



Банк России



Январь 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 (ЯНВАРЬ 2023 Г.)

- По оценкам Банка России, в январе денежно-кредитные условия в целом оставались нейтральными.
- Приток ликвидности в конце 2022 г. и ее неравномерное распределение в банковском секторе заметно понизили ставки денежного рынка. В среднем за январь спред RUONIA составил -50 б.п. (в декабре: -18 б.п.).
- В январе кривые денежного и долгового рынков на коротком участке изменились незначительно. Длинные доходности ОФЗ (от 5 лет) поднялись на 10–50 б.п., отражая сохранение повышенной премии за срочность, а также активные заимствования Минфина России.
- Спрос на корпоративные кредиты в декабре возрос. Розничное кредитование увеличилось за счет исторически максимального объема спроса на ипотечные кредиты перед повышением ставок по льготной программе.
- Прирост денежной массы в национальном определении в декабре ускорился в сравнении с прошлым месяцем. Основными факторами ускорения являются бюджетные операции и наращивание требований к организациям. В годовом выражении M2 выросла на 24,4% (в январе, по предварительным данным, – на 26,0%). Столь высокий темп роста M2 отражает эффекты ускоренной девальютации, произошедшей в 2022 году. Рост M2X более умеренный, но тем не менее он быстрее, чем в предшествующие годы (14,0% в декабре и 14,5% в январе).

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 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 охарактеризованы работа денежно-кредитной трансмиссии и условия ее функционирования.

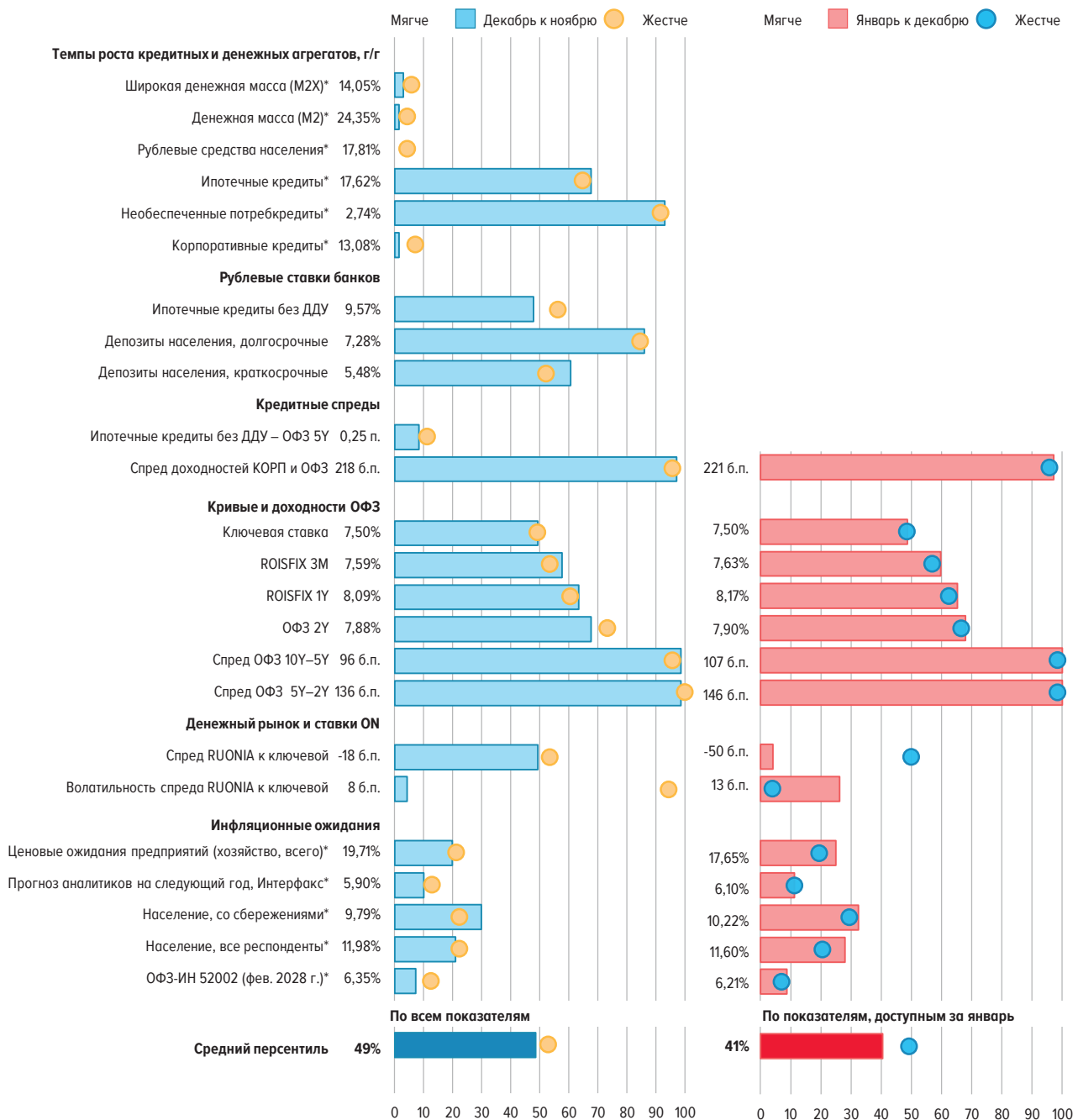
¹ Подробнее см. [Приложение 1 к Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов](#).

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

Денежно-кредитные условия (далее – ДКУ) в российской экономике в декабре существенно не менялись, а в январе динамика индикаторов финансовых рынков и оперативных показателей ДКУ была разнонаправленной. Повышение доходностей ОФЗ при небольшом снижении инфляционных ожиданий действовали в сторону ужесточения, а расширение отрицательного спреда RUONIA к ключевой ставке и ускорение роста денежной массы, поддержанное бюджетными расходами, – в сторону смягчения ДКУ. В целом ДКУ остаются нейтральными.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ ОСТАЮТСЯ В ЦЕЛОМ НЕЙТРАЛЬНЫМИ

Рис. 1



Примечание. График отражает уровень показателя (в перцентиле) относительно распределения значений с января 2017 г. по декабрь 2022 г. (левый график) и по январь 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.

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

Источник: расчеты Банка России.

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

1. Ключевая ставка

В январе заседание Совета директоров Банка России, на котором рассматривается вопрос об уровне ключевой ставки, не проводилось. На заседании 10 февраля 2023 г. Банк России принял решение сохранить ключевую ставку на текущем уровне – 7,5%, который установился с середины сентября 2022 года. Решение не повлияло на рыночные ожидания относительно траектории ключевой ставки.

Согласно индикаторам финансового рынка по состоянию на конец января 2023 г., участники рынка ожидали сохранения ключевой ставки на текущем уровне в течение следующих двух кварталов (табл. 1). При этом некоторые аналитики допускали повышение ставки во второй половине года.

В ЯНВАРЕ АНАЛИТИКИ ОЖИДАЛИ СОХРАНЕНИЕ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ ВБЛИЗИ ТЕКУЩЕГО УРОВНЯ ДО КОНЦА 2023 ГОДА

Табл. 1

Ожидания по ключевой ставке на базе рыночных индикаторов (инструмент)	Июнь 2023 года	Декабрь 2023 года
ROISfix	7,5 (7,5)	7,5–8,0 (7,5–8,0)
Ожидания аналитиков по ключевой ставке*	Среднее за 2023 год	Среднее за 2024 год
Опрос Банка России	7,5 (7,3)	6,8 (6,6)

* Даты проведения опроса: 27–31 января 2023 года. В скобках – результаты опроса в декабре 2022 года.
Источники: расчеты Банка России, НФА.

2. Денежный рынок и ставки овернайт (RUONIA)

За январь спред ставки RUONIA² – операционного ориентира Банка России – к ключевой ставке Банка России³ расширился и составил **-50 б.п.** (в декабре: -18 б.п., в 2022 г.: -18 б.п.) (рис. 4). Волатильность спреда выросла до 13 б.п. (в декабре: 8 б.п., в 2022 г.: 35 б.п.).

Структурный профицит ликвидности на конец января дополнительно увеличился на 0,4 трлн руб., до **3,2 трлн руб.** (табл. 2). В конце декабря 2022 г. в банки поступили крупные средства в рамках финансирования бюджетных расходов, что привело к значительному росту профицита ликвидности. Эти средства были перечислены в ограниченный круг банков, поэтому, несмотря на избыток ликвидности по банковскому сектору в целом, у отдельных кредитных организаций в начале года сохранялась потребность в привлечении ликвидности с помощью аукционов репо Банка России. При этом неопределенность относительно сроков проведения платежей клиентами – получателями бюджетного финансирования не позволяла банкам в полном объеме размещать избыточные средства на депозитных аукционах Банка России. Все это поддерживало избыточный уровень краткосрочной ликвидности на денежном рынке и оказывало понижающее давление на ставки денежного рынка. Ожидается, что по мере адаптации банков к возросшему профициту ликвидности и более равномерного распределения средств в банковском секторе спрос на длинные аукционы репо Банка России сократится, а спред RUONIA к ключевой ставке вернется к значениям, наблюдавшимся в среднем в 2019–2022 годах.

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.

По сравнению с январем предыдущего года расходы бюджета значительно выросли, а доходы за год сократились. Из-за переноса срока перечисления в бюджет основных налогов на конец месяца⁴ Федеральное казначейство (ФК) вернуло полученные от уплаты налогов средства обратно в банки в начале февраля. В результате за январь задолженность банков по операциям ФК сократилась.

В самом начале 2023 г. возврат наличных денег в банки после праздников был меньше, чем в предыдущие годы. Однако затем спрос на наличные деньги вернулся к своим сезонным значениям. За январь 2023 г. приток ликвидности по данному фактору составил 0,17 трлн рублей.

Прогноз структурного профицита ликвидности на конец 2023 г. будет опубликован в февральском выпуске Доклада о денежно-кредитной политике с учетом обновленного макроэкономического прогноза.

3. Кривые доходностей денежного и долгового рынков

Кривые денежного рынка. В январе ставки ROISfix⁵ практически не изменились (изменения в пределах 10 б.п.) (рис. 7). Ставка RUSFAR 3M также не демонстрировала выраженной динамики (7,91%; -4 б.п.). Форма кривой говорит о том, что участники рынка ожидают сохранения ключевой ставки на текущем уровне в течение ближайших заседаний. Но при этом часть из них допускает повышение ключевой ставки до уровня 8% во второй половине года.

Кривая доходности ОФЗ и вторичный рынок. На конец января краткосрочный участок кривой несущественно скорректировался в среднем на 4 б.п.: ОФЗ 1Y – 7,3% (+4 б.п.); ОФЗ 2Y – 7,88% (-7 б.п.). При этом доходности на длинных сроках возросли на 10–50 б.п.: ОФЗ 5Y – 9,37% (0 б.п.); ОФЗ 10Y – 10,59% (+28 б.п.). В связи с более существенным изменением длинного конца кривой спред между доходностью 10- и 2-летних ОФЗ продолжил расширяться и к концу месяца составил 271 б.п. (+35 б.п.), достигнув максимума с 2011 года. Рост длинных доходностей (от 5Y) обусловлен тем, что участники рынка допускают увеличение годового плана заимствований Минфином России с целью покрытия дефицита бюджета.

В январе российский рынок ОФЗ находился под влиянием преимущественно локальных факторов. Долговой рынок развитых стран демонстрировал противоположную динамику. Доходности казначейских облигаций США продолжили снижаться (UST 2Y; -20 б.п., до 4,21%; UST 10Y; -36 б.п., до 3,52%) на фоне ожиданий замедления темпов роста ставки ФРС США (+25 б.п. на февральском заседании FOMC) в связи с ослаблением инфляционного давления и потребительской уверенности.

Структура участников рынка существенно не поменялась. Второй месяц подряд нетто-продавцами на вторичном рынке ОФЗ оставались СЗКО, а нетто-покупателями – небанковские организации и коллективные инвесторы. Среднедневные обороты торгов по ОФЗ-ПД, ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН несколько снизились (в январе: 14,5; 3,1 и 1,2 млрд руб.; в декабре: 26,3; 8,6 и 1,5 млрд руб.).

Первичный рынок ОФЗ. В январе Минфин России существенно уменьшил объемы размещения ОФЗ по сравнению с концом 2022 г. (в январе 2023 г.: 210 млрд руб.; в декабре 2022 г.: 1,5 трлн руб.). Преимущественно размещались ОФЗ-ПД. На каждой аукционной неделе совокупный спрос на бумаги в среднем составлял около 170 млрд руб. и был поддержан высвобождением средств от погашения ОФЗ-ПД 26211 (150 млрд руб.). Повышенный интерес участников рынка наблюдался к ОФЗ-ИН (2032), спрос на которые за месяц составил 107 млрд руб. при среднем историческом значении в 23 млрд рублей. Наиболее активными покупателями классических ОФЗ-ПД являлись СЗКО, а ОФЗ-ИН – коллективные инвесторы, в том числе пенсионные фонды.

⁴ В соответствии с Федеральным законом от 14.07.2022 № 263-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации» с 01.01.2023 ряд налогов был объединен в Единый налоговый платеж (ЕНП).

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

Вмененная инфляция. Средняя за январь вмененная инфляция из ОФЗ-ИН 52002 (2028 г.) несколько снизилась – до 6,28% (месяцем ранее – 6,35%). Это около минимумов с конца сентября 2022 г., но все еще значительно выше среднего значения за 2021 г. (4,23%) и цели по инфляции в 4%⁶.

4. Рынок корпоративных облигаций

Вторичный рынок. По итогам месяца доходность корпоративных облигаций, согласно индексу IFX-Cbonds, не изменилась, составив 9,71% (-1 б.п.). Спред к доходности государственных облигаций расширился до 223 б.п. (+5 б.п.), что существенно превышает среднее значение за 2021 г. (88 б.п.).

Первичный рынок. В январе активность корпоративных заемщиков была низкой. Общий объем новых размещений составил 181 млрд руб., при этом почти весь объем был доступен широкому кругу инвесторов. Количество новых эмитентов рыночных облигаций значительно снизилось – до 14 – по сравнению с предыдущим месяцем (в декабре 2022 г. – 65), что может быть связано с выжидательной позицией участников корпоративного долгового рынка на фоне сохранения неопределенности. Наблюдался рост активности со стороны компаний машиностроительного и сельскохозяйственного секторов.

Эмитентами замещающих облигаций оставались преимущественно финансовые организации (188 млрд руб. в январе 2023 г.; 211 млрд руб. в декабре 2022 г.).

5. Кредитно-депозитный рынок

Депозитные ставки. В декабре динамика среднерыночных депозитных ставок не продемонстрировала значительных изменений. С одной стороны, по мере возвращения средств населения в банки потребность в сохранении завышенного уровня ставок снижалась. С другой стороны, продолжалась конкуренция между банками, проявляющаяся в виде приветственных надбавок к процентной ставке для новых клиентов. Кроме того, повышению уровня процентных ставок способствовали традиционные для окончания года депозитные предложения с повышенной доходностью. Под воздействием этих факторов средневзвешенная ставка по депозитам на срок до 1 года повысилась на 0,1 п.п., составив 5,5% годовых. Средневзвешенная ставка по депозитам на срок свыше 1 года сохранилась на уровне прошлого месяца (7,3% годовых).

По данным оперативного мониторинга, в январе доходность депозитов закрепились вблизи декабрьских значений. В частности, индекс FRG100 в течение месяца незначительно снизился (рис. 13), что частично обусловлено завершением приема средств на акционные вклады.

Депозитные операции. В декабре приток средств населения в банки⁷ существенно ускорился. Прирост⁸ остатков на рублевых счетах и депозитах населения в годовом выражении достиг максимального значения за последние семь лет, составив 17,8% против 14,7% в ноябре. Нарастанию остатков на текущих счетах поспособствовали выплаты, приходящиеся на окончание года, заработные платы и социальные поступления. Дополнительным фактором, стимулирующим приток средств, были акционные предложения депозитных продуктов с повышенным уровнем доходности.

Большая доля рублевых средств была размещена на текущие счета, вместе с тем среди срочных депозитных продуктов вкладчики отдавали предпочтение вкладам на срок свыше

⁶ [Методология расчета показателя.](#)

⁷ 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.

⁸ 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 долларовом эквиваленте. При расчете приростов показателей, включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу.

1 года. В валютном сегменте отток средств населения вновь ускорился, в связи с чем валютные депозиты сократились на 2,2% по отношению к ноябрю. Из-за номинального ослабления курса рубля в декабре, валютизация депозитов повысилась до 10,6%, оставаясь вблизи исторического минимума. В итоге общий годовой прирост средств населения в банках составил 6,4% против 4,2% в ноябре (рис. 14). Несмотря на значительное увеличение объема выдач ипотечных кредитов⁹, средства на счетах эскроу сократились на 1,3% в сравнении с ноябрем, что обусловлено значительным объемом раскрытия счетов эскроу в связи с масштабным вводом жилья в эксплуатацию, приходящимся на окончание года.

По оперативным данным, в январе рублевые средства в банках сократились, в большей степени в счетах до востребования. Изменение соответствует сезонной динамике, учитывая специфику расходов и сбережений населения в этот период. В ближайшей перспективе можно ожидать, что приток средств физлиц на рублевые депозиты будет более умеренным по сравнению с 2022 годом. Кроме того, темп девальютизации депозитов населения, вероятно, замедлится из-за постепенного сокращения объема долларовых средств физлиц в банках, а также повышения привлекательности юаневых вкладов.

Кредитные ставки. Кредитные ставки в декабре характеризовались скорее понижательной динамикой. При отсутствии выраженных изменений в ожиданиях по ставкам на финансовых рынках и решениях по денежно-кредитной политике в краткосрочной перспективе¹⁰ основной вклад в колебания средних ставок вносила структура кредитования.

Ставки по кредитам нефинансовым организациям в декабре, по оперативным данным, снижались в пределах 0,25–0,35 процентного пункта. Это могло быть вызвано, помимо прочего, ростом доли операций с крупнейшими, в том числе системообразующими, организациями¹¹.

Ставки по розничным кредитам в сегменте до 1 года снизились на 1,7 п.п., до 17,4%, а в сегменте от 1 года – на 0,6 п.п., до 11,6% (рис. 12). Снижение долгосрочных рублевых ставок было связано с расширением ипотечного кредитования в структуре розничных операций¹².

В январе, по оперативным данным, динамика ставок была в целом стабильной. На некоторое повышение средних ставок в розничном сегменте оказала влияние льготная ипотека, с 1 января 2023 г. подорожавшая на 1 процентный пункт.

В траекториях кредитных ставок в I–II кварталах 2023 г. наблюдается некоторое пространство для роста по сравнению с концом 2022 года. Так, проинфляционное давление в экономике может способствовать постепенному повышению банками ставок по кредитам. Этот эффект может быть более или менее интенсивным в ближайшей перспективе в зависимости от реакции денежно-кредитной политики. При этом показатели кредитных ставок будут приобретать более рыночный характер по мере завершения проектов льготного кредитования и удорожания льготной ипотеки.

Корпоративное кредитование. Корпоративное кредитование ускорилось в декабре. Это произошло, по данным оперативного отраслевого мониторинга, в том числе за счет активизации инвестиционных программ в сферах энергетики, добычи полезных ископаемых и ряде других отраслей. Годовой прирост портфеля корпоративных кредитов¹³ в декабре ускорился до 13,1% по сравнению с 12,3% в октябре – ноябре (рис. 15). Снижение валютного кредитования организаций в годовом изменении сохранялось, и по итогам 2022 г. портфель валютных кредитов сократился приблизительно на 25%.

⁹ Подробнее в подразделе «Розничное кредитование».

¹⁰ Подробнее в подразделе «Кривые доходности денежного и долгового рынков».

¹¹ Подробнее в подразделе «Корпоративное кредитование».

¹² Подробнее в подразделе «Розничное кредитование».

¹³ Здесь и далее – прирост кредитования нефинансовых и финансовых организаций, а также индивидуальных предпринимателей с исключением приобретенных банками прав требования.

Кредитная активность в корпоративном сегменте в январе, по оперативным данным, снизилась по сравнению с декабрем. Замедление динамики кредитования было более выраженным в начале месяца из-за сезонного фактора.

Динамика корпоративного кредитования в 2023 г. будет продолжать зависеть от хода трансформации российской экономики, в том числе по отдельным отраслям. Отмена Банком России регулятивных послаблений для банков не окажет в целом заметного влияния на потенциал расширения кредитования, так как будет производиться постепенно. Возможное ужесточение условий кредитования для организаций, в том числе в I–II кварталах 2023 г., все же рассматривается банками как ограниченное, оно в большой степени связано с оценками неопределенности со стороны банков (рис. 17).

Розничное кредитование. Розничный кредитный портфель¹⁴ за декабрь увеличился с сопоставимым с предыдущим месяцем умеренным темпом. В результате годовой прирост розничного кредитования замедлился на 0,2 п.п., до 9,7%, в декабре. Ипотека оказалась фактически единственным драйвером роста розничного кредитования (рис. 16).

В ипотечном сегменте в декабре был выдан рекордный объем кредитов – около 700 млрд руб. при средних месячных выдачах в 374 млрд руб. за предыдущие месяцы 2022 года. Доля первичного сегмента, основным драйвером активности в котором является льготная ипотека на новостройки, в обороте ипотечных сделок выросла до приблизительно 45% по сравнению с 32–39% в предыдущие месяцы. Активизация спроса на ипотеку в первой половине декабря была вызвана ожиданиями отмены льготной ипотечной программы, а во второй половине декабря – повышением ставки до 8% с начала 2023 г. по продленной льготной ипотечной программе. Годовой прирост портфеля ипотечных кредитов по итогам 2022 г. составил 17,6%.

Напротив, в декабре активизация не коснулась необеспеченного потребительского кредитования. Портфель стандартных необеспеченных кредитов практически не изменился в декабре по сравнению с приростом на 1% в ноябре, в том числе под воздействием декабрьской сезонности.

В январе, по оперативным данным, динамика розничного кредитования оставалась сдержанной. Это было обусловлено вступлением в действие макропруденциальных лимитов с 2023 г., ограничивающих часть выдач необеспеченных потребительских кредитов, а также сезонным фактором.

В первой половине 2023 г. просматривается некоторый потенциал для расширения розничного кредитования. Вместе с тем сохраняется уже относительно высокий накопленный уровень долговой нагрузки населения. Стандарты кредитования банков будут более консервативными под влиянием макропруденциальных лимитов. Некоторое сдерживающее влияние на динамику портфеля в ипотечном сегменте также может оказывать планируемое повышение резервов по ипотечным кредитам по программам застройщиков с повышенным риском.

ДРУГИЕ СЕГМЕНТЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

1. Обменный курс (валютный канал)

За январь курс рубля существенно не изменился, а амплитуда его колебаний снизилась. Курс варьировался от 67,76 до 72,18 руб./долл. США. К концу января рубль несколько укрепился к доллару США (+0,11%, до 69,82 руб./долл. США) и ослабился к евро (-2,2%, до 75,95 руб./евро) и юаню (-4,4%, до 10,35 руб./юань). Среднемесячный курс ослабился на 5,7%, составив 69,70 руб./долл. США. Локальную поддержку рублю оказывали рост котировок на энергоресурсы, действие бюджетного правила, а также ослабление доллара США на фоне ожиданий более раннего снижения темпов роста ставки ФРС США из-за замедления производственной инфляции (6,2% в декабре 2022 г.; 7,3% в ноябре 2022 г.). Месячная реализованная волатильность возросла до 25,1% (15% месяцем ранее), вернувшись на уровень октября 2022 года.

¹⁴ Здесь и далее – прирост кредитования физических лиц с исключением приобретенных банками прав требования.

Реальный эффективный курс рубля (далее – REER), рассчитанный по отношению к валютам основных внешнеторговых партнеров, в декабре снизился на 8,3% (-1,7% в ноябре; +28,3 г/г). При прочих равных ослабление REER способствует смягчению ДКУ.

2. Рынок капитала (канал благосостояния)

В январе российский рынок акций продолжил восстановительный рост, начатый в конце декабря после снижения на фоне введения эмбарго на поставки российской нефти. К концу месяца индекс МосБиржи прибавил 3,3%, вернувшись к значениям середины ноября 2022 г. (-37% г/г). Поддержку рынку оказал спрос в бумагах банков из-за ожиданий публикации сильных операционных результатов, а также в бумагах золотодобывающих компаний – из-за роста цен на золото. Хуже рынка торговались акции нефтегазового сектора на фоне санкционного давления (-1,7% м/м, согласно отраслевому индексу Московской Биржи). При этом волатильность на российском рынке (RVI) продолжала снижаться – до 32 п. (-7 п. к декабрю 2022 г.; 28 п. в среднем за 2021 г.).

Общий объем операций на всех сегментах Московской Биржи в январе был сопоставим с декабрем прошлого года. Объем торгов акциями, депозитарными расписками и паями составил 788 млрд руб. (в декабре – 789 млрд руб.). Среднедневной объем торгов – 38 млрд руб. (36 млрд руб.).

Внешние рынки

В январе несколько мировых центральных банков, прежде всего в странах с формирующимися рынками, продолжили цикл ужесточения денежно-кредитной политики на фоне сохранения существенного инфляционного давления. При этом темп роста ключевых ставок был снижен; большинство регуляторов ограничились повышением в 25 базисных пунктов. Средняя ключевая ставка в развитых странах почти не изменилась – преимущественно из-за отсутствия заседаний в текущем месяце (3,22%; +2 б.п. к предыдущему месяцу; +2 б.п. к началу года) – в странах Латинской Америки – 11,69% (+7 б.п.; +7 б.п.), в странах Южной и Юго-Восточной Азии – 5,77% (+7 б.п.; +7 б.п.), в странах Центральной и Восточной Европы и Средней Азии – 9,28% (+6 б.п.; +6 б.п.), в странах Африки – 10% (+28 б.п.; +28 б.п.).

Центральные банки ряда развивающихся стран (Чили, Малайзия, ЮАР, Казахстан) сохранили ставки на текущих уровнях, указав на высокие и нестабильные инфляционные ожидания, опасения из-за усиления роста цен на продукты питания и энергоресурсы в силу сохранения геополитической напряженности. В Перу, Таиланде, Колумбии и Индонезии ставки были повышены. При этом регулятор Индонезии заявил об окончании цикла ужесточения денежно-кредитной политики, подняв ставку до предпандемийного уровня – 5,75% (+25 б.п.). Монетарные власти развитых стран несколько смягчили риторику, взяв паузу в ужесточении или снизив его темпы, однако ожидают более длительного сохранения ставок на повышенном уровне.

Доходности государственных облигаций на длинных сроках преимущественно росли (10–100 б.п.), отражая повышенную риск-премию за неопределенность в отношении перспектив роста мировой экономики и его устойчивости.

К концу января индексы в национальных валютах стран с формирующимися рынками демонстрировали положительную динамику (MSCI EM: +7,85%, Vovespa: +3,37%, IPC Mexico: +12,6%, SSE Composite: +5,4%) (рис. 21). Позитивный сентимент на рынках развивающихся стран был вызван ослаблением антиковидных мер в Китае и его неплохой конъюнктурой в промышленности (факт: +1,3% г/г; ожидания: +0,2% г/г), розничных продажах (факт: -1,8% г/г; ожидания: -8,6% г/г) и инвестициях (факт: 5,1% за 11 месяцев 2022 г.; ожидания: 5% за 11 месяцев 2022 г.).

Рынки акций основных развитых стран к концу месяца выросли (S&P 500: +6,2%, Stoxx 600: +6,7%, Nikkei 225: +4,7%) (рис. 21). Основным драйвером рынков стали ожидания снижения темпов ужесточения денежно-кредитной политики в США из-за замедления инфляции (факт: -0,1% м/м в декабре 2022 г.; ожидания: +0,1% м/м), в том числе производственной (6,2% в декабре; 7,3% в ноябре). Тем не менее сохраняются опасения глобальной рецессии на фоне выхода слабой статистики по потребительскому спросу (факт: -1,1% м/м к декабрю 2022 г.; ожидания: -0,8% м/м) и обрабатывающей промышленности (факт: -0,7% м/м к декабрю 2022 г.; ожидания: -0,1% м/м).

ДЕНЕЖНАЯ МАССА

В декабре наблюдалось ускорение роста требований банковской системы к экономике¹⁵, чему способствовало наращивание обязательств нефинансовыми организациями¹⁶: годовой прирост составил 13,2% против 11,6% месяцем ранее. Темп роста требований к населению, напротив, замедлился до 9,4% в сравнении с 9,8% в ноябре. В результате годовой прирост требований к экономике как ключевого источника формирования денежного предложения составил 12,0% против 11,0% месяцем ранее. Мягкая бюджетная политика способствовала увеличению вклада чистых требований к органам государственного управления в формирование денежного предложения.

В совокупности данные факторы обусловили ускорение темпа роста денежных агрегатов (рис. 18). Годовой прирост М2 в декабре увеличился на 1 п.п., составив 24,4%. Темп роста М2Х по-прежнему отставал от М2: годовой прирост составил 14,0% в сравнении с 12,9% в ноябре. Изменение наличных средств в обращении в декабре было более весомым в сравнении с ноябрем, что поддержало повышенную динамику М0.

По оперативным данным, в январе годовой прирост М2 ускорился до 26,0%. Интерес к валютным депозитам остается низким: годовой прирост М2Х увеличился слабее (до 14,5%).

¹⁵ 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.

¹⁶ Подробнее в подразделе «Корпоративное кредитование».

ГРАФИКИ И ТАБЛИЦЫ

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

Табл. 2

	01.01.2021	01.01.2022	01.04.2022	01.07.2022	01.10.2022	01.01.2023	01.02.2023
Структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности	-204	-1 691	-280	-2 384	-1 132	-2 810	-3 215
Требования Банка России к кредитным организациям	976	909	2 484	280	1 479	1 808	2 240
Операции на аукционной основе	847	116	2 298	171	166	1 492	2 065
– операции репо и «валютный своп»	847	116	2 298	171	166	1 492	2 065
Операции по фиксированным процентным ставкам	129	793	186	109	1 312	317	175
– операции репо и «валютный своп»	118	3	92	10	10	8	0
– обеспеченные кредиты	10	790	94	99	1 303	309	175
Требования кредитных организаций к Банку России	1 796	2 804	3 108	3 180	2 955	4 949	5 801
Депозиты	1 221	2 804	3 108	3 180	2 955	4 949	5 801
– на аукционной основе	844	1 626	–	1 838	1 664	3 621	4 469
– по фиксированной процентной ставке	377	1 178	3 108	1 341	1 291	1 328	1 332
Купонные облигации Банка России (КОБР)	575	–	–	–	–	–	–
Регулярные операции на возвратной основе, не относящиеся к стандартным инструментам денежно-кредитной политики Банка России*	616	204	343	516	344	331	346

* К данному типу операций относятся специализированные инструменты рефинансирования Банка России, кредиты, предоставленные Банком России в рамках безотзывных кредитных линий, операции «валютный своп» по продаже Банком России долларов США и евро за рубли.

Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ СТРУКТУРНОГО ПРОФИЦИТА ЛИКВИДНОСТИ НА КОНЕЦ 2023 Г. БУДЕТ ОПУБЛИКОВАН В ФЕВРАЛЬСКОМ ВЫПУСКЕ ДОКЛАДА О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ
(ТРЛН РУБ.)

Табл. 3

	2021 г.	2022 г.	Январь 2023 г.
1. Факторы формирования ликвидности	1,6	1,5	-0,5
– изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции*	2,3	3,2	-0,7
– изменение наличных денег в обращении	-0,7	-2,3	0,2
– интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке	–	-0,1	–
– регулирование обязательных резервов кредитных организаций в Банке России	-0,1	0,7	0,0
2. Изменение свободных банковских резервов (корреспондентских счетов)** (спрос)	0,1	0,3	-0,9
3. Изменение требований кредитных организаций по депозитам в Банке России и КОБР	1,0	2,1	0,9
4. Изменение задолженности по операциям рефинансирования Банка России	-0,5	1,0	0,4
Структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности	-1,7	-2,8	-3,2

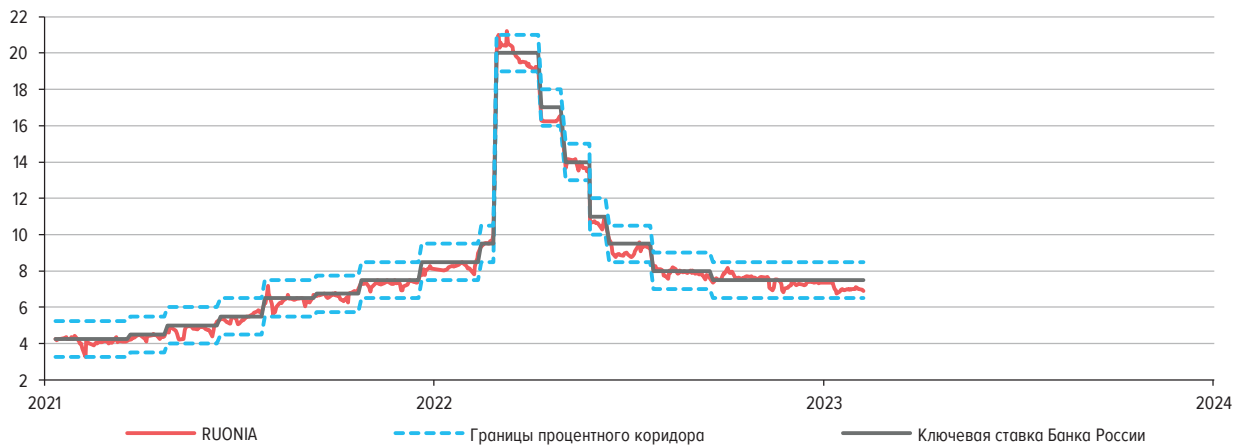
* Включая операции по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации бюджетного правила и прочие операции.

** 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
(%)

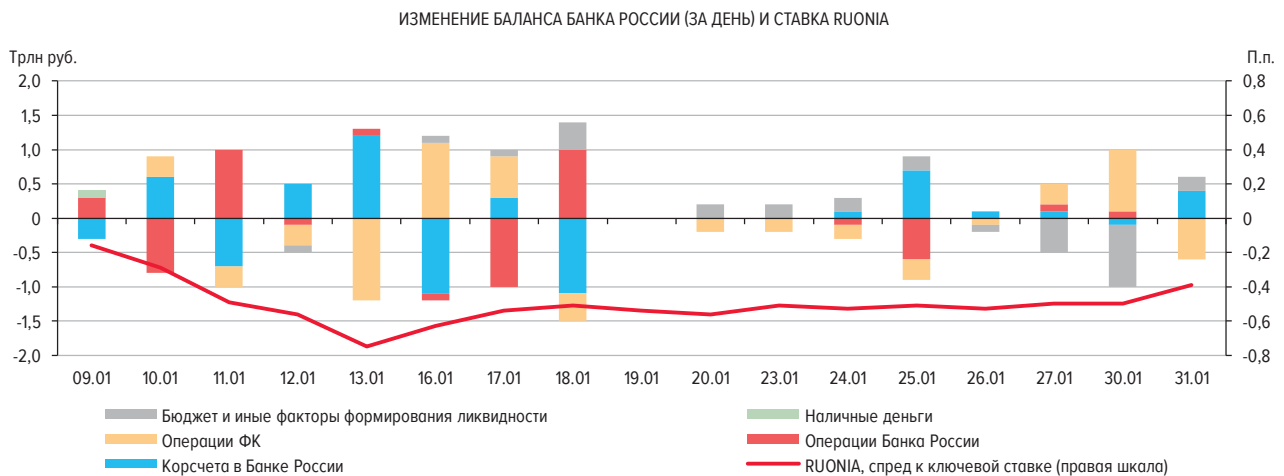
Рис. 2



Примечание. Дата отсечения данных – 07.02.2023.
Источник: расчеты Банка России.

В ЯНВАРЕ 2023 Г. ОПЕРАЦИИ ФК ПРИВЕЛИ К ОТТОКУ ЛИКВИДНОСТИ ИЗ БАНКОВ

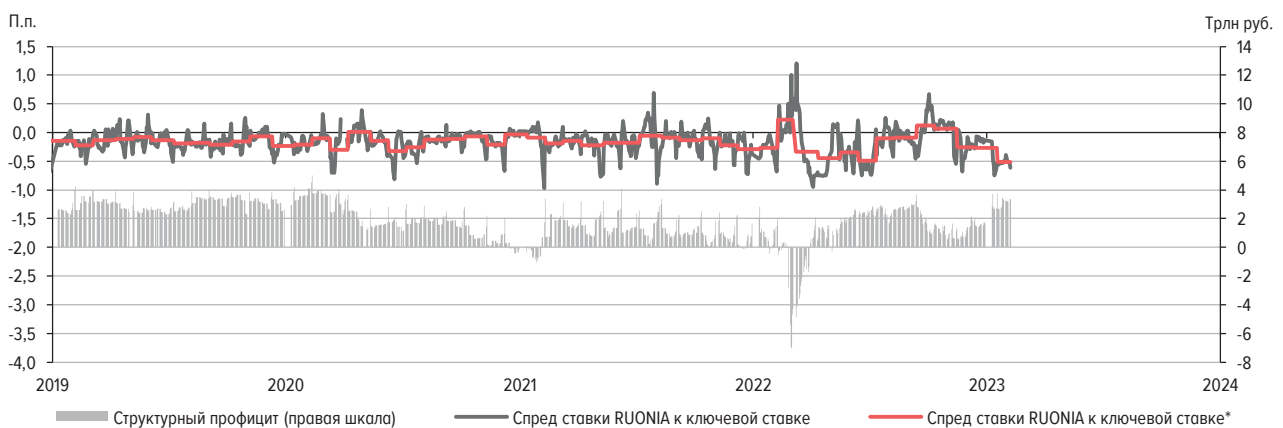
Рис. 3



Источник: расчеты Банка России.

СПРЕД СТАВКИ RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ БАНКА РОССИИ РАСШИРИЛСЯ

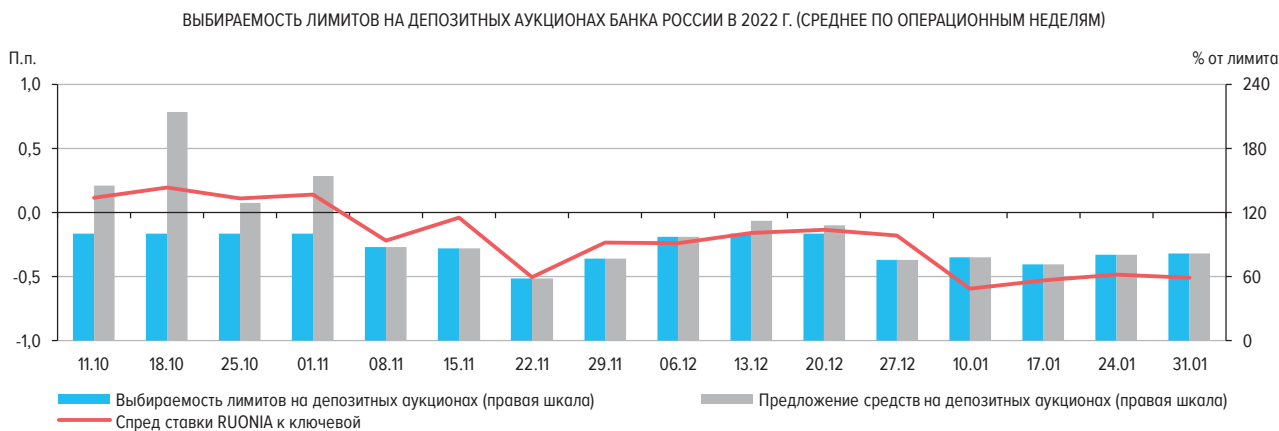
Рис. 4



Примечание. Дата отсечения данных – 07.02.2023.
* Среднее по периодам усреднения.
Источник: расчеты Банка России.

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

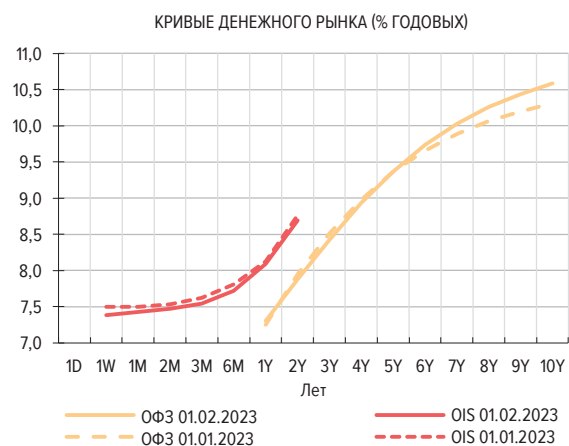
Рис. 5



Примечание. 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. Дата отсечения данных – 07.02.2023.
Источник: расчеты Банка России.

В ЯНВАРЕ СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА ПОЧТИ НЕ ИЗМЕНИЛИСЬ

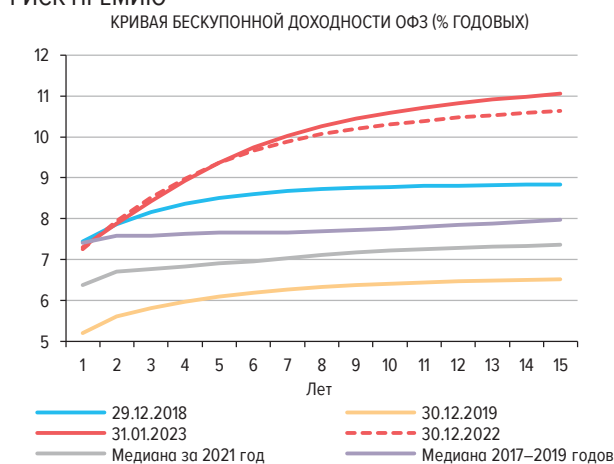
Рис. 6



* Для построения кривой IRS на сроках до 1 года используются ставки MosPrime соответствующей срочности.
Источники: Sbonds, НФА, расчеты Банка России.

ДОХОДНОСТИ ОФЗ НА ДЛИННЫХ СРОКАХ УМЕРЕННО ВЫРОСЛИ, ОТРАЖАЯ ПОВЫШЕННУЮ РИСК-ПРЕМИЮ

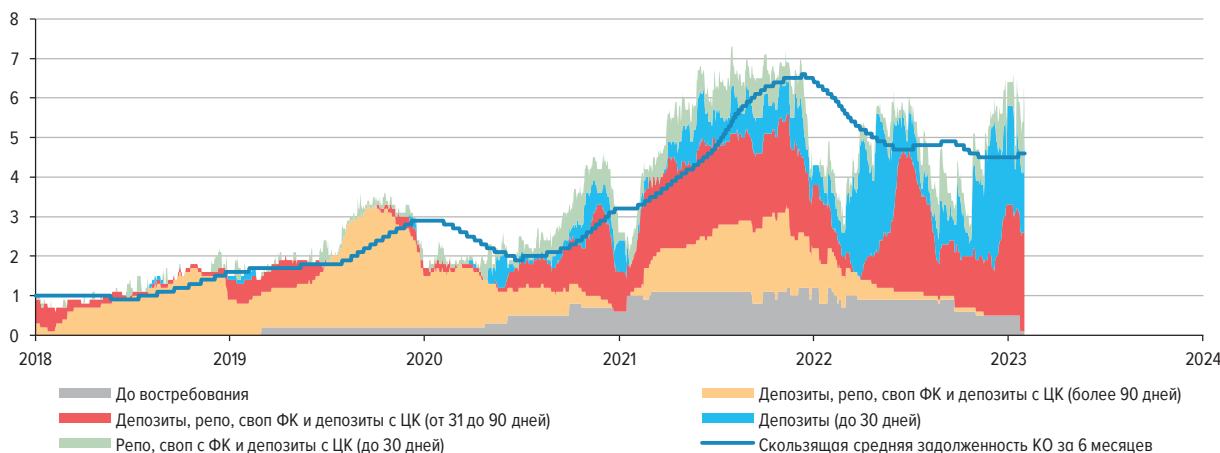
Рис. 7



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

В ЯНВАРЕ 2023 Г. ЗАДОЛЖЕННОСТЬ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ ПЕРЕД ФК СОКРАТИЛАСЬ НА 0,6 ТРЛН РУБЛЕЙ (ТРЛН РУБ.)

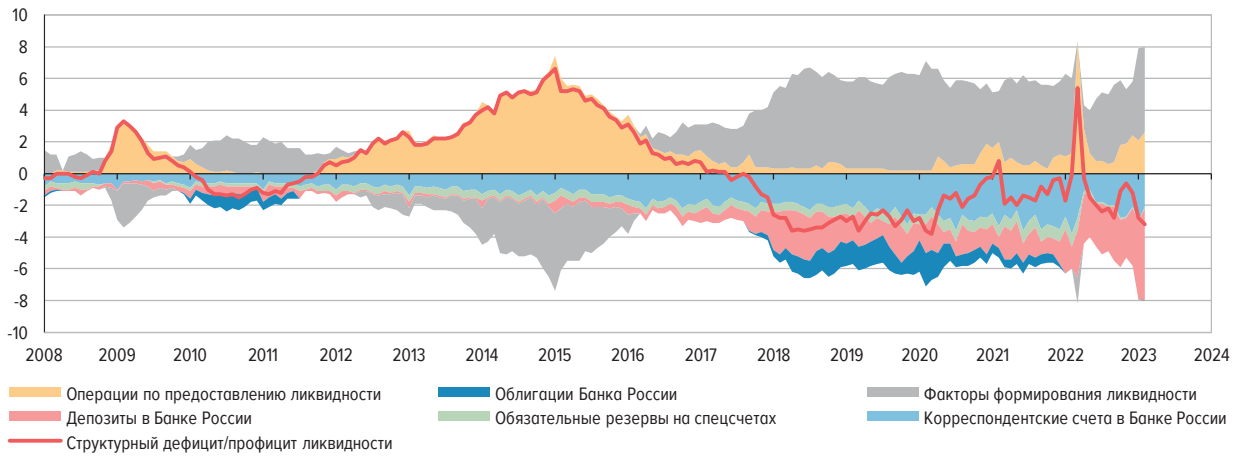
Рис. 8



Источники: Федеральное казначейство, расчеты Банка России.

БАЛАНС БАНКА РОССИИ
(ТРЛН РУБ.)

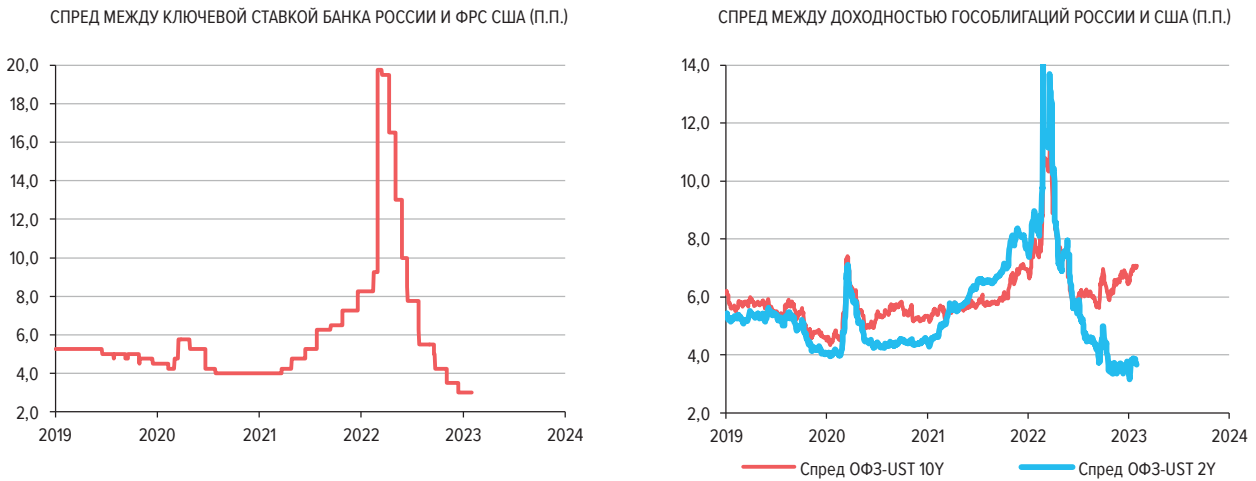
Рис. 9



Источник: расчеты Банка России.

СПРЕД МЕЖДУ ДОХОДНОСТЬЮ ГОСОБЛИГАЦИЙ РОССИИ И США НЕ ИЗМЕНИЛСЯ

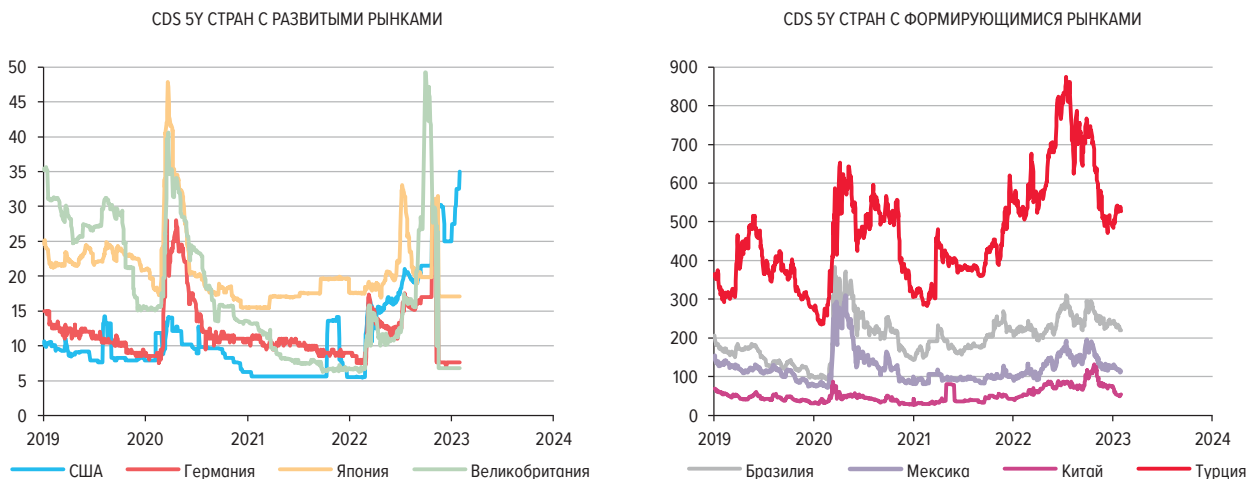
Рис. 10



Источники: ПАО Московская Биржа, *Sbonds*, расчеты Банка России.

CDS-СПРЕДЫ В БОЛЬШИНСТВЕ СТРАН ОСТАВАЛИСЬ НА ПРЕЖНИХ УРОВНЯХ
(Б.П.)

Рис. 11



Источники: *Sbonds*, расчеты Банка России.

ВАЛютный и Долевой сегменты Российского финансового рынка демонстрировали позитивную динамику Табл. 4

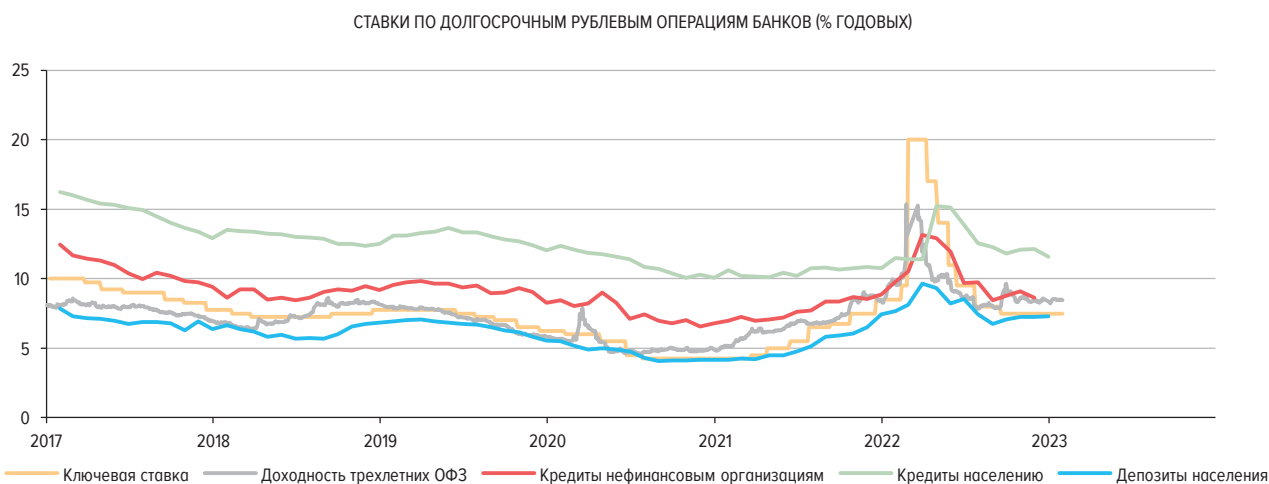
Показатель		31.01.2023	1М	3М	6М	YTD	1Y
Российский финансовый рынок («+» – положительная динамика, «-» – негативная динамика)							
Курс рубля к доллару США		69,82	0,1	-13,6	-15,8	0,1	10,3
Индекс МосБиржи, б.п.		2 217	2,9	2,3	3,7	2,9	-36,5
Индекс РТС, б.п.		992	2,3	-10,7	-11,1	2,3	-29,5
Доходность государственных облигаций, %		9,71	10	20	122	10	18
Доходность корпоративных облигаций, %		9,71	-1	33	71	-1	-58
Доходность региональных облигаций, %		9,29	27	25	62	27	-74
RVI, п.		32	-7	-14	-27	-7	-22
Курсы валют (за долл. США, изменение в %, «+» – укрепление, «-» – ослабление)							
ПРС*	Индекс доллара США	102,10	-1,4	-8,5	-3,9	-1,4	5,0
	Евро	1,09	1,6	10,0	6,9	1,6	-2,5
	Японская иена	130,15	-0,8	-12,5	-2,3	-0,8	13,0
	Фунт стерлингов	1,23	2,0	7,5	1,3	2,0	-7,9
СФР	Рубль	69,82	0,1	-13,6	-15,8	0,1	10,3
	Бразильский реал	5,07	4,0	2,0	3,9	4,0	5,5
	Мексиканское песо	18,83	3,4	4,9	9,4	3,4	9,4
	Китайский юань	6,75	2,1	7,5	0,0	2,1	-6,0
	Турецкая лира	18,81	-0,5	-1,0	-4,8	-0,5	-38,8
	ЮАР	17,40	-2,4	5,2	-3,4	-2,4	-11,7
Доходность 10-летних облигаций (% годовых, изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	3,52	-36	-58	77	-36	174
	Германия	2,28	-28	14	147	-28	233
	Япония	0,47	6	23	30	6	30
	Великобритания	3,33	-34	-18	152	-34	209
СФР	Россия	10,59	28	41	171	28	110
	Бразилия	13,16	40	110	40	40	171
	Мексика	9,01	-35	-120	20	-35	105
	Китай	2,94	6	28	19	6	21
	Турция	10,75	98	-49	-699	98	-1 280
	ЮАР	9,68	-51	-119	-66	-51	25
CDS-спреды 5Y (б.п., изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	35	10	8	15	10	23
	Германия	8	0	-20	-8	0	1
	Япония	17	0	-13	-8	0	0
	Великобритания	7	0	-23	-10	0	-3
СФР	Бразилия	219	-21	-42	-49	-21	1
	Мексика	115	-10	-40	-41	-10	12
	Китай	54	-21	-71	-33	-21	3
	Турция	528	38	-106	-236	38	12
	ЮАР	252	5	-47	-35	5	41
Индексы акций (п., изменение в %, «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	S&P 500	4 077	6,18	5,2	-0,4	6,2	-8,0
	Stoxx 600	453	6,67	9,9	3,9	6,7	-2,7
	Nikkei 225	27 327	4,69	-0,9	-1,0	4,7	2,3
	FTSE 100	7 772	4,29	9,5	4,9	4,3	4,1
СФР	MSCI EM	1 031	7,85	21,6	4,8	7,9	-13,4
	Bovespa	113 431	3,37	-2,2	9,7	3,4	1,4
	IPC Mexico	54 564	12,59	9,3	16,3	12,6	7,7
	SSE Composite	3 256	5,39	12,5	2,2	5,4	-3,1
	BIST 100	4 977	-9,67	25,1	88,0	-9,7	150,9
	FTSE/JSE	79 477	8,80	19,2	16,9	8,8	8,2

* Промышленно развитые страны.

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

В КРЕДИТНО-ДЕПОЗИТНЫХ СТАВКАХ В ДЕКАБРЕ ПРЕОБЛАДАЛА ПОНИЖАТЕЛЬНАЯ ДИНАМИКА

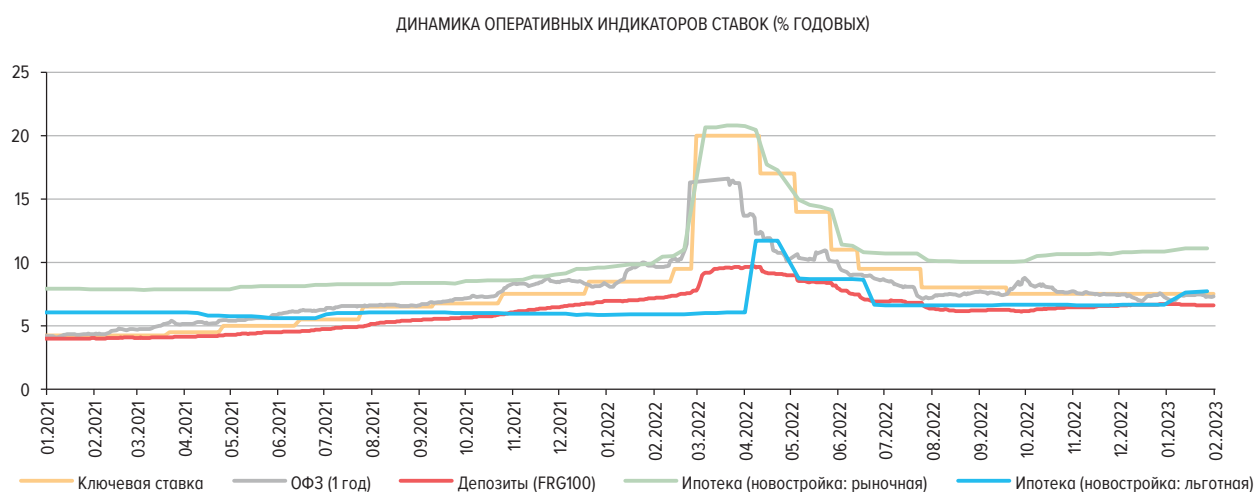
Рис. 12



Источник: Банк России.

ОПЕРАТИВНЫЕ ОЦЕНКИ СВИДЕТЕЛЬСТВУЮТ О СТАБИЛЬНОЙ ДИНАМИКЕ СТАВОК В ЯНВАРЕ

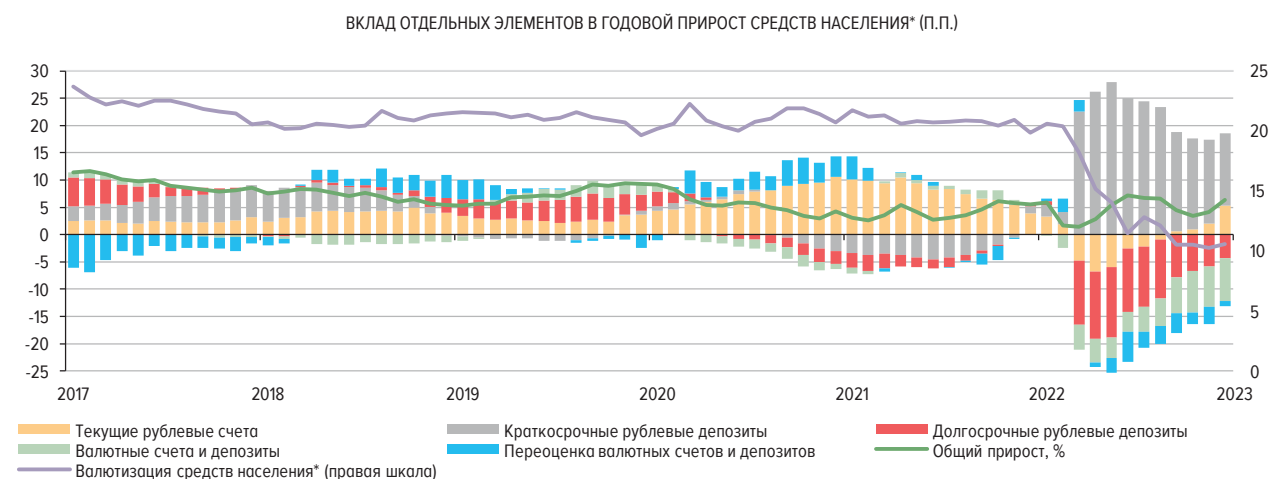
Рис. 13



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

В ДЕКАБРЕ НАБЛЮДАЛОСЬ УВЕЛИЧЕНИЕ ПРИТОКА СРЕДСТВ НАСЕЛЕНИЯ В БАНКИ

Рис. 14

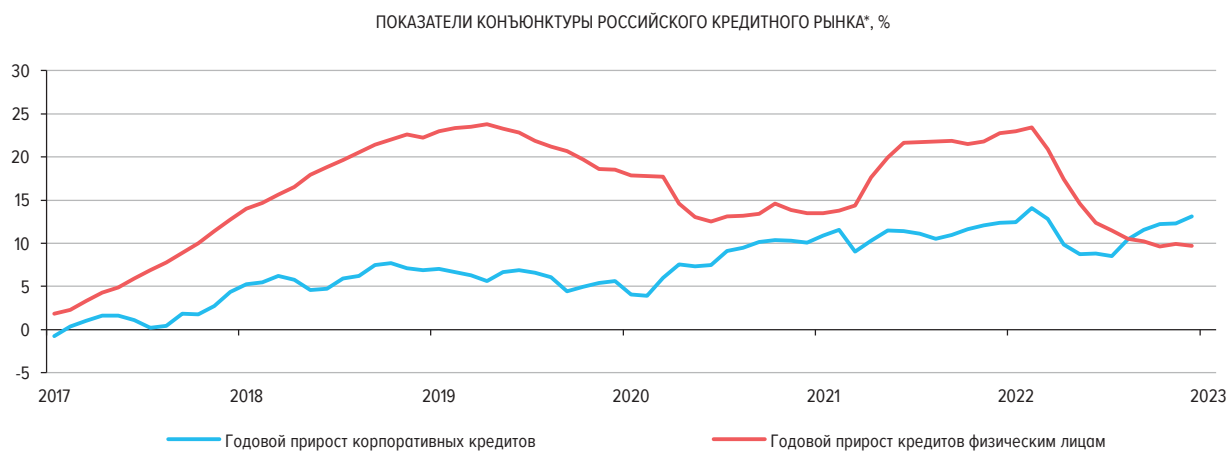


* Исключая счета эскроу.

Источник: расчеты Банка России.

КОРПОРАТИВНОЕ КРЕДИТОВАНИЕ В ДЕКАБРЕ АКТИВИЗИРОВАЛОСЬ

Рис. 15

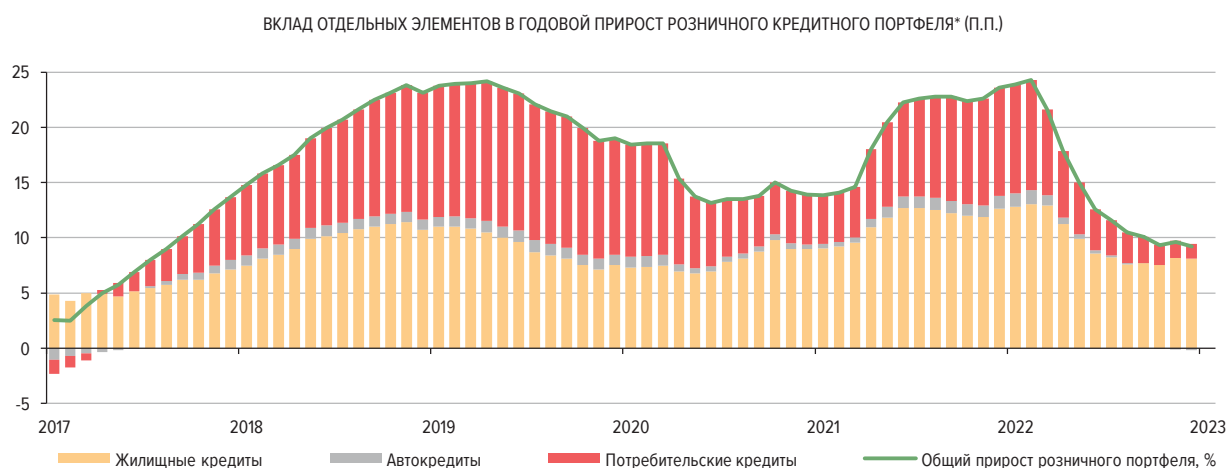


* С 01.02.2021 портфели корпоративных кредитов и кредитов населению включают в себя приобретенные права требования. Приросты портфелей посчитаны с исключением приобретенных прав требования.

Источник: расчеты Банка России.

ПРИРОСТ РОЗНИЧНОГО КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ БЫЛ ОБЕСПЕЧЕН ИПОТЕКОЙ

Рис. 16

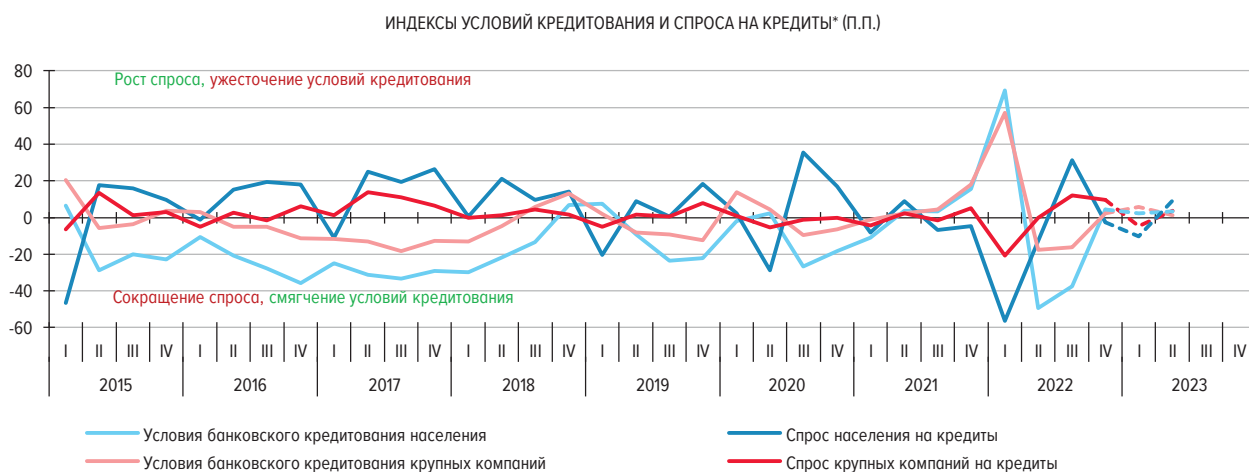


* По кредитам, сгруппированным в портфели однородных ссуд.

Источник: расчеты Банка России.

УСЛОВИЯ БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ МОГУТ ПРОДОЛЖИТЬ УМЕРЕННО УЖЕСТОЧАТЬСЯ ДО СЕРЕДИНЫ 2023 ГОДА

Рис. 17



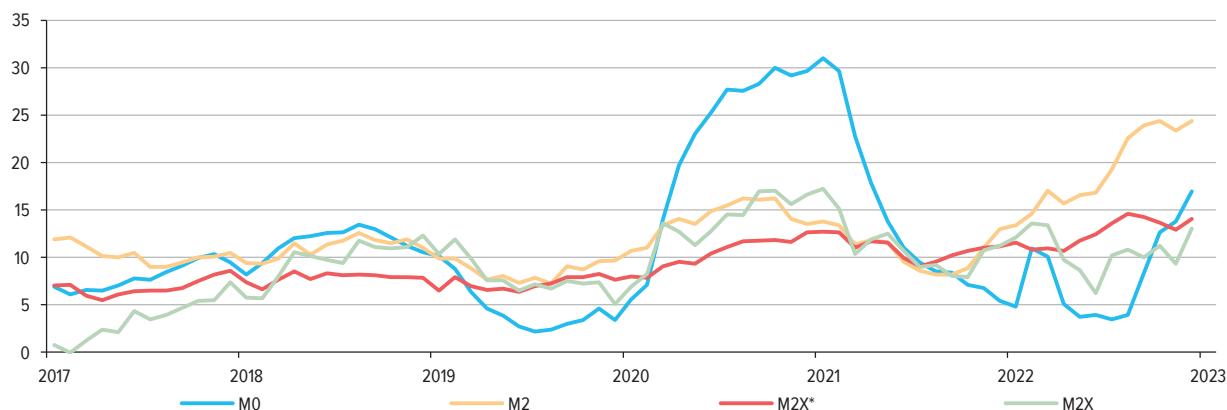
* Пунктиром обозначены ожидания банков-респондентов относительно изменений условий кредитования и спроса на кредиты в IV квартале 2022 года.

Источник: Банк России.

ДЕНЕЖНАЯ МАССА В ДЕКАБРЕ УСКОРИЛАСЬ

Рис. 18

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ ОСНОВНЫХ АГРЕГАТОВ ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ (%)



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

ИНДИКАТОРЫ КРЕДИТНОГО И ДЕПОЗИТНОГО РЫНКОВ

Табл. 5

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

* Исключая счета эскроу.

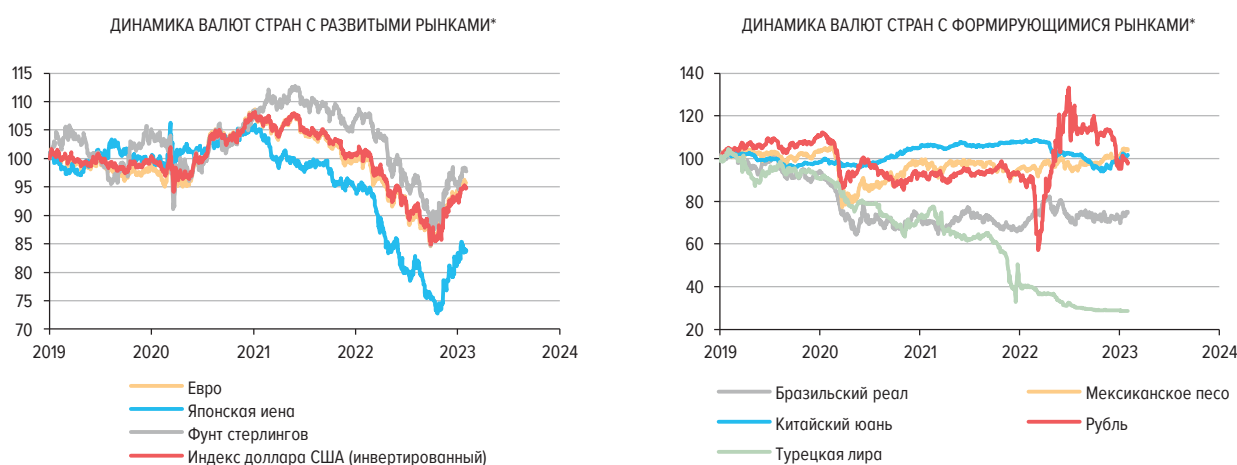
** с 01.02.2021 портфели корпоративных кредитов и кредитов населению включают в себя приобретенные права требования. Приросты портфелей посчитаны с исключением приобретенных прав требования.

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 ЯНВАРЕ ДОЛЛАР США НЕСКОЛЬКО ОСЛАБИЛСЯ
(02.01.2019 = 100)

Рис. 19



* По отношению к доллару США. Обратные котировки.
Источники: Sbonds, расчеты Банка России.

К КОНЦУ ЯНВАРЯ РУБЛЬ УКРЕПИЛСЯ К ВАЛЮТАМ ОСНОВНЫХ ТОРГОВЫХ ПАРТНЕРОВ
(02.01.2019 = 100)

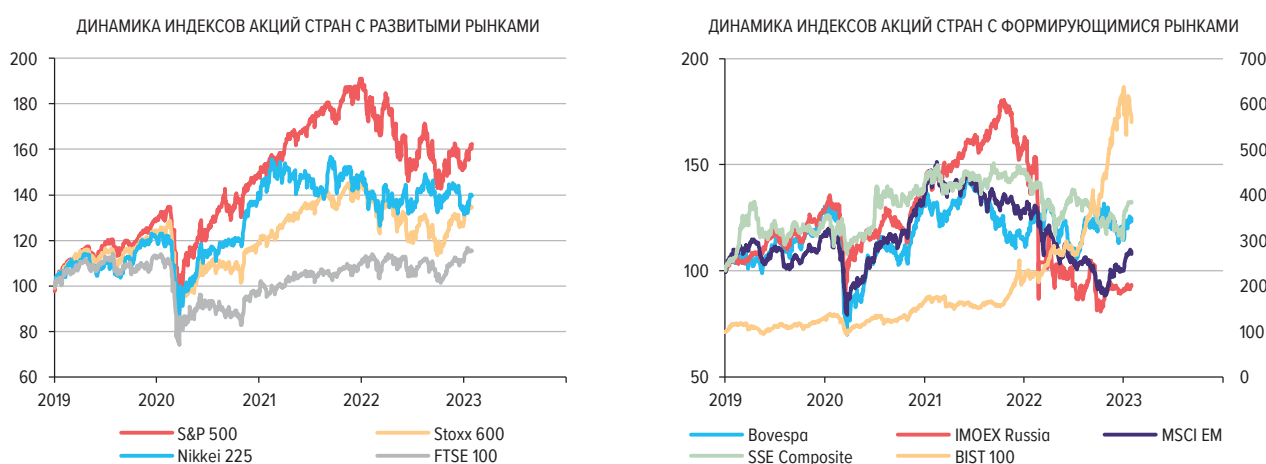
Рис. 20



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

ИНДЕКСЫ АКЦИЙ ПРЕИМУЩЕСТВЕННО РОСЛИ
(02.01.2019 = 100)

Рис. 21



Примечание. Индексы акций указаны в национальных валютах.
Источники: Sbonds, расчеты Банка России.

Даты отсечения данных:

- в разделе «Денежный рынок и ставки овернайт (RUONIA)» – 31.01.2023;
- в разделах «Кривые доходностей денежного и долгового рынков» и «Другие сегменты финансового рынка» – 31.01.2023;
- в разделе «Кредитно-депозитный рынок» – 01.01.2023.

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