



Банк России



Август 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 (АВГУСТ 2023 Г.)

- В июле – августе индикаторы денежно-кредитных условий (далее – ДКУ) изменялись разнонаправленно. Рост процентных ставок, в том числе вызванный ужесточением ДКП, происходил на фоне продолжавшегося роста инфляционных ожиданий и сужения кредитных спредов. Темпы роста денежных агрегатов остаются вблизи исторических максимумов последних лет.
- В среднем за август спред RUONIA к ключевой ставке составил -14 б.п. (в июле: +4 б.п.).
- Участники депозитного рынка отреагировали на меры Банка России повышением ставок по своим продуктам в конце июля. Годовой прирост средств населения в банках в июле был сопоставим с предыдущим месяцем.
- В июле активность розничных и корпоративных заемщиков оставалась высокой. В августе кредитные ставки, по оперативным оценкам, росли вслед за ключевой ставкой, что будет способствовать замедлению роста кредитования до конца текущего года.
- Сохранение высокого темпа роста денежных агрегатов в июле в основном было связано с продолжающимся наращиванием кредитования экономики. В результате отсутствия выраженной динамики чистых требований к органам государственного управления в последние месяцы их вклад в годовой прирост денежной массы сократился.

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 действуют на привлекательность сбережений, потребления и инвестиций (*процентный канал* трансмиссионного механизма), возможности заемщиков пре-

доставлять качественное обеспечение, а банков – наращивать кредитование (*кредитный и балансовый каналы*), 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.

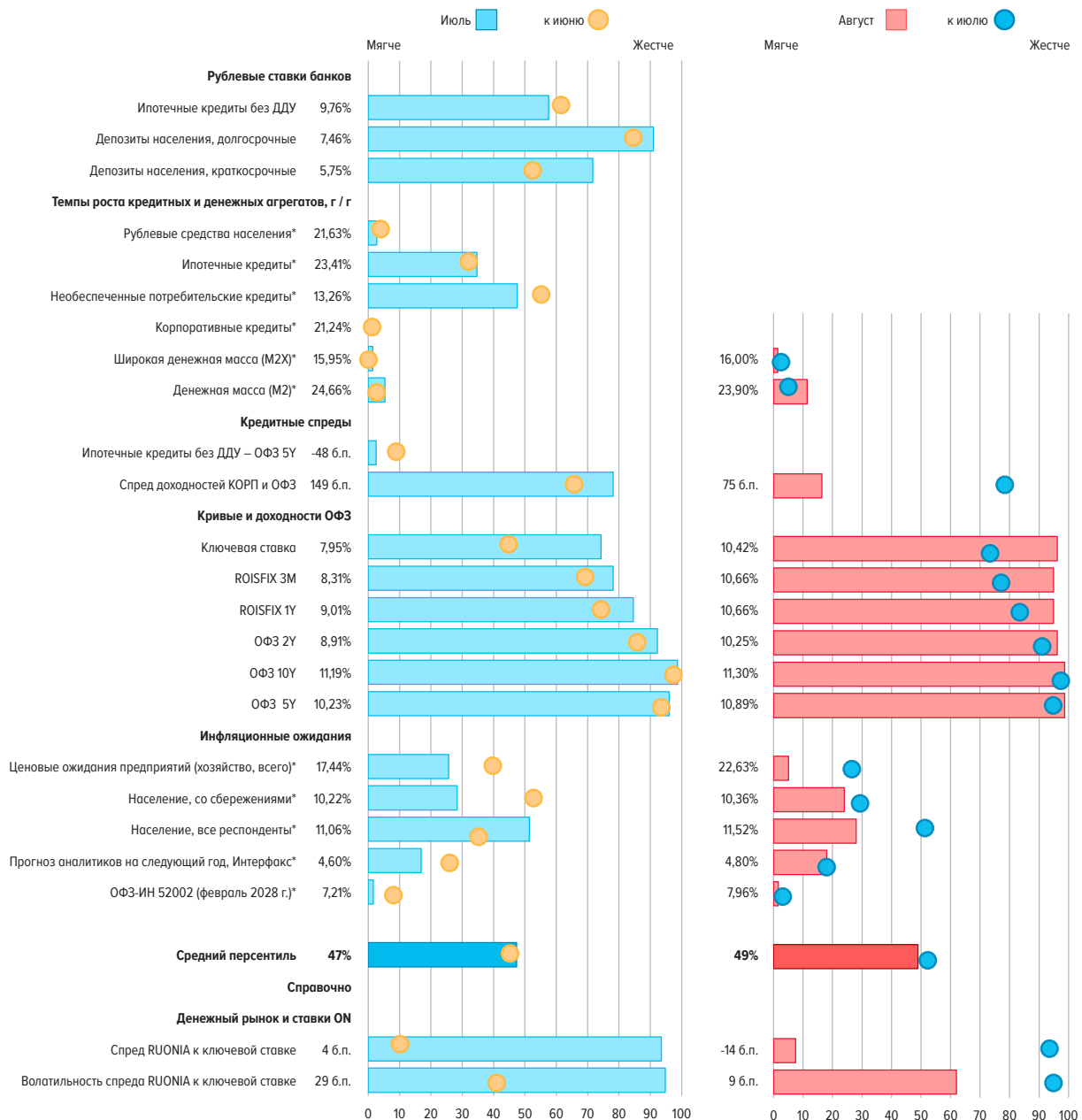
¹ Подробнее см. Приложение 1 к [Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов](#).

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

Индикаторы денежно-кредитных условий в российской экономике в июле – августе изменялись разнонаправленно (рис. 1). В сторону ужесточения действовал рост ставок в некоторых сегментах финансового рынка, включая рынок ОФЗ и денежный рынок, на фоне существенного повышения ключевой ставки. В сторону смягчения действовали продолжившийся рост инфляционных ожиданий и сужение кредитных спредов. Темпы роста денежных агрегатов оставались высокими.

ОТДЕЛЬНЫЕ ИНДИКАТОРЫ ЖЕСТКОСТИ ДКУ И ИХ ИЗМЕНЕНИЕ В ИЮЛЕ И АВГУСТЕ

Рис. 1



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

Примечания. Данная панель индикаторов представляет собой 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 их изменений. График отражает уровень показателя (в перцентильях) относительно распределения значений с января 2017 г. по июль 2023 г. (левый график) и по августу 2023 г. (правый график). Круглым маркером обозначен уровень показателя (в перцентильях) 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. Перцентиль по спреду RUONIA к ключевой ставке исключен из расчета общего среднего перцентилья ввиду повышенной волатильности.

Источник: расчеты Банка России.

ПРОЦЕНТНЫЙ КАНАЛ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ (ТМ ДКП)

1. Ключевая ставка

На внеочередном заседании 15 августа Банк России повысил ключевую ставку на 350 б.п., до 12,00% годовых. Это решение было принято в целях ограничения рисков для ценовой стабильности. Среди основных рисков Совет директоров Банка России отметил превышение внутреннего спроса над возможностью расширения выпуска. По оценке на 7 августа, показатель годовой инфляции увеличился до 4,4%. При этом текущие темпы прироста цен продолжали существенно ускоряться.

После повышения ключевой ставки ожидаемая участниками рынка дальнейшая траектория ее изменения сдвинулась вверх. При этом опрашиваемые Банком России аналитики в среднем ожидают сохранения ставки на текущем уровне на ближайших заседаниях с последующим снижением в конце 2023 – начале 2024 г. (табл. 1).

В АВГУСТЕ УЧАСТНИКИ РЫНКА ПЕРЕСМОТРЕЛИ ОЖИДАНИЯ ДАЛЬНЕЙШЕЙ ТРАЕКТОРИИ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ В СТОРОНУ ПОВЫШЕНИЯ

Табл. 1

Ожидания по ключевой ставке на базе рыночных индикаторов (инструмент)	Декабрь 2023 г.	Июнь 2024 г.
ROISfix	10,5–11,0 (9,0–9,5)	9,5–10,5 (9,0–9,5)
Ожидания аналитиков по ключевой ставке*	Среднее за 2023 г.	Среднее за 2024 г.
Макроэкономический опрос Банка России	9,3 (7,9)	10,0 (7,7)

* Даты проведения опроса: 1–5 сентября 2023 года. В скобках – предыдущие значения.
Источники: расчеты Банка России, НФА.

2. Денежный рынок и ставки овернайт (RUONIA)

За август средний спред ставки RUONIA¹ – операционного ориентира Банка России – к ключевой ставке Банка России² составил -14 б.п. (в июле: +4 б.п., с начала года: -23 б.п.) (рис. 4). Волатильность спреда – 9 б.п. (в июле: 29 б.п., с начала года: 24 б.п.).

Баланс ликвидности за август сократился с профицита 0,3 трлн руб. до небольшого дефицита 0,1 трлн рублей. Формирование дефицита ликвидности в конце месяца связано с неравномерным выполнением банками усреднения обязательных резервов (ОР): банки поддержали более высокие корсчета. В начале сентября, после того как корсчета сократились до уровня, необходимого для усреднения ОР, банковский сектор вернулся в состояние профицита ликвидности.

В августе спред RUONIA к ключевой ставке формировался вблизи средних значений за 2019–2021 гг., а волатильность спреда снизилась. В начале месяца спред RUONIA к ключевой ставке незначительно расширился, так как большинство банков уже выполнили усреднение обязательных резервов (ОР) в июльском ПУ³. Для абсорбирования избыточной ликвидности в последний день ПУ Банк России провел депозитный аукцион «тонкой настройки», что способствовало сближению ставки RUONIA с ключевой ставкой.

Крупнейшие банки резко увеличили привлечение однодневных кредитов Банка России 14 августа, ожидая повышения ключевой ставки на внеочередном заседании Совета дирек-

¹ Ставка RUONIA (Ruble Overnight Index Average) – взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного заимствования на условиях овернайт.

² 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.

³ 12.07.2023–08.08.2023.

торов Банка России 15 августа. Эта стратегия позволила несколько снизить их издержки по выполнению усреднения ОР в целом за августовский⁴ ПУ. Рост задолженности перед Банком России привел к формированию дефицита ликвидности. Он носил исключительно технический характер и не был связан с изменением ситуации с ликвидностью. Уже на следующий день банки сократили спрос на кредиты постоянного действия, и банковский сектор вернулся в состояние профицита ликвидности. После повышения ключевой ставки спред снова стал формироваться в отрицательной области.

В августе бюджетные и прочие операции привели к притоку 0,4 трлн руб. в банки, в том числе за счет поступления средств Фонда национального благосостояния, направленных на покупку облигаций ряда компаний. Доходы и расходы бюджета в номинальном выражении возросли относительно аналогичного месяца предыдущего года. Минфин России на чистой основе сократил задолженность по ОФЗ на 0,3 трлн рублей. Совокупные размещения Федерального казначейства и субъектов Российской Федерации средств на депозитах и по операциям репо в банках оказали близкое к нейтральному влияние на ликвидность.

Объем наличных денег в обращении в августе увеличился на 0,2 трлн рублей⁵. При этом в конце месяца рост спроса на наличные несколько замедлился. Банк России учитывает динамику наличных денег при определении параметров своих основных аукционов с банками.

В августе спрос на аукционе репо на срок 1 месяц не изменился относительно предыдущего месяца и составил 0,4 трлн рублей. Лимит для указанного аукциона сохранен на уровне 100 млрд рублей.

На конец 2023 г. ожидается формирование структурного профицита ликвидности в диапазоне от 1,3 до 2,2 трлн рублей⁶.

3. Кривые доходностей денежного и долгового рынков

Кривые денежного рынка. Нарастание инфляционного давления и решение Банка России по итогам внепланового заседания Совета директоров в августе привели к пересмотру участниками рынка ожиданий относительно дальнейшего изменения ключевой ставки – траектория в целом сдвинулась вверх. Короткий участок кривой ROISfix⁷ сместился вверх до уровней 11,96–11,98% на сроках от 1 недели до 3 месяцев. ROISfix на сроке 6 месяцев вырос до 11,76%, а более длинные ставки выросли скромнее: до 11,40% (1 год) и 11,08% (2 года) (рис. 5). По состоянию на конец месяца участники ожидали начала цикла снижения ставки на ближайших заседаниях – в конце 2023 – начале 2024 года. Но уже в начале сентября ожидания сместились в пользу сохранения ставки вблизи текущего уровня продолжительное время.

Кривая доходности ОФЗ. К концу августа доходности ОФЗ существенно выросли (30–175 б.п.), достигнув локальных максимумов: ОФЗ 1Y – 10,51% (+174 б.п.); ОФЗ 2Y – 10,71% (+130 б.п.); ОФЗ 5Y – 11,14% (+70 б.п.); ОФЗ 10Y – 11,47% (+30 б.п.). Значимый сдвиг вверх кривой ОФЗ на коротком и среднем участках был вызван пересмотром рыночных ожиданий относительно динамики ключевой ставки, а премия за срочность, отражающая инфляционные риски на длинном горизонте, изменилась незначительно. Из-за более значительного роста доходностей на коротких сроках кривая бескупонной доходности приобрела u-образную форму на ближнем конце и стала более плоской на дальнем. Спред между доходностью 10- и 2-летних ОФЗ сузился до минимального значения с начала года (105 б.п.; -72 б.п. м/м). Структура участников вторичного рынка ОФЗ не изменилась. Нетто-продавцами остались банки, а нетто-покупателями – коллективные инвесторы и физические лица.

⁴ 09.08.2023–12.09.2023.

⁵ По оперативным данным.

⁶ По состоянию на 11.08.2023. Подробнее см. [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов](#).

⁷ Кривая OIS (ROISfix) – индикативные ставки (фиксинг) по операциям «процентный своп» на ставку RUONIA.

Первичный рынок ОФЗ. Минфин России несколько снизил объем привлекаемых средств (август: 232 млрд руб.; июль: 344 млрд руб.) Средний за неделю спрос на бумаги составил 141 млрд руб. (июль: 185 млрд руб.). Интерес инвесторов к ОФЗ-ПК оставался повышенным после значимого повышения ключевой ставки. Основной спрос на ОФЗ-ПК формировали СЗКО и иные банки, на ОФЗ-ИН – коллективные инвесторы. На аукционах в августе Минфин России минимально удовлетворял заявки участников на приобретение бумаг, не предлагая значительной премии. С начала года Минфин России разместил ОФЗ на 2,2 трлн руб., то есть 61% из уточненного годового плана заимствований в 3,6 трлн рублей.

Вмененная инфляция.⁸ Средняя вмененная инфляция из ОФЗ-ИН 52002 (2028 г.) в августе вновь возросла – до 7,96% (+75 б.п.). Это значимо выше среднего значения за II квартал 2023 г. (6,59%).

4. Рынок корпоративных облигаций

Вторичный рынок. В течение августа доходность корпоративных облигаций, по данным индекса IFX–Cbonds, росла и к концу месяца достигла 11,33% (+129 б.п.). Среднемесячный спред к доходности государственных облигаций значительно снизился – до 75 б.п. (-73 б.п.). Это намного ниже среднего значения за II квартал 2023 г. (189 б.п.) и является минимумом с 2020 года. Сужение спреда объясняется значительным ростом доходности государственных облигаций на фоне повышения ключевой ставки и более медленной подстройкой доходности корпоративных бумаг. В ближайшее время возможно расширение спреда к прежним значениям.

Первичный рынок. В августе корпоративные заемщики привлекли объем средств меньший, чем в июле, но сопоставимый с июнем 2023 г. (август: 605 млрд руб., июль: 742 млрд руб.; июнь: 599 млрд руб.). Широкому кругу инвесторов было доступно более 90% от общего объема размещений (август: 565 млрд руб.; июль: 659 млрд руб.). Количество эмитентов рыночных выпусков снизилось (август: 40 шт.; июль: 50 шт.). Основные заемщики – компании энергетического сектора, системно значимые кредитные организации и иные финансовые организации, в том числе лизинговые. Общий объем рынка корпоративных облигаций на конец августа составил 23,0 трлн руб. (июль: 22,7 трлн руб.; +31,9% г/г).

В августе размещения замещающих облигаций не было (июль: 117 млрд руб.).

5. Кредитно-депозитный рынок

Депозитные ставки. В начале июля на депозитном рынке не наблюдалось изменений конъюнктуры. Однако после принятого Банком России 21 июля решения повысить ключевую ставку до 8,5% годовых с целью снижения проинфляционных рисков банки несколько скорректировали ставки по своим продуктам. В результате средневзвешенная ставка по краткосрочным операциям по итогам июля, по предварительным данным, возросла на 0,3 п.п., до 5,7% годовых, по долгосрочным – на 0,1 п.п., до 7,5% годовых (рис. 11).

По оперативным данным, в августе рост депозитных ставок продолжился. Значительный вклад в динамику ставок внесло повышение Банком России ключевой ставки до 12,0% годовых на внеочередном заседании 15 августа. Так, индекс FRG100⁹ в последующие две недели августа увеличился более чем на 0,8 п.п. (рис. 12), отражая оперативную реакцию банковского сектора на действия регулятора. При этом опережающий рост ставок отмечается по депозитам на наименьшие сроки (в основном до 3 месяцев), что, вероятно, говорит не только о стремлении банков удерживать наиболее ликвидные средства, но и об отсутствии у них уверенности в сохранении жесткой денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе (см. подраздел «Кривые доходностей денежного и долгового рынков»). Можно ожидать, что

⁸ [Методология расчета показателя.](#)

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

в ближайшее время траектория депозитных ставок в значительной степени будет обусловлена мерами Банка России в рамках денежно-кредитной политики. Ожидания банков смягчения денежно-кредитной политики к концу года, в свою очередь, несколько сдержат рост процентных ставок в текущем периоде.

Депозитные операции. В июле приток средств населения в банки¹⁰ несколько ослаб, чему способствовали, помимо прочего, сезонные траты в летний период. Месячный прирост, сформированный средствами на рублевых текущих счетах и краткосрочных депозитах, был незначительно ниже июня. Тем не менее в сочетании со сдержанной динамикой депозитных средств в аналогичный период 2022 г. годовой прирост¹¹ в июле чуть превысил июньский уровень, составив 12,9% (рис. 13).

Сокращение валютных сбережений населения в банках продолжилось, однако уже в более умеренном темпе в сравнении с июлем прошлого года, вследствие чего годовой темп сокращения валютных депозитов немного замедлился. В условиях более слабого рубля валютизация средств населения в банках в июле возросла на 0,1 п.п., до 10,1%.

Приток средств населения на счета эскроу в июле ускорился, чему в значительной степени содействовал продолжающийся рост объема выдач ипотечных кредитов (см. раздел «Розничное кредитование»).

По оперативным данным, в августе население по-прежнему предпочитало размещать средства на текущих счетах и краткосрочных депозитах. Динамика остатков на вкладах на срок свыше 1 года была слабой. Рост ставок по депозитным операциям после повышения ключевой ставки на 3,5 п.п. в середине августа оказал повышательное воздействие на темп роста депозитного портфеля. Ожидается, что проведение Банком России более жесткой денежно-кредитной политики будет стимулировать приток рублевых средств населения на вклады в ближайшей перспективе (см. раздел «Депозитные ставки»).

Кредитные ставки. В корпоративном сегменте стоимость краткосрочных кредитов в июне снизилась на 0,4 п.п. за счет крупных корпоративных заемщиков, а в июле, по предварительным данным, несколько возросла. Ставки по долгосрочным корпоративным кредитам в июне повысились в основном за счет увеличения доли кредитов, предоставленных субъектам МСП, в оборотах рынка. В июле, по предварительным данным, стоимость долгосрочных заимствований для нефинансовых организаций незначительно снизилась, оставаясь вблизи сложившегося в предыдущем месяце уровня.

Ставки по кредитам населению в июле, по предварительным данным, снизились. Этому способствовали сохранение высокой межбанковской конкуренции за качественных заемщиков в сегменте необеспеченного потребительского кредитования и понижение средневзвешенной ипотечной ставки. По итогам июля ставка по рублевым ипотечным жилищным кредитам составила 8,25%, снизившись за месяц на 0,2 п.п., в основном за счет увеличения доли кредитов под залог ДДУ в общем объеме предоставленных в июле ипотечных кредитов. Популярность первичного сегмента среди заемщиков поддерживается постепенным распространением кредитования индивидуального жилищного строительства.

С одной стороны, повышение в середине августа ключевой ставки до 12,0% годовых, направленное на ограничение рисков для ценовой стабильности, привело к росту доходностей ОФЗ. И, как следствие, стоимость заемных средств будет повышаться. С другой стороны, ожидания банков смягчения денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе (см. подраздел «Кривые доходностей денежного и долгового рынков») могут несколько сдерживать рост кредитных ставок.

¹⁰ Здесь 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.

¹¹ Здесь 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 долларовой эквиваленте. При расчете приростов показателей, включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу.

По данным оперативного мониторинга, во второй половине августа банки уже скорректировали ставки предложения кредитных ресурсов для корпоративных и розничных клиентов. В ипотечном сегменте заметно возросли предлагаемые ставки по рыночным кредитам на первичном и вторичном рынках (рис. 12). При этом сохранение неизменными ставок по льготным ипотечным программам будет сдерживать рост среднерыночных розничных кредитных ставок в условиях перераспределения спроса в сегмент кредитов на льготных условиях.

Корпоративное кредитование. В июле спрос организаций на кредиты оставался высоким, что в том числе могло быть связано с ожидаемым ужесточением ценовых условий кредитования. Годовой темп прироста корпоративного кредитного портфеля¹² по итогам месяца составил 21,2% после 21,0% в июне (рис. 14).

Основной вклад в наращивание кредитной задолженности компаний по-прежнему обеспечивал рублевый сегмент долгосрочных кредитов. Сокращение валютного кредитного портфеля несколько ослабло за счет плавного наращивания кредитования в дружественных валютах.

По предварительным данным, в августе рост корпоративного кредитования продолжился. В краткосрочной перспективе возросшие кредитные ставки будут сдерживать кредитную активность в корпоративном сегменте.

Розничное кредитование. Продолжающееся восстановление потребительской активности, подогреваемое опасениями роста цен из-за ослабления рубля, способствовало дальнейшему активному наращиванию кредитной задолженности населением в июле. По итогам месяца годовой прирост розничного кредитного портфеля¹³ составил 18,8% против 17,8% в июне (рис. 14).

В ипотечном сегменте объем предоставленных рублевых кредитов в июле составил 647 млрд руб., приблизившись к историческому максимуму, достигнутому в конце 2022 года. Доля льготных программ в выдачах, превышая половину от всех новых кредитов, возобновила рост. Годовой прирост портфеля ипотечных жилищных кредитов¹⁴ в июле сложился вблизи уровня предыдущего месяца и составил 23,4%. При этом в июле состоялось крупное размещение облигаций с ипотечным покрытием объемом около 200 млрд рублей. С корректировкой на данную сделку по секьюритизации ипотечных активов годовой прирост портфеля в ипотечном сегменте составил около 25,0%.

Ускоренными темпами продолжала расти задолженность и в сегменте необеспеченного потребительского кредитования, несмотря на ужесточение макропруденциальных лимитов с 1 июля¹⁵: годовой темп роста портфеля¹⁶ за месяц увеличился на 1,5 п.п., до 13,3% (рис. 15).

По оперативным данным, в августе наращивание розничного кредитования продолжилось, в основном за счет долгосрочного сегмента. Этому способствовало сохранение высокого спроса на ипотеку. Во-первых, условия льготных программ не менялись. Во-вторых, клиенты стремились успеть оформить ипотечный кредит на рыночных условиях до повышения ставок (отдельные крупные банки отмечали рост активности потенциальных заемщиков сразу после повышения ключевой ставки до 12%). Кроме того, в условиях ослабления национальной валюты рост спроса на недвижимость мог быть обусловлен инвестиционными мотивами.

До конца текущего года можно ожидать снижения кредитной активности в связи с ростом кредитных ставок и ужесточением макропруденциальных мер в части надбавок к коэффициентам риска по потребительским¹⁷ и ипотечным¹⁸ кредитам, а также за счет новых

¹² Здесь и далее – прирост кредитования нефинансовых и финансовых организаций, а также индивидуальных предпринимателей с исключением приобретенных банками прав требования.

¹³ Здесь и далее – прирост кредитования физических лиц с исключением приобретенных банками прав требования.

¹⁴ Ипотечные жилищные кредиты без учета приобретенных банками прав требования по таким кредитам.

¹⁵ [Пресс-релиз Банка России от 22 мая 2023 года.](#)

¹⁶ Кредиты, сгруппированные в портфели однородных ссуд.

¹⁷ [Пресс-релиз Банка России от 23 июня 2023 года.](#)

¹⁸ [Пресс-релиз Банка России от 28 июля 2023 года.](#)

макропруденциальных лимитов по необеспеченным кредитам¹⁹. При этом льготные программы, вероятно, продолжат оказывать поддержку динамике ипотечного портфеля, но степень этой поддержки будет ограничиваться планируемым пересмотром параметров льготной ипотеки.

ДРУГИЕ СЕГМЕНТЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

1. Обменный курс (валютный канал)

В течение августа ослабление рубля продолжилось. К концу месяца курс рубля к доллару США достиг 96,03 руб./долл. США (-4,8%), к евро – 104,1 руб./евро (-3,3%), к юаню – 13,2 руб./юань (-2,8%) соответственно. Среднемесячный курс рубля к доллару США также ослабился (-5,6% м/м). В середине августа курс доллара США к рублю достигал почти 102 руб./долл. США на фоне низких продаж валюты со стороны экспортеров при сохраняющемся высоком уровне импорта и росте спроса населения на валюту в связи с сезонным выездным туризмом. Решение Банка России повысить ключевую ставку в сочетании с увеличением продажи валюты со стороны экспортеров уменьшили волатильность валютного рынка во второй половине месяца.

Амплитуда колебаний курса рубля возросла и была сопоставима с уровнем декабря 2022 года. Месячная реализованная волатильность в августе выросла до 22,5% (июль: 13,8%).

[Реальный эффективный курс рубля \(далее – REER\)](#), рассчитанный по отношению к валютам основных внешнеторговых партнеров, в июле ослабился на 7,7% (июнь -3,0%; -5,9% г/г). По предварительным данным, в августе REER снизился на 6,1% относительно июля, усилив отклонение вниз от своего медианного значения последних лет (-14,5% к медиане за январь 2015 г. по август 2023 г.).

2. Рынок капитала (канал благосостояния)

Российский рынок акций в августе продолжил тренд последних восьми месяцев и вырос на 5%. К концу месяца индекс МосБиржи достиг значения 3228 б.п. (+49,9% г/г), обновив максимум февраля 2022 года. При этом волатильность на рынке (RVI) в августе незначительно выросла – до 25 п. (+2 м/м.; 28 п. в среднем за 2021 г.).

Основная поддержка индекса была обусловлена публикацией результатов деятельности российских компаний в первом полугодии 2023 г., а также восстановительной динамикой на сырьевых рынках и ослаблением рубля.

Наибольший рост показали бумаги транспортного и финансового секторов.

Общий объем операций на всех сегментах Московской Биржи в августе увеличился на 56,9%. Объем торгов акциями, депозитарными расписками и паями составил 3,27 трлн руб., что является максимальным значением с февраля 2022 г. (август 2022 г. – 887 млрд руб.). Среднедневной объем торгов – 142,1 млрд руб. (август 2022 г.: 38,6 млрд руб.).

Внешние рынки

Темпы и масштабы повышения процентных ставок в развитых и развивающихся странах в августе снизились. Средняя ключевая ставка в развитых странах выросла, составив 4,39% (+2 б.п. к предыдущему месяцу; +114 б.п. к началу года). Произошло увеличение ставок в Норвегии, Исландии, Великобритании (+25–100 б.п.).

В августе центральные банки с формирующимися рынками действовали разнонаправленно. Среди развивающихся стран ставка была понижена в Венгрии, Казахстане и Бразилии, а в Турции, наоборот, повышена с 17,5 до 25%. По итогам месяца среднезвешенная ключевая ставка снизилась в стра-

¹⁹ [Пресс-релиз Банка России от 31 августа 2023 года.](#)

нах Латинской Америки – 11,59% (-22 б.п.; +3 б.п.), Центральной и Восточной Европы и Средней Азии – 9,32% (-14 б.п.; +0 б.п.) и Африки – 11,02% (-3 б.п.; +124 б.п.). В странах Южной и Юго-Восточной Азии средневзвешенная ключевая ставка выросла до 5,98% (+2 б.п.; +31 б.п.).

Доходности государственных облигаций на длинных сроках в основном росли как в развитых странах, так и в странах с формирующимися рынками. Доходности казначейских облигаций США выросли на дальнем конце по итогам месяца в связи переоценкой рынком вероятности «мягкой посадки» и ожиданием более высокой ставки на протяжении более долгого времени (UST 2Y: 4,85%, – 2 б.п. м/м; UST 10Y: 4,09%, +12 б.п. м/м). В то же время долгосрочные доходности китайских гособлигаций немного упали по итогам августа, чему способствовали слабая макростатистика и снижение уверенности в экономике страны (2-летняя доходность: 2,12%, +2 б.п. м/м; 10-летняя доходность: 2,60%, –10 б.п. м/м).

Мировые индексы акций оказались в минусе по итогам августа (S&P 500: -1,77%; Stoxx 600: -2,79%; Nikkei 225: -1,67%) (рис. 19). В первой половине месяца на рыночных настроениях сказались понижение рейтинга американского долгосрочного госдолга (рейтинговое агентство Fitch), а также рейтингов ряда американских банков (агентство Moody's). Продолжающаяся обеспокоенность по поводу инфляции оказывала давление на рыночные настроения после публикации протокола июльского заседания ФРС и накануне Симпозиума в Джексон Хоул. Тем не менее выступление Пауэлла в рамках симпозиума и слабеющая макростатистика США поддержали рынки в конце месяца. В то же время статистика по еврозоне пока не отображает достаточного замедления экономики для смягчения тона ЕЦБ, а потому европейские рынки отстают.

Индексы акций в национальных валютах в странах с формирующимися рынками также в основном просели в августе (MSCI EM: -6,36%; Vovespa: -5,09%; IPC Mexico: -3,28%; SSE Composite: -5,20%; BIST 100: +9,71%) (рис. 19). На рыночных настроениях сказываются антиинфляционная политика центральных банков, с одной стороны, и экономические трудности Китая, с другой стороны. Заметно выделился турецкий рынок, где возвращение к традиционной денежно-кредитной политике добавило уверенности инвесторам в перспективах экономики страны. Национальные валюты развивающихся стран демонстрировали в основном негативную динамику к доллару США (BRL: -4,8%; MXN: -1,8%; CNY: -1,0%), за исключением турецкой лиры, которая после многомесячного негативно-го тренда незначительно укрепилась на фоне значительного ужесточения ДКП (+0,9 м/м, -46,8% г/г).

ДЕНЕЖНАЯ МАССА

В июле темп роста денежных агрегатов сохранялся высоким. Годовой прирост денежной массы в национальном определении (M2) составил 24,7%, широкой денежной массы (M2X) – 15,9%, несколько уступая июньским значениям – 25,4 и 16,6% соответственно (рис. 20). Спрос на наличные средства продолжил возрастать: темп роста M0 в июле вновь ускорился, однако его доля в общем объеме денежной массы сохранилась стабильной.

Ключевым источником роста денежных агрегатов по-прежнему выступало наращивание заемных средств реальным и финансовым секторами: годовой прирост требований к экономике²⁰ в июле составил 18,2% против 16,3% месяцем ранее, обновив девятилетний максимум. Роль бюджетных операций в формировании денежного предложения ослабла, но оставалась существенной.

По оперативным данным, высокий темп роста денежных агрегатов в августе обеспечивался, как и в предыдущие месяцы, кредитованием экономики и бюджетными операциями. Годовой прирост M2 составил 23,9%, M2X – 16,0%.

²⁰ Под 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 долевые 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 КОНЦЕ АВГУСТА 2023 Г. СФОРМИРОВАЛСЯ НЕБОЛЬШОЙ ДЕФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ
(НА НАЧАЛО ДНЯ, МЛРД РУБ.)

Табл. 2

	01.01.21	01.01.22	01.01.23	01.04.23	01.07.23	01.08.23	01.09.23
Структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности	-204	-1 691	-2 810	-1 118	-546	-277	133
Требования Банка России к кредитным организациям	976	909	1 808	2 072	1 926	2 024	2 397
Операции на основе аукционов	847	116	1 492	1 766	1 378	1 290	1 308
– операции репо и «валютный своп»	847	116	1 492	1 766	1 378	1 290	1 308
Операции постоянного действия	129	793	317	306	548	734	1 089
– операции репо и «валютный своп»	118	3	8	8	2	3	0
– обеспеченные кредиты	10	790	309	299	547	731	1 089
Обязательства Банка России перед кредитными организациями	1 796	2 804	4 949	3 544	2 754	2 644	2 607
Депозиты	1 221	2 804	4 949	3 544	2 754	2 644	2 607
– на основе аукционов	844	1 626	3 621	2 450	1 747	1 749	1 430
– постоянного действия	377	1 178	1 328	1 094	1 008	896	1 177
КОБР	575	–	–	–	–	–	–
Операции на возвратной основе, не относящиеся к регулированию банковской ликвидности и ставок денежного рынка*	616	204	331	354	282	343	343

* 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.

НА КОНЕЦ 2023 Г. ОЖИДАЕТСЯ ФОРМИРОВАНИЕ СТРУКТУРНОГО ПРОФИЦИТА ЛИКВИДНОСТИ В ДИАПАЗОНЕ
ОТ 1,3 ДО 2,2 ТРЛН РУБЛЕЙ

Табл. 3

	2022 г. (факт)	Январь – август 2023 г.	Август 2023 г.	2023 г. (прогноз)
1. Факторы формирования ликвидности	1,5	-1,4	0,2	[-0,1; 0,6]
– 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	-2,1	-0,2	[-2,5; -2,0]
– 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	1,6	0,6	[1,1; 1,3]
3. Изменение требований кредитных организаций по депозитам в Банке России и КОБР	2,1	-2,3	0,0	[-2,5; -1,6]
4. Изменение задолженности по операциям рефинансирования Банка России	1,0	0,6	0,4	-1,0
Структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности	-2,8	0,1	0,1	[-2,2; -1,3]

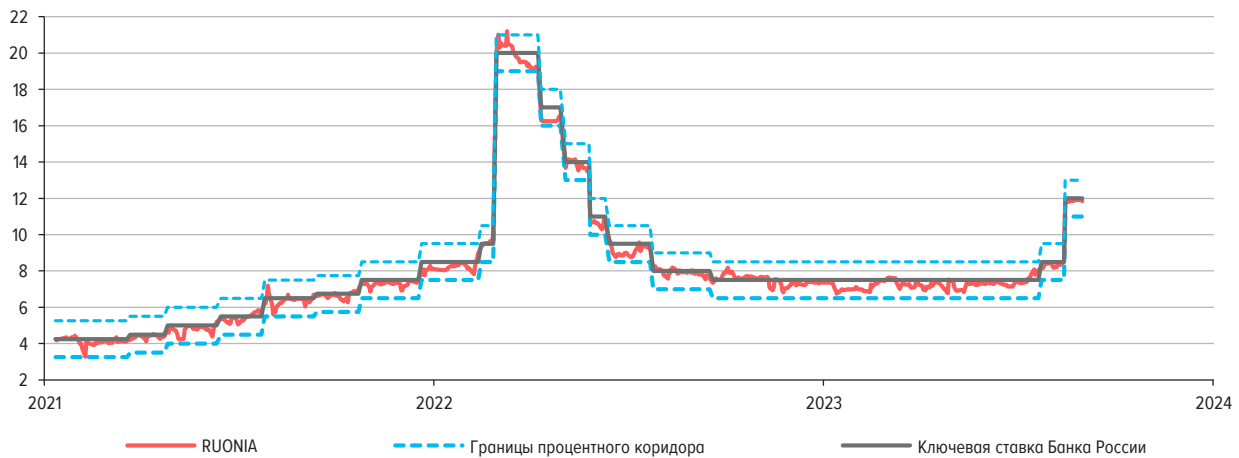
* Включая операции по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации бюджетного правила и прочие операции.

** 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 (%)

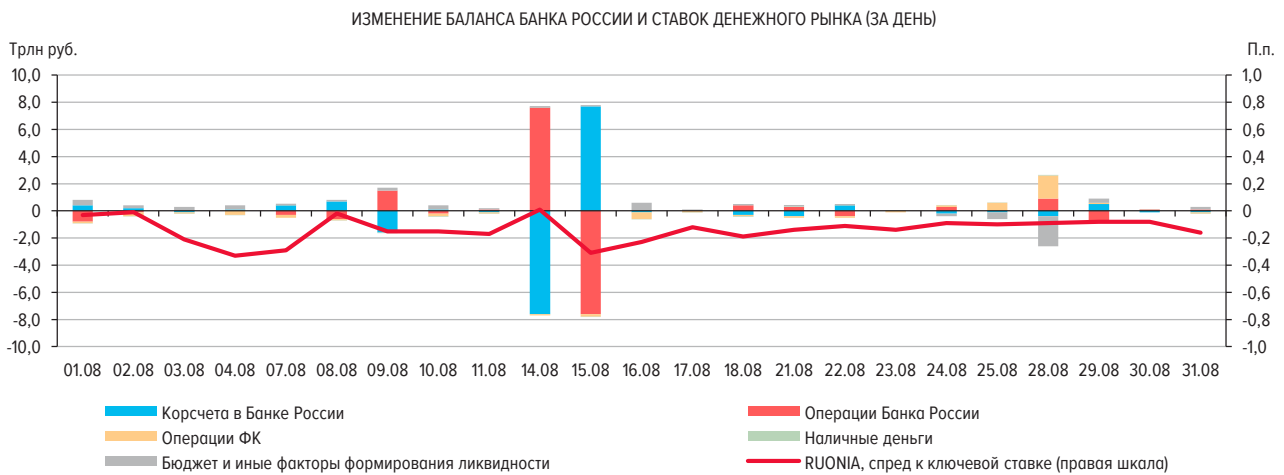
Рис. 2



Источник: расчеты Банка России.

В АВГУСТЕ 2023 Г. СОВОКУПНЫЕ БЮДЖЕТНЫЕ И ПРОЧИЕ ОПЕРАЦИИ ПРИВЕЛИ К ПРИТОКУ ЛИКВИДНОСТИ В БАНКИ

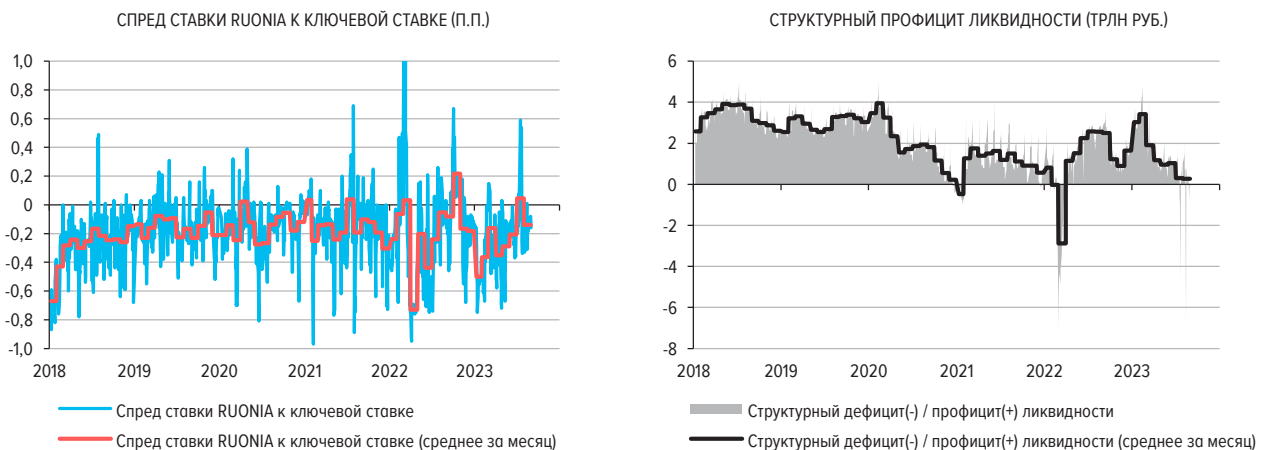
Рис. 3



Источник: расчеты Банка России.

СРЕДНИЙ ЗА МЕСЯЦ СПРЕД СТАВКИ RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ БАНКА РОССИИ ВЕРНУЛСЯ В ОТРИЦАТЕЛЬНУЮ ОБЛАСТЬ

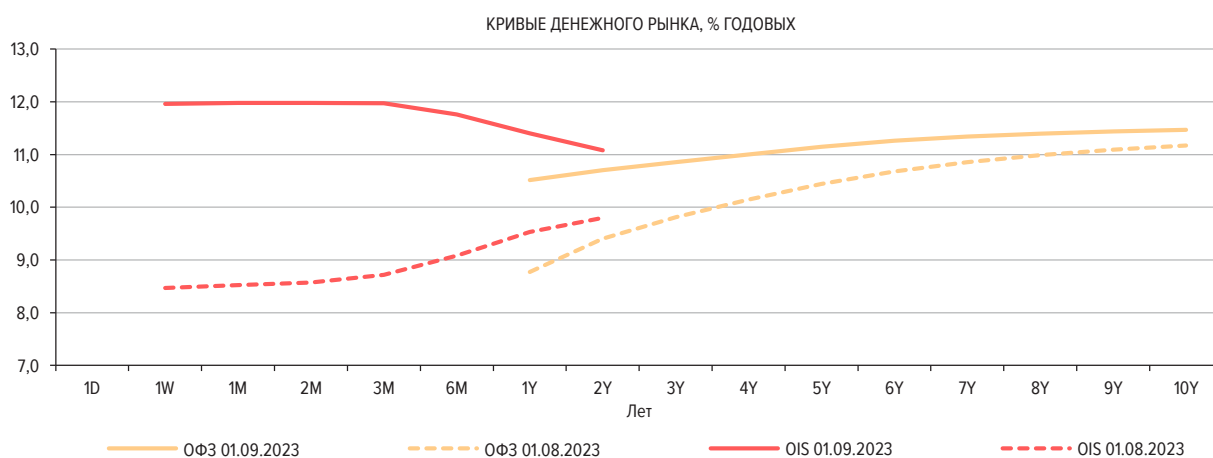
Рис. 4



Источник: расчеты Банка России.

В АВГУСТЕ СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА ВЫРОСЛИ НА ФОНЕ УЖЕСТОЧЕНИЯ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ

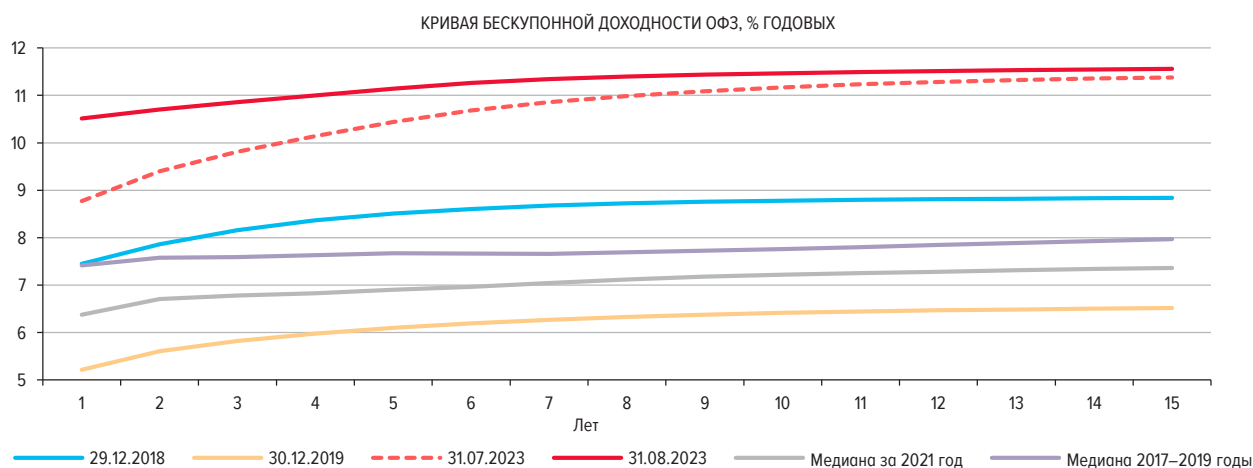
Рис. 5



Источники: ПАО Московская Биржа, НФА.

КРИВАЯ ОФЗ СДВИГАЛАСЬ ВВЕРХ ПО ВСЕЙ ДЛИНЕ

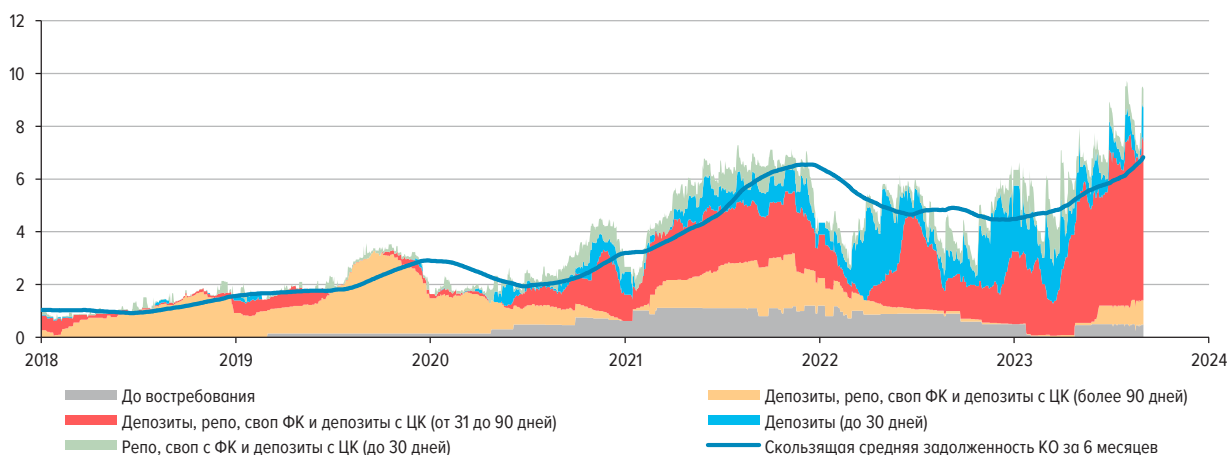
Рис. 6



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

В АВГУСТЕ 2023 Г. ЗАДОЛЖЕННОСТЬ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ ПЕРЕД ФК СОКРАТИЛАСЬ НА 0,3 ТРЛН РУБЛЕЙ
(ТРЛН РУБ.)

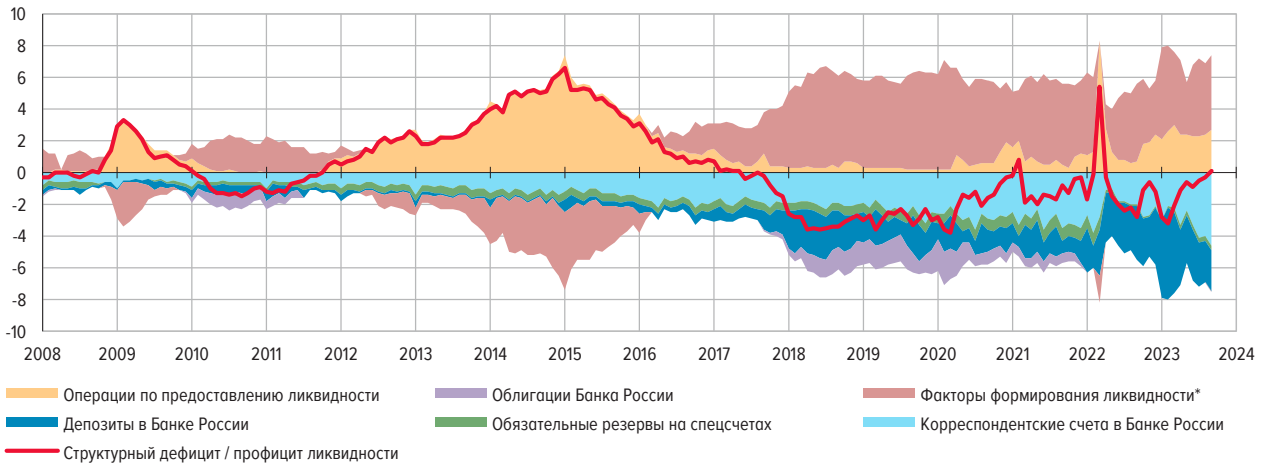
Рис. 7



Источники: Федеральное казначейство, расчеты Банка России.

БАЛАНС БАНКА РОССИИ
(ТРЛН РУБ.)

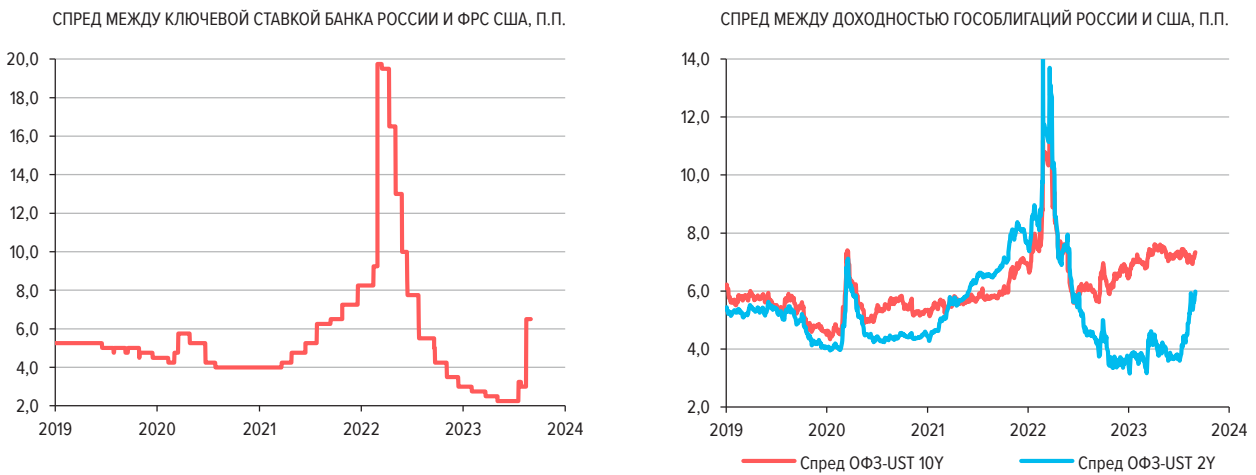
Рис. 8



* 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 ПРОДОЛЖИЛ СУЖАТЬСЯ

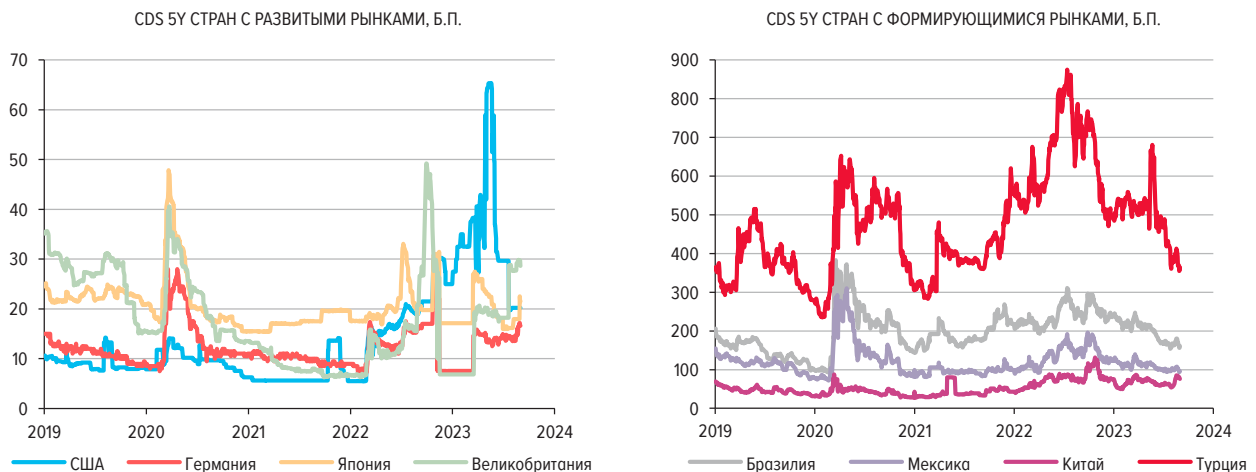
Рис. 9



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

CDS-СПРЕДЫ В БОЛЬШИНСТВЕ СТРАН СНИЖАЛИСЬ

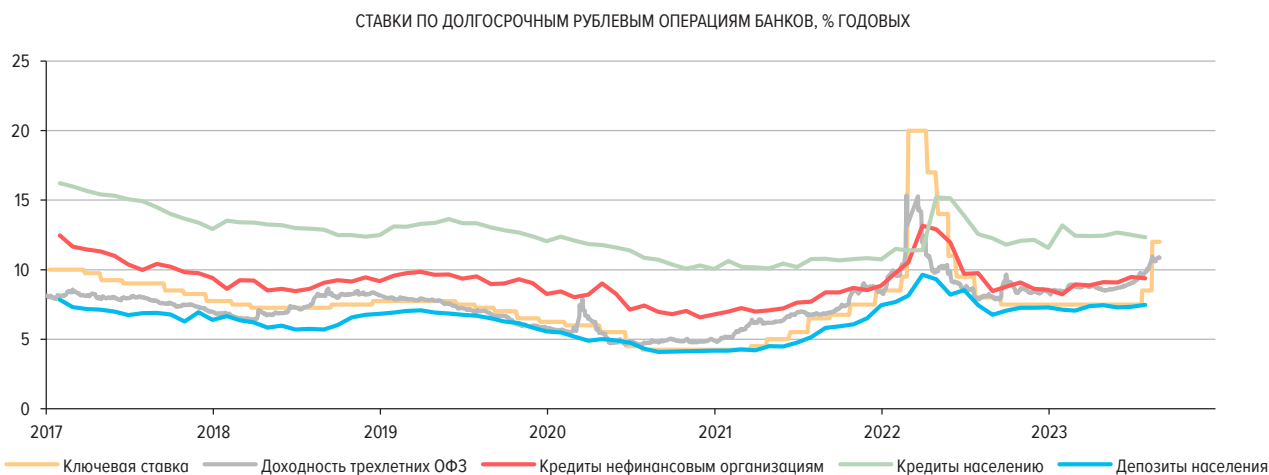
Рис. 10



Источники: Sponds, расчеты Банка России.

УЖЕСТОЧЕНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В ИЮЛЕ ОТРАЗИЛОСЬ НА УРОВНЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК
В БОЛЬШИНСТВЕ СЕГМЕНТОВ КРЕДИТНО-ДЕПОЗИТНОГО РЫНКА

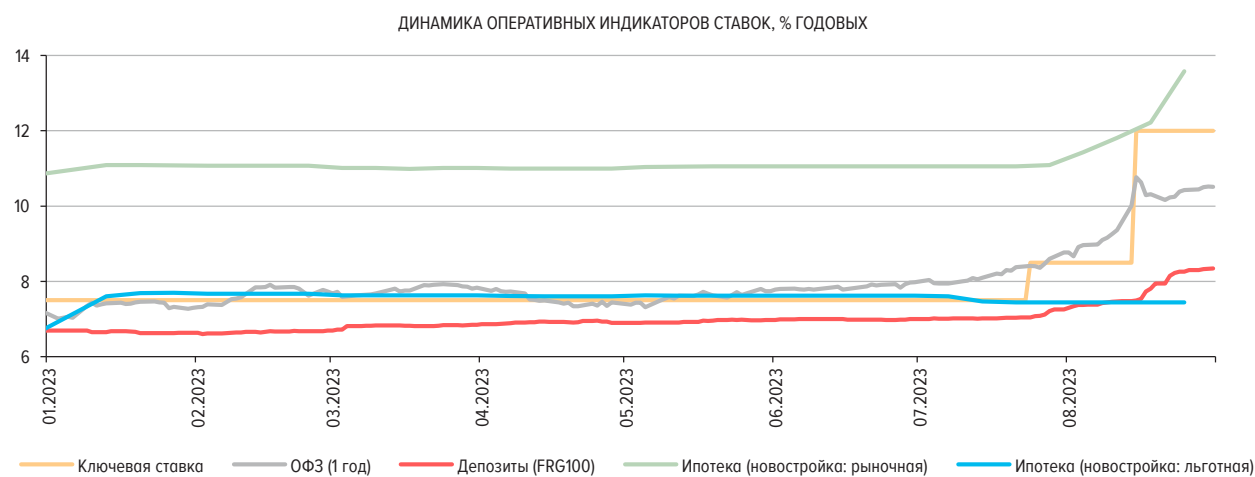
Рис. 11



Источник: Банк России.

ПОВЫШЕНИЕ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ В АВГУСТЕ ПОТРЕБОВАЛО ОТ БАНКОВ НОВОГО ПЕРЕСМОТРА УСЛОВИЙ
ПО ДЕПОЗИТНЫМ ПРОДУКТАМ

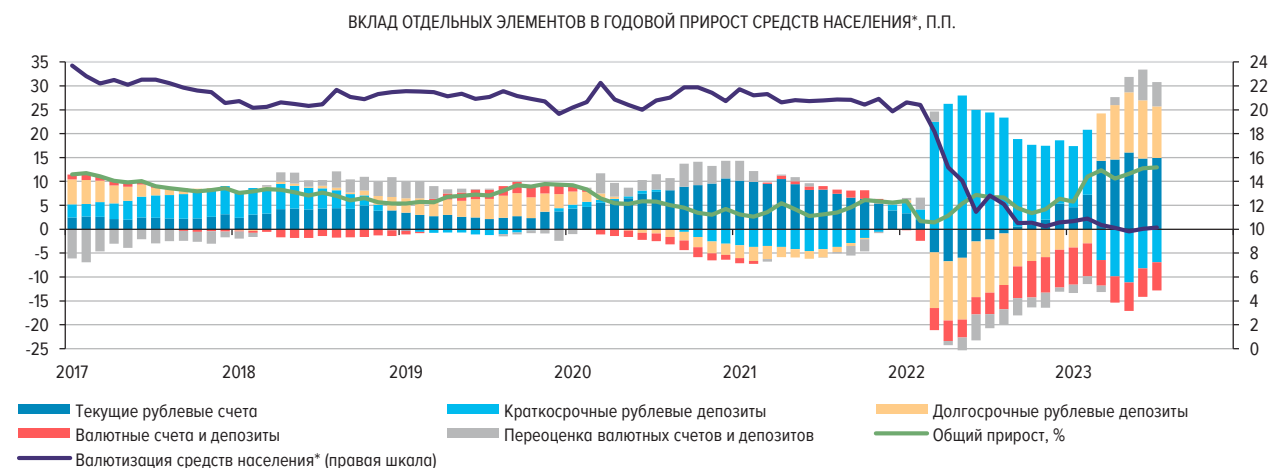
Рис. 12



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

В ИЮЛЕ НАСЕЛЕНИЕ МЕНЕЕ АКТИВНО РАЗМЕЩАЛО СРЕДСТВА В БАНКАХ

Рис. 13

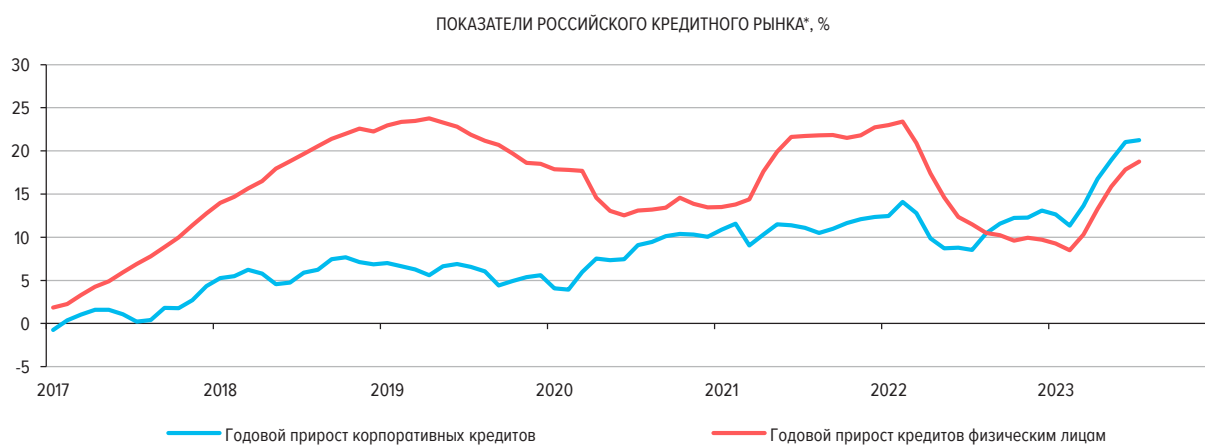


* Исключая счета эскроу.

Источник: расчеты Банка России.

В ИЮЛЕ ПРОДОЛЖИЛОСЬ АКТИВНОЕ НАРАЩИВАНИЕ КРЕДИТНЫХ ПОРТФЕЛЕЙ

Рис. 14

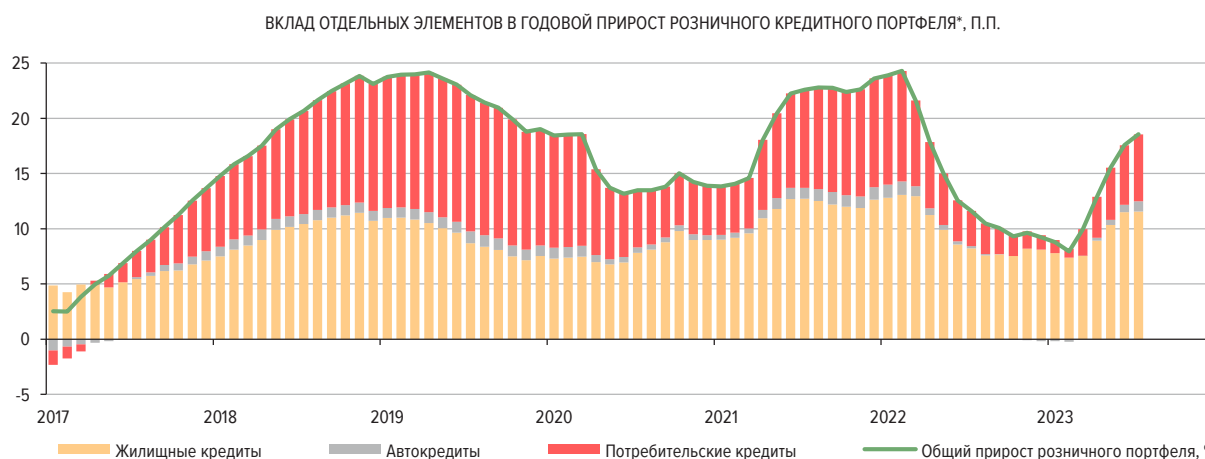


* С 01.02.2021 портфели корпоративных кредитов и кредитов населению включают приобретенные права требования. Приросты портфелей посчитаны с исключением приобретенных прав требования.

Источник: расчеты Банка России.

ВЫСОКАЯ КРЕДИТНАЯ АКТИВНОСТЬ В ИЮЛЕ ОТМЕЧАЛАСЬ В СЕКТОРАХ ИПОТЕЧНОГО И ПОТРЕБИТЕЛЬСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ

Рис. 15

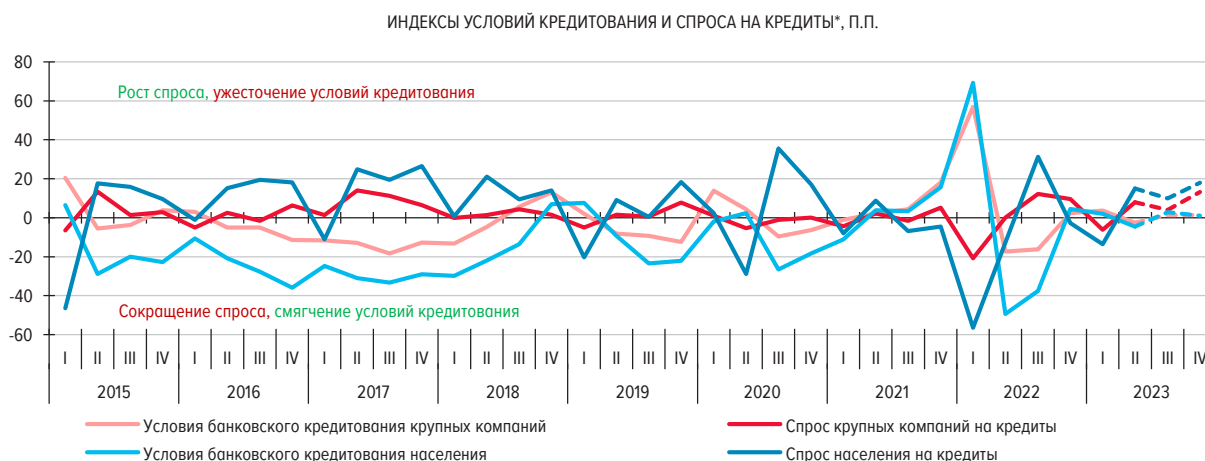


* По кредитам, сгруппированным в портфели однородных ссуд.

Источник: расчеты Банка России.

РОСТ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ В АВГУСТЕ ПРИВЕДЕТ К БОЛЕЕ ВЫРАЖЕННОМУ УЖЕСТОЧЕНИЮ УСЛОВИЙ КРЕДИТОВАНИЯ, ЧЕМ ОЖИДАЛИ БАНКИ В II КВАРТАЛЕ 2023 ГОДА

Рис. 16



* Пунктиром обозначены ожидания банков-респондентов относительно изменений условий кредитования и спроса на кредиты в II квартале 2023 года.

Источник: Банк России.

ИНДИКАТОРЫ КРЕДИТНОГО И ДЕПОЗИТНОГО РЫНКОВ

Табл. 4

		Апрель 2023	Май 2023	Июнь 2023	Июль 2023
Ставки по долгосрочным рублевым банковским операциям					
депозиты населения	% годовых	7,4	7,3	7,3	7,5
кредиты населению	% годовых	12,5	12,7	12,5	12,3
кредиты организациям	% годовых	9,1	9,1	9,5	-
Средства населения*	% г/г, ИВП	10,6	11,6	12,8	12,9
в рублях*	% г/г	19,0	20,4	21,2	21,6
в иностранной валюте	% г/г	-33,9	-37,3	-38,6	-37,2
валютизация*	%	10,1	9,8	10,0	10,1
Корпоративные кредиты**	% г/г, ИВП	19,2	21,1	23,1	23,7
краткосрочные (до 1 года)	% г/г, ИВП	18,6	18,0	20,2	19,8
долгосрочные (свыше 1 года)	% г/г, ИВП	21,1	23,7	25,3	26,3
Кредиты населению**	% г/г, ИВП	13,3	15,9	17,8	18,8
ипотечные жилищные кредиты	% г/г, ИВП	18,6	21,4	23,5	23,4
необеспеченные потребительские ссуды	% г/г	8,0	10,3	11,8	13,3
Требования банковской системы к экономике	% г/г, ИВП	12,6	14,6	16,3	18,2
к организациям	% г/г, ИВП	12,5	14,2	15,8	18,3
к населению	% г/г, ИВП	12,9	15,3	17,2	18,2
Денежная масса (M2)	% г/г	23,6	24,9	25,4	24,7
Широкая денежная масса (M2X)	% г/г, ИВП	14,8	15,6	16,6	15,9

* Исключая счета эскроу.

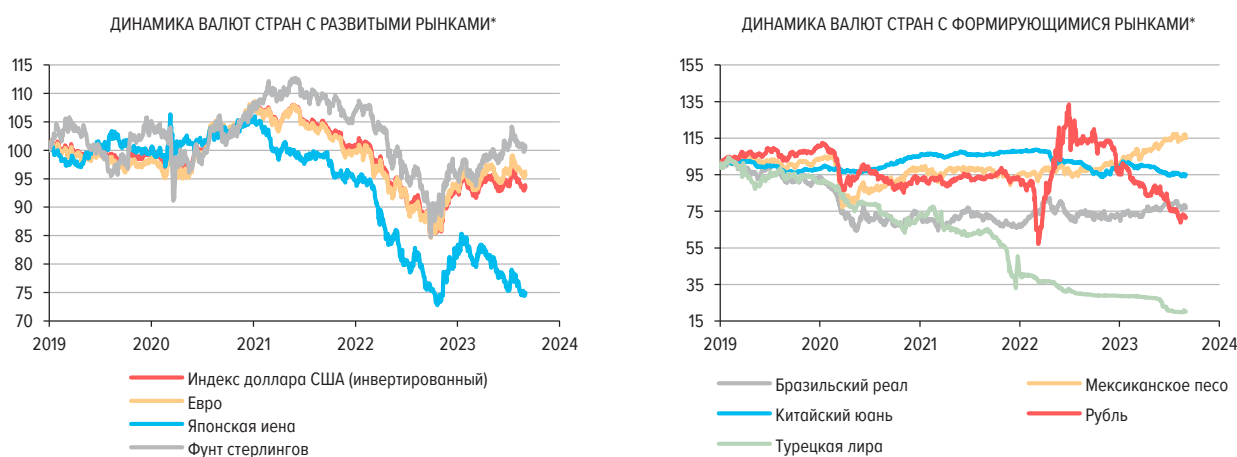
** С 01.02.2021 портфели корпоративных кредитов и кредитов населению включают приобретенные права требования. Приросты портфелей посчитаны с исключением приобретенных прав требования.

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 АВГУСТЕ ДОЛЛАР США УКРЕПИЛСЯ К ОСНОВНЫМ МИРОВЫМ ВАЛЮТАМ
(02.01.2019 = 100)

Рис. 17



* По отношению к доллару США. Обратные котировки.

Источники: Sbondz, расчеты Банка России.

СЕКТОРЫ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА ПОКАЗЫВАЛИ РАЗНОНАПРАВЛЕННУЮ ДИНАМИКУ
В ТЕЧЕНИЕ АВГУСТА

Табл. 5

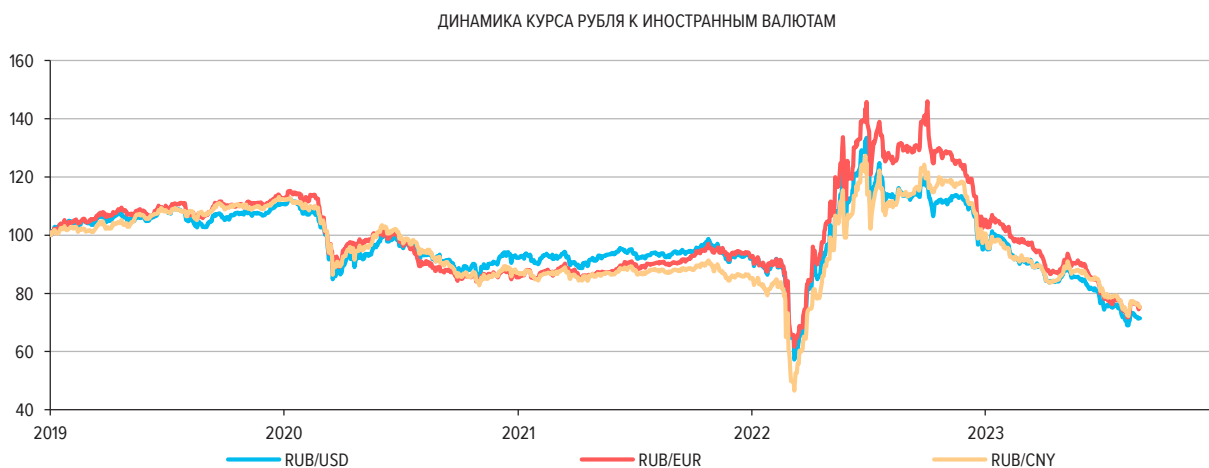
Показатель		31.08.2023	1М	3М	6М	YTD	1Y
Российский финансовый рынок («+» – положительная динамика, «-» – негативная динамика)							
Курс рубля к доллару США		96,03	-4,8	-18,4	-27,5	-37,4	-60,2
Индекс МосБиржи, б.п.		3 228	5,0	18,8	43,2	49,9	39,9
Индекс РТС, б.п.		1 056	-0,1	0,1	12,0	8,8	-12,9
Доходность государственных облигаций, %		11,21	58	116	122	160	251
Доходность корпоративных облигаций, %		11,33	129	174	150	161	213
Доходность региональных облигаций, %		10,89	109	162	142	187	209
RVI, п.		25	2	-6	-18	-15	-25
Курсы валют (за долл. США, изменение в %, «+» – укрепление, «-» – ослабление)							
ПРС*	Индекс доллара США	103,62	1,7	-0,7	-1,3	0,1	-4,7
	Евро	1,08	-1,4	1,4	2,3	1,3	8,3
	Японская иена	145,54	2,3	4,4	6,5	10,9	4,9
	Фунт стерлингов	1,27	-1,3	1,8	6,0	4,8	8,8
СФР	Рубль	96,03	-4,8	-18,4	-27,5	-37,4	-60,2
	Бразильский реал	4,96	-4,8	2,0	4,9	6,3	3,3
	Мексиканское песо	17,04	-1,8	3,6	6,0	12,6	15,5
	Китайский юань	7,21	-1,0	-1,4	-4,3	-4,5	-4,3
	Турецкая лира	26,69	0,9	-28,4	-41,3	-42,7	-46,8
	ЮАР	18,87	-5,6	4,3	-3,6	-11,0	-11,1
Доходность 10-летних облигаций (% годовых, изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	4,09	12	45	1	21	98
	Германия	2,46	-3	18	-28	-10	96
	Япония	0,65	4	23	15	24	42
	Великобритания	4,36	5	18	48	69	176
СФР	Россия	11,44	27	56	59	114	238
	Бразилия	11,15	26	-37	-238	-161	-113
	Мексика	9,70	55	56	-2	34	30
	Китай	2,60	-10	-13	-35	-28	-5
	Турция	19,12	13	918	829	935	572
	ЮАР	10,28	6	-103	10	9	-5
CDS-спреды 5Y (б.п., изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	20	0	-29	-13	-5	1
	Германия	17	3	2	9	9	1
	Япония	22	5	2	4	4	2
	Великобритания	29	1	9	22	22	8
СФР	Бразилия	161	4	-39	-54	-79	-86
	Мексика	96	0	-13	-13	-28	-57
	Китай	76	22	8	6	0	2
	Турция	365	4	-218	-166	-125	-380
	ЮАР	244	18	-69	-5	-2	-32
Индексы акций (п., изменение в %, «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	S&P 500	4 508	-1,77	7,8	13,2	17,4	13,1
	Stoxx 600	458	-2,79	1,4	-0,4	7,8	9,1
	Nikkei 225	32 619	-1,67	5,6	18,6	25,0	15,7
	FTSE 100	7 439	-3,38	-0,1	-6,4	-0,2	1,1
СФР	MSCI EM	980	-6,36	2,3	0,0	2,5	-1,3
	Bovespa	115 742	-5,09	6,8	12,0	5,5	4,8
	IPC Mexico	53 021	-3,28	0,5	-0,6	9,4	15,5
	SSE Composite	3 120	-5,20	-2,6	-5,8	1,0	-3,3
	BIST 100	7 918	9,71	62,0	50,5	43,7	150,2
	FTSE/JSE	74 954	-5,10	-0,2	-3,3	2,6	10,4

* Промышленно развитые страны.

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

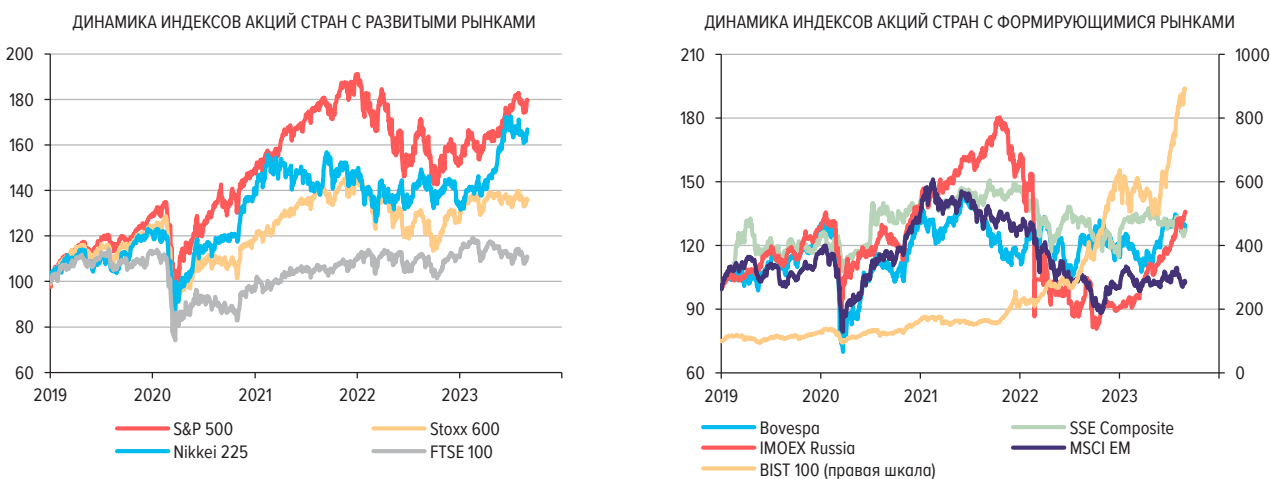
В АВГУСТЕ РУБЛЬ ОСЛАБЛЯЛСЯ (02.01.2019 = 100)

Рис. 18



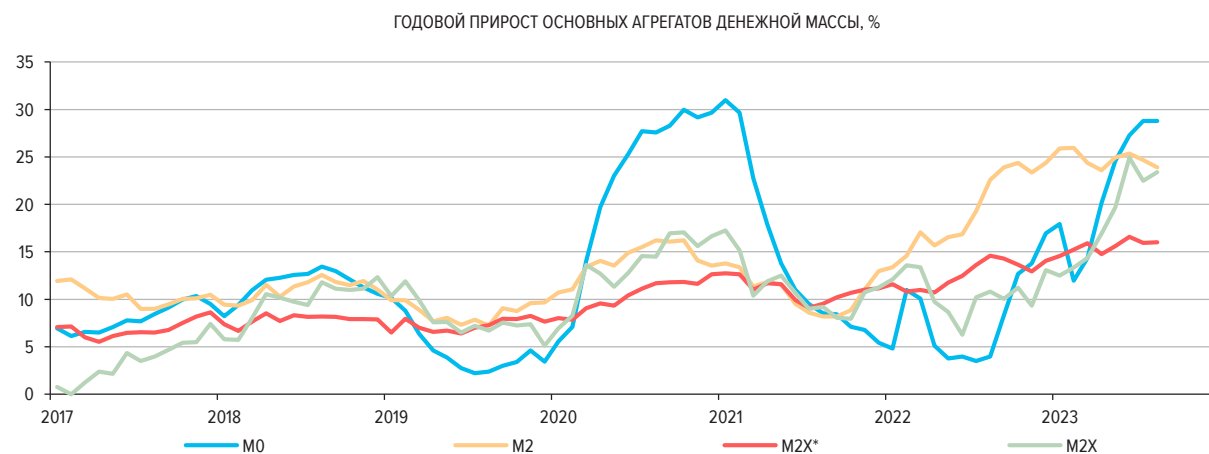
ИНДЕКСЫ АКЦИЙ ДЕМОСТРИРОВАЛИ РАЗНОНАПРАВЛЕННУЮ ДИНАМИКУ (02.01.2019 = 100)

Рис. 19



В ИЮЛЕ ТЕМП РОСТА ДЕНЕЖНЫХ АГРЕГАТОВ СОХРАНЯЛСЯ ВЫСОКИМ

Рис. 20



Даты отсечения данных:

- в разделе «Денежный рынок и ставки овернайт (RUONIA)» – 31.08.2023;
- в разделах «Кривые доходностей денежного и долгового рынков» и «Другие сегменты финансового рынка» – 31.08.2023;
- в разделе «Кредитно-депозитный рынок» – 01.08.2023, для оперативных данных – 31.08.2023.

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