ВЫРАЖЕННОЙ ДИНАМИКИ

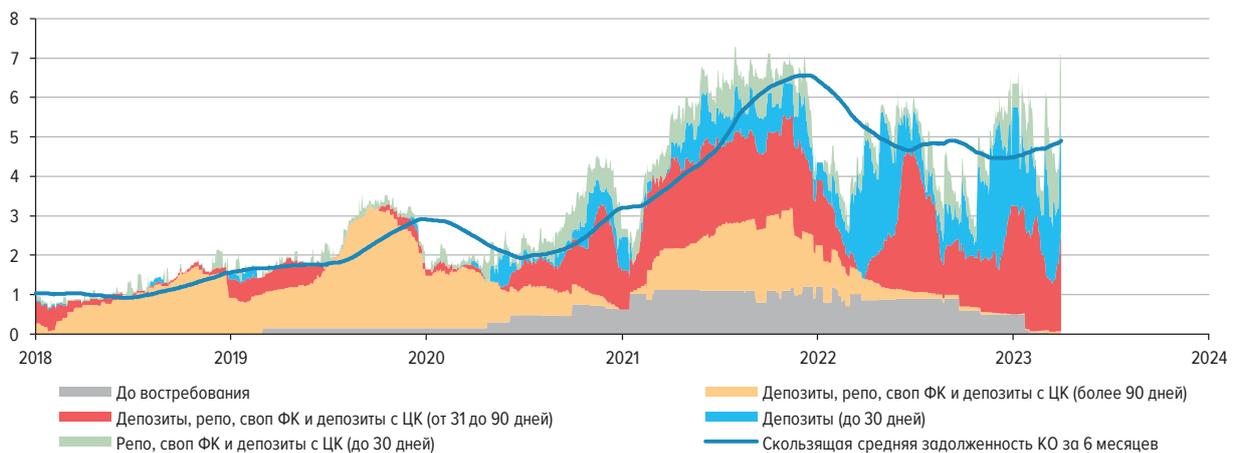
Рис. 7



Источники: ПАО Московская Биржа, SbonDs, расчеты Банка России.

В МАРТЕ 2023 Г. ЗАДОЛЖЕННОСТЬ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ ПЕРЕД ФК УВЕЛИЧИЛАСЬ НА 1,5 ТРЛН РУБЛЕЙ
(ТРЛН РУБ.)

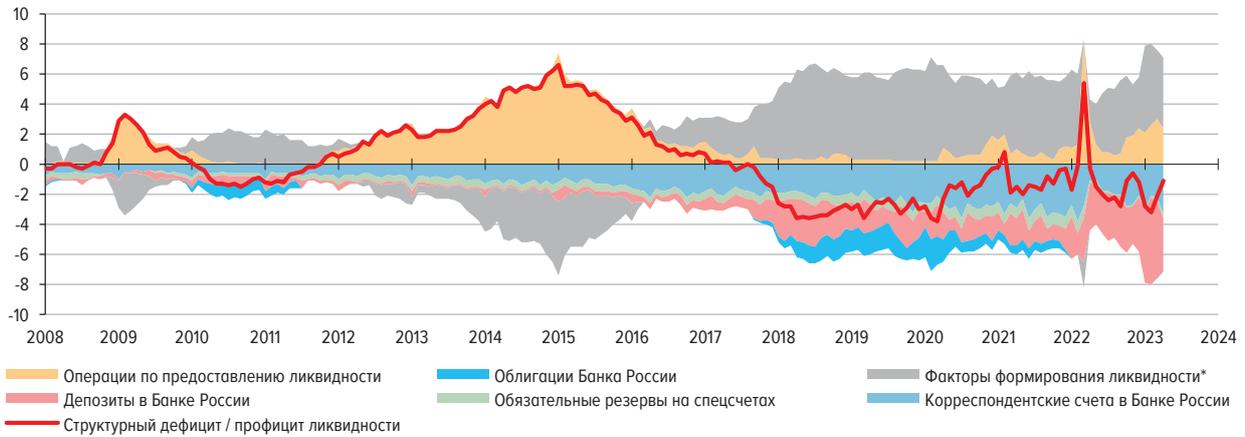
Рис. 8



Источники: Федеральное казначейство, расчеты Банка России.

БАЛАНС БАНКА РОССИИ
(ТРЛН РУБ.)

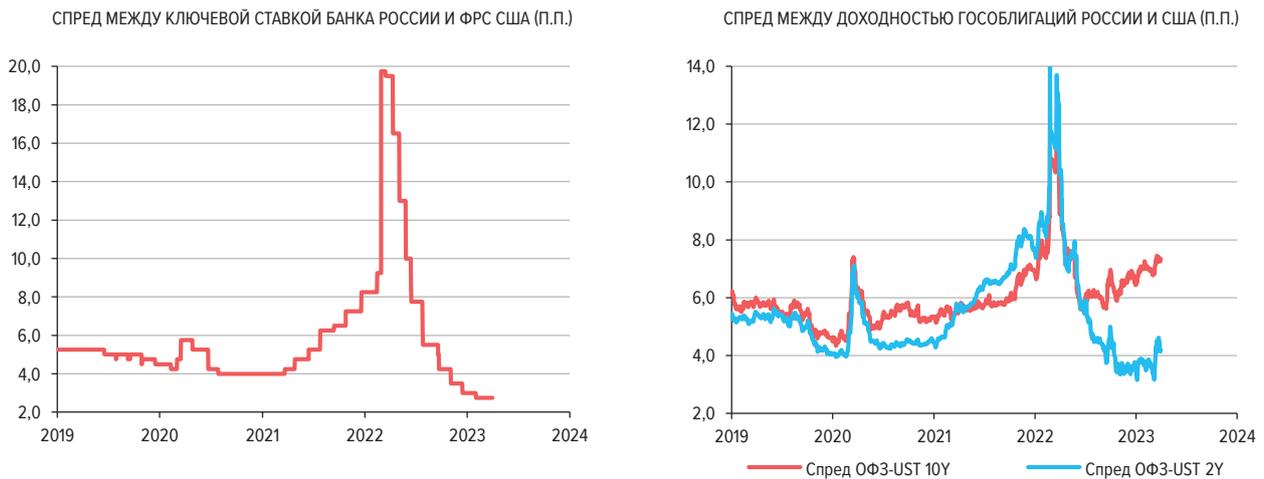
Рис. 9



* Данная статья является сальдирующей и включает изменение всех прочих, не выделенных отдельно статей баланса Банка России.
Источник: расчеты Банка России.

СПРЕД МЕЖДУ ДОХОДНОСТЬЮ ГОСОБЛИГАЦИЙ РОССИИ И США СОХРАНИЛСЯ

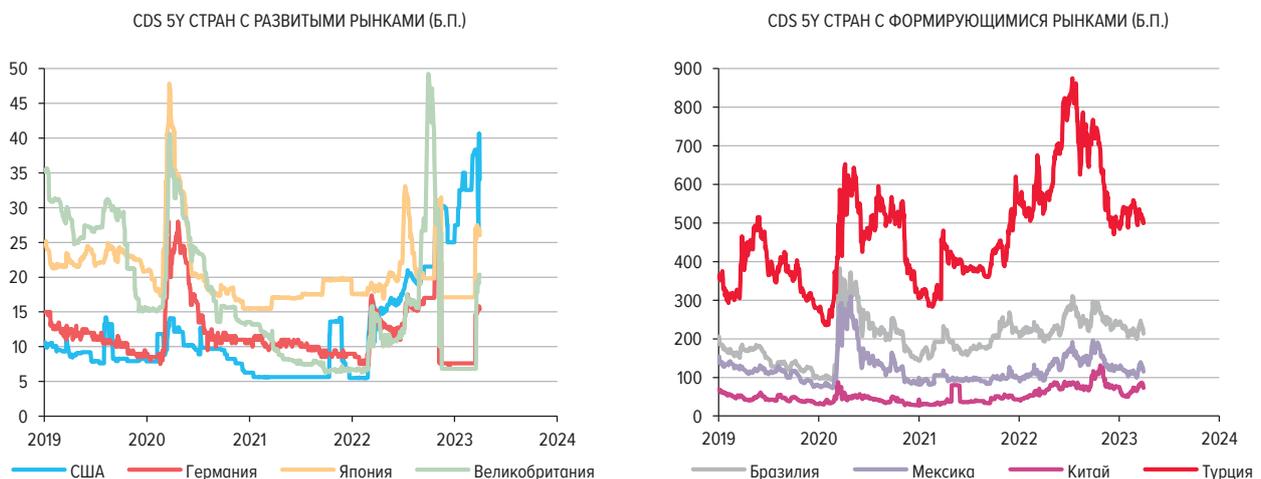
Рис. 10



Источники: ПАО Московская Биржа, SbonDs, расчеты Банка России.

CDS-СПРЕДЫ В БОЛЬШИНСТВЕ СТРАН, В ТОМ ЧИСЛЕ РАЗВИТЫХ, ВЫРОСЛИ

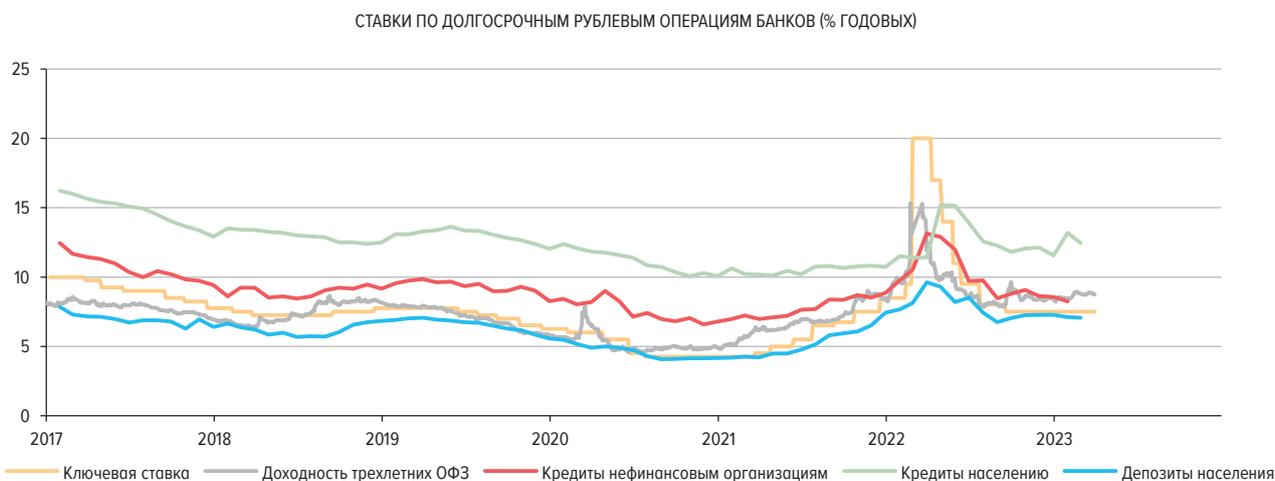
Рис. 11



Источники: SbonDs, расчеты Банка России.

КРЕДИТНЫЕ СТАВКИ СНИЗИЛИСЬ В ФЕВРАЛЕ

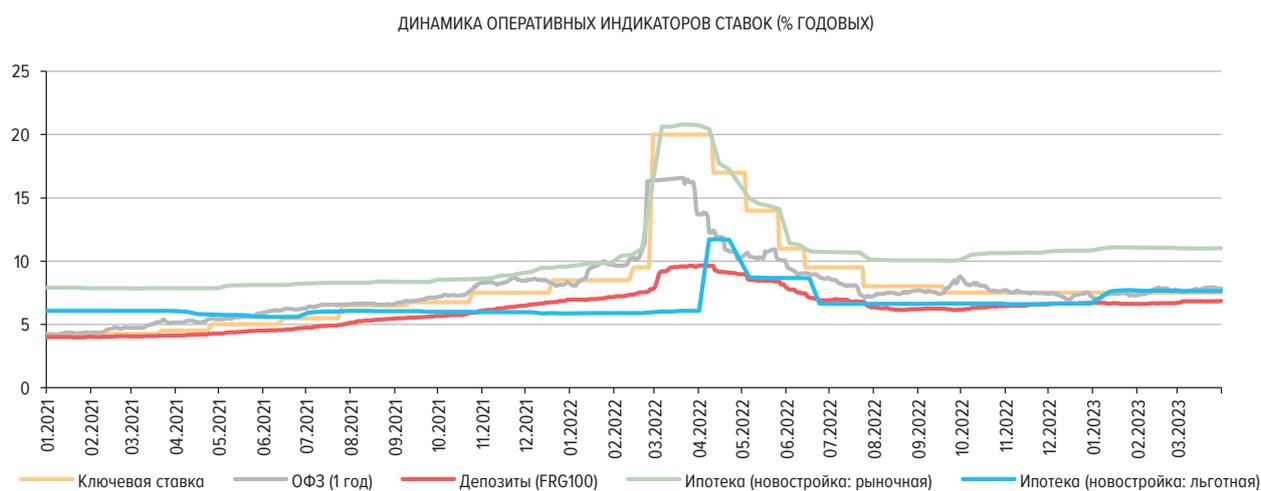
Рис. 12



Источник: Банк России.

ПО ОПЕРАТИВНЫМ ДАННЫМ, В МАРТЕ СТАВКИ ПО РОЗНИЧНЫМ КРЕДИТАМ И ДЕПОЗИТАМ
НАХОДИЛИСЬ ВБЛИЗИ ФЕВРАЛЬСКИХ УРОВНЕЙ

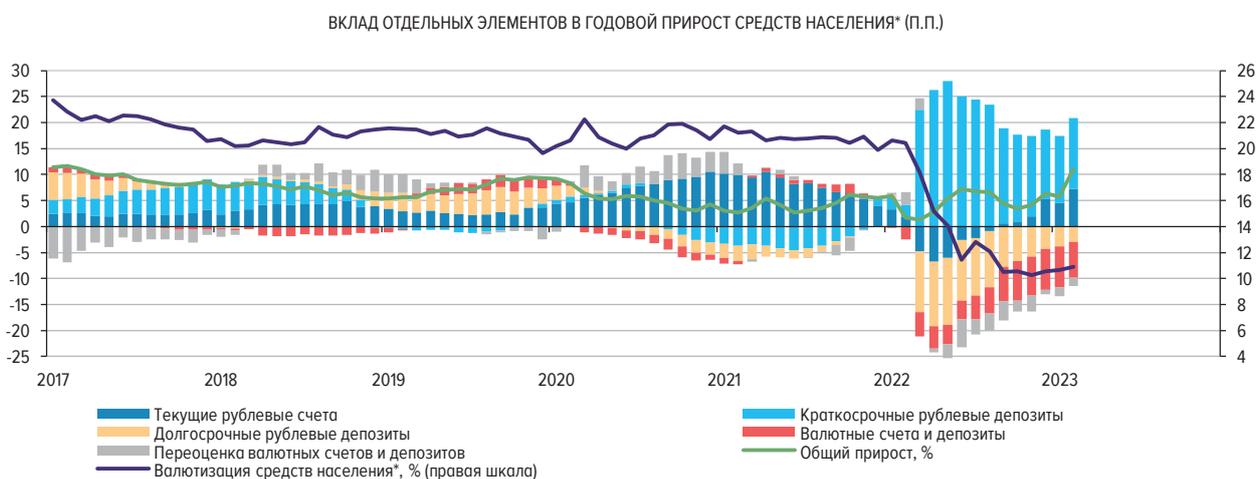
Рис. 13



Источники: Банк России, Frank RG, «ДОМ.РФ».

В ФЕВРАЛЕ ПРИТОК СРЕДСТВ НАСЕЛЕНИЯ НА РУБЛЕВЫЕ СЧЕТА И СРОЧНЫЕ ВКЛАДЫ ПРОДОЛЖИЛСЯ

Рис. 14



* Исключая счета эскроу.

Источник: расчеты Банка России.

КРЕДИТОВАНИЕ ЗАМЕДЛИЛОСЬ В ФЕВРАЛЕ

Рис. 15

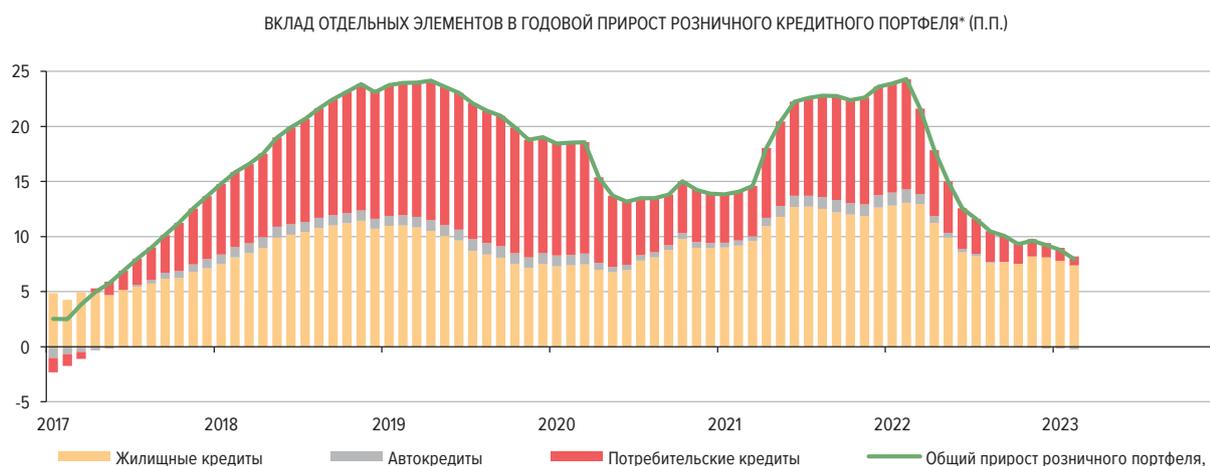


* С 01.02.2021 портфели корпоративных кредитов и кредитов населению включают приобретенные права требования. Приросты портфелей посчитаны с исключением приобретенных прав требования.

Источник: расчеты Банка России.

ИПОТЕКА ОСТАЕТСЯ ОСНОВНЫМ ДРАЙВЕРОМ ПРИРОСТА РОЗНИЧНОГО КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ

Рис. 16



* По кредитам, сгруппированным в портфели однородных ссуд.

Источник: расчеты Банка России.

УСЛОВИЯ БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ МОГУТ ПРОДОЛЖИТЬ УМЕРЕННО УЖЕСТОЧАТЬСЯ ДО СЕРЕДИНЫ 2023 ГОДА

Рис. 17



* Пунктиром обозначены ожидания банков-респондентов относительно изменений условий кредитования и спроса на кредиты в IV квартале 2022 года.

Источник: Банк России.

ИНДИКАТОРЫ КРЕДИТНОГО И ДЕПОЗИТНОГО РЫНКОВ

Табл. 4

		Ноябрь 2022	Декабрь 2022	Январь 2023	Февраль 2023
Ставки по долгосрочным рублевым банковским операциям					
депозиты населения	% годовых	7,3	7,3	7,1	7,1
кредиты населению	% годовых	12,1	11,6	13,2	12,5
кредиты организациям	% годовых	8,6	8,6	8,2	–
Средства населения*	% г/г, ИВП	4,2	6,4	5,8	11,0
в рублях*	% г/г	14,7	17,8	17,1	22,5
в иностранной валюте	% г/г	-39,2	-40,7	-39,8	-35,3
валютизация*	%	10,2	10,6	10,7	10,9
Корпоративные кредиты**	% г/г, ИВП	12,2	12,3	13,1	12,6
краткосрочные (до 1 года)	% г/г, ИВП	9,6	7,4	4,7	0,6
долгосрочные (свыше 1 года)	% г/г, ИВП	14,1	15,4	16,8	17,5
Кредиты населению**	% г/г, ИВП	9,9	9,7	9,3	8,5
ипотечные жилищные кредиты	% г/г, ИВП	18,1	17,6	16,9	16,1
необеспеченные потребительские ссуды	% г/г	3,2	2,7	2,5	1,7
Требования банковской системы к экономике	% г/г, ИВП	11,0	12,0	11,7	10,3
к организациям	% г/г, ИВП	11,6	13,2	12,8	11,1
к населению	% г/г, ИВП	9,8	9,4	8,9	8,1
Денежная масса (M2)	% г/г	23,4	24,4	25,9	25,9
Широкая денежная масса (M2X)	% г/г, ИВП	12,9	14,0	14,5	15,2

* Исключая счета эскроу.

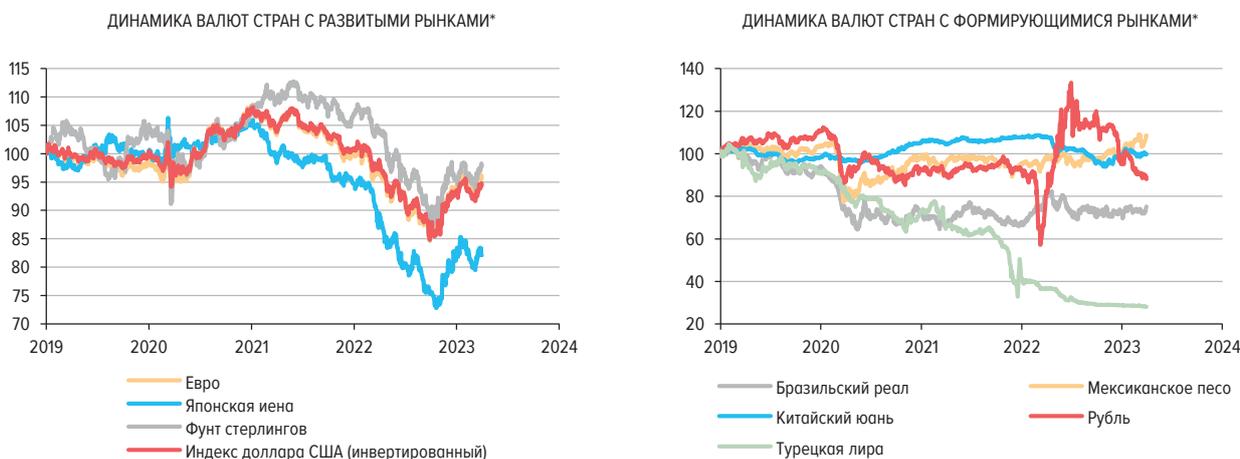
** С 01.02.2021 портфели корпоративных кредитов и кредитов населению включают приобретенные права требования. Приросты портфелей посчитаны с исключением приобретенных прав требования.

Примечание. Г/г – к соответствующему периоду предыдущего года, ИВП – с исключением валютной переоценки. Для исключения валютной переоценки используется декомпозиция Маршалла – Эджуорта.

Источник: расчеты Банка России.

В МАРТЕ ДОЛЛАР США ОСЛАБИЛСЯ К ОСНОВНЫМ МИРОВЫМ ВАЛЮТАМ, КРОМЕ ИЕНЫ
(02.01.2019 = 100)

Рис. 18



* По отношению к доллару США. Обратные котировки.

Источники: Sbond, расчеты Банка России.

РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК ПРЕИМУЩЕСТВЕННО ДЕМОСТРИРОВАЛ ПОЗИТИВНУЮ ДИНАМИКУ, КРОМЕ ВАЛЮТНОГО СЕГМЕНТА

Табл. 5

Показатель		31.03.2023	1М	3М	6М	YTD	1Y
Российский финансовый рынок («+» – положительная динамика, «-» – негативная динамика)							
Курс рубля к доллару США		77,60	-3,5	-7,5	-32,8	-11,0	8,2
Индекс МосБиржи, б.п.		2 451	8,8	14,1	25,2	13,8	-2,5
Индекс РТС, б.п.		997	5,3	6,4	-5,6	2,7	5,0
Доходность государственных облигаций, %		10,01	-1	36	-14	40	-234
Доходность корпоративных облигаций, %		9,85	-19	7	-116	13	-658
Доходность региональных облигаций, %		9,41	3	38	-105	39	-522
RVI, п.		34	-11	-8	-40	-6	-62
Курсы валют (за долл. США, изменение в %, «+» – укрепление, «-» – ослабление)							
ПРС*	Индекс доллара США	102,51	-2,3	-1,3	-8,6	-1,0	4,8
	Евро	1,08	2,2	1,6	10,6	1,3	-2,8
	Японская иена	132,83	-2,4	-0,1	-8,2	1,2	8,8
	Фунт стерлингов	1,23	2,8	2,2	10,4	2,0	-6,1
СФР	Рубль	77,60	-3,5	-7,5	-32,8	-11,0	8,2
	Бразильский реал	5,06	2,6	4,1	6,4	4,2	-6,2
	Мексиканское песо	18,03	1,9	7,4	10,5	7,5	9,3
	Китайский юань	6,87	0,9	1,4	3,5	0,4	-8,0
	Турецкая лира	19,19	-1,6	-2,6	-3,7	-2,5	-30,9
	ЮАР	17,79	3,2	-5,1	1,6	-4,7	-23,0
Доходность 10-летних облигаций (% годовых, изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	3,48	-44	-35	-35	-40	113
	Германия	2,29	-36	-14	18	-28	165
	Япония	0,33	-17	-12	9	-9	11
	Великобритания	3,49	-33	-17	-60	-18	183
СФР	Россия	10,83	-4	44	3	52	-96
	Бразилия	12,93	-33	17	87	17	134
	Мексика	9,12	-54	-18	-86	-23	51
	Китай	2,87	-6	-2	11	0	6
	Турция	10,58	4	11	-144	81	-1515
	ЮАР	9,83	-28	-43	-106	-36	27
CDS-спреды 5Y (б.п., изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	34	2	9	13	9	21
	Германия	15	8	8	-2	8	1
	Япония	26	9	9	6	9	8
	Великобритания	20	14	14	-29	14	6
СФР	Бразилия	213	-5	-26	-79	-26	18
	Мексика	115	4	-8	-71	-9	23
	Китай	73	1	-2	-36	-3	13
	Турция	499	-43	10	-248	10	-31
	ЮАР	268	14	21	-69	22	64
Индексы акций (п., изменение в %, «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	S&P 500	4 109	3,51	6,8	14,6	7,0	-10,7
	Stoxx 600	458	-0,71	6,4	18,0	7,8	-0,5
	Nikkei 225	28 041	2,17	7,8	8,5	7,4	0,1
	FTSE 100	7 632	-3,10	1,6	10,7	2,4	0,7
СФР	MSCI EM	990	2,73	3,4	13,1	3,5	-13,8
	Bovespa	101 882	-2,91	-7,2	-7,4	-7,2	-15,3
	IPC Mexico	53 904	2,17	8,9	20,8	11,2	-3,4
	SSE Composite	3 273	-0,21	6,5	8,2	5,9	0,2
	BIST 100	4 813	-8,10	-12,1	51,4	-12,6	115,8
	FTSE/JSE	76 100	-2,10	3,4	19,4	4,2	0,9

* Промышленно развитые страны.

Источники: ПАО Московская Биржа, Sponds, расчеты Банка России.

В ТЕЧЕНИЕ МАРТА РУБЛЬ ПРОДОЛЖАЛ ОСЛАБЛЯТЬСЯ* (02.01.2019 = 100)

Рис. 19

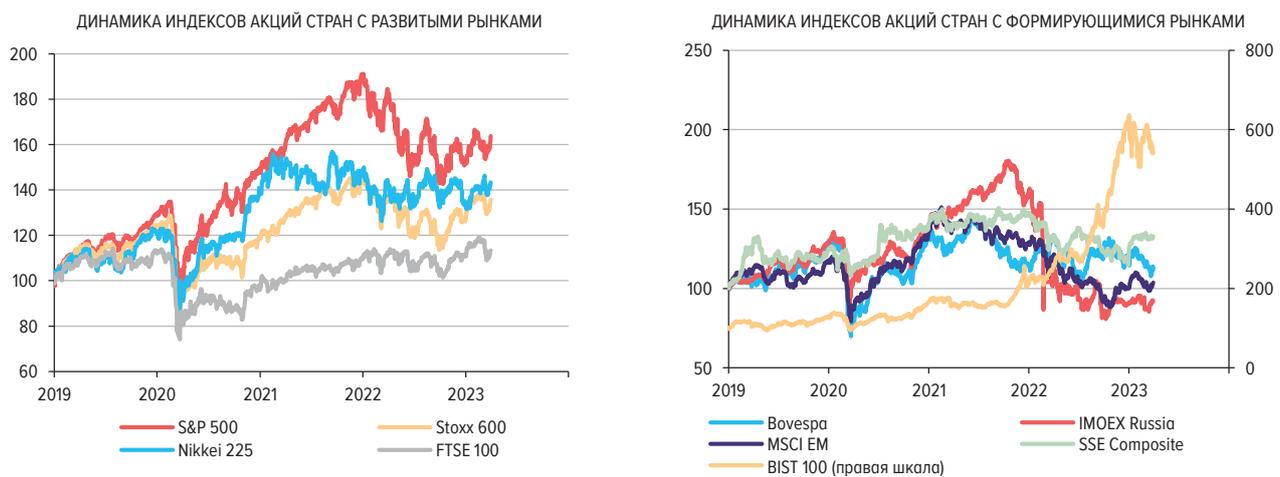
ДИНАМИКА КУРСА РУБЛЯ К ИНОСТРАННЫМ ВАЛЮТАМ



* Расчет номинального и реального эффективных курсов рубля (NEER и REER соответственно) осуществляется по рыночным курсам валют и последним доступным месячным данным по инфляции.
Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

ИНДЕКСЫ АКЦИЙ ИЗМЕНЯЛИСЬ РАЗНОНАПРАВЛЕННО (02.01.2019 = 100)

Рис. 20

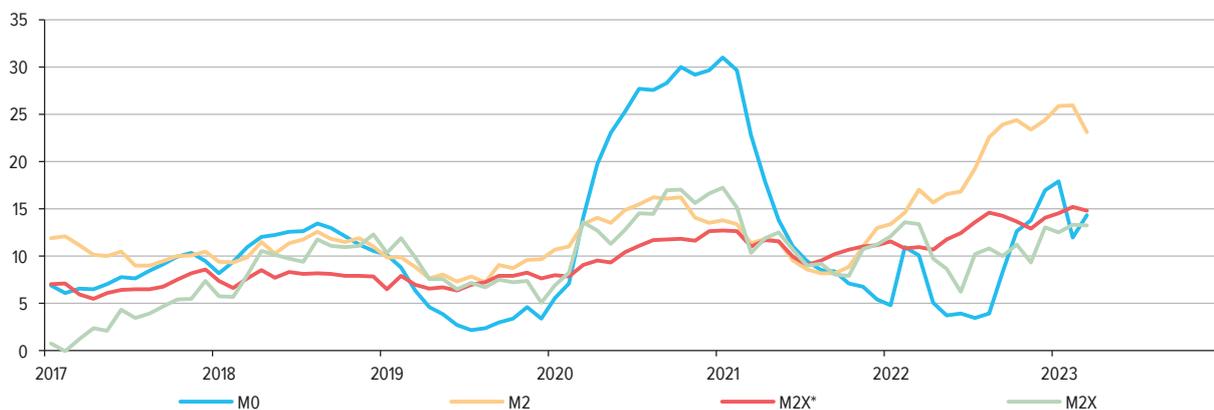


Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

В ФЕВРАЛЕ БЮДЖЕТНЫЕ РАСХОДЫ СПОСОБСТВОВАЛИ ДАЛЬНЕЙШЕМУ УСКОРЕНИЮ РОСТА РУБЛЕВОЙ ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ

Рис. 21

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ ОСНОВНЫХ АГРЕГАТОВ ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ (%)



* С исключением валютной переоценки.
Источник: расчеты Банка России.

Даты отсечения данных:

- в разделе «Денежный рынок и ставки овернайт (RUONIA)» – 31.03.2023;
- в разделах «Кривые доходностей денежного и долгового рынков» и «Другие сегменты финансового рынка» – 31.03.2023;
- в разделе «Кредитно-депозитный рынок» – 01.03.2023, для оперативных данных – 01.04.2023.

Электронная версия [информационно-аналитического комментария](#) размещена на официальном сайте Банка России.

Вы можете направить предложения и замечания по адресу svc_analysis@cbr.ru.

Материал подготовлен Департаментом денежно-кредитной политики.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2023