



Банк России



Август 2022 года

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ И ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Информационно-аналитический комментарий

Москва
2022

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ И ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ (АВГУСТ 2022 Г.)

- По оценкам Банка России, в августе денежно-кредитные условия в среднем смягчились, прежде всего за счет снижения ставок на кредитно-депозитном рынке в течение июля – августа и волатильности на денежном и валютном рынках.
- В среднем за августовский период усреднения (ПУ) спред RUONIA к ключевой ставке составил -9 б.п. (в июльском ПУ: -10 б.п.). Близость ставок овернайт денежного рынка в сегменте МБК к ключевой ставке обеспечивает эффективность влияния решений Банка России по ключевой ставке на изменение ставок в экономике и достижение целей по инфляции.
- В августе доходности долгового рынка выросли, что могло объясняться ожиданиями выхода Минфина России на первичный рынок в сентябре, опасениями существенных продаж со стороны нерезидентов из дружественных стран, а также тенденциями на глобальных рынках.
- По сравнению с июлем месячная историческая волатильность рубля снизилась почти в два раза, однако риски ее роста сохраняются.
- Смягчение денежно-кредитных условий на фоне некоторого повышения уверенности как кредиторов, так и заемщиков способствовало росту рублевого кредитования и денежного предложения. Расширение денежной массы также происходило за счет поступления денег в экономику по бюджетному каналу.

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*), возможно-

сти заемщиков предоставить качественное обеспечение, а банков – наращивать кредитование (*кредитный и балансовый каналы*), а также на богатство инвесторов (*канал благосостояния*) и курс рубля (*валютный канал*)¹.

Через любой из этих каналов рост рыночных ставок сдерживает спрос и инфляцию, а снижение – стимулирует, создавая условия для увеличения инфляции. 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 настоящем материале кратко охарактеризованы работа денежно-кредитной трансмиссии и условия ее функционирования.

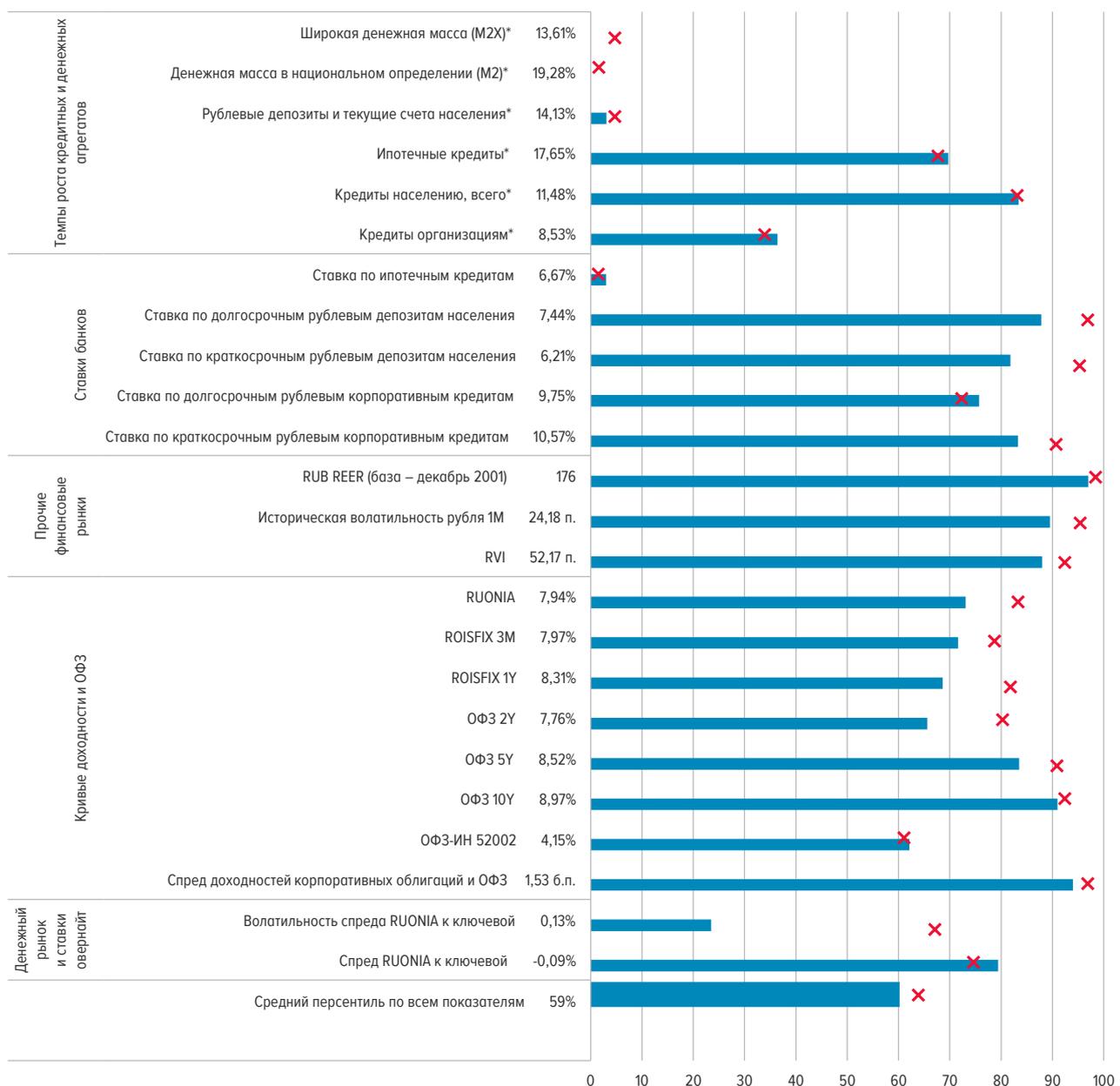
¹ См. [Приложение 1 к Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов](#).

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

По итогам августа денежно-кредитные условия (ДКУ) в среднем смягчились на фоне снижения ставок и волатильности денежного и долгового рынков в связи с постепенной подстройкой российской экономики под изменившиеся макроусловия (рис. 1). Принятое Советом директоров Банка России решение о снижении ключевой ставки на 150 б.п., до 8%, в конце июля повлияло на смягчение ДКУ в августе. При условии спокойной рыночной конъюнктуры ожидается дальнейшее постепенное смягчение ДКУ, в том числе в результате трансмиссии ранее принятых решений о снижении ключевой ставки.

В АВГУСТЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ СМЯГЧИЛИСЬ

Рис. 1



* По показателям посчитан обратный перцентиль.

Примечание. График отражает текущий уровень показателя (в персентилях) относительно распределения значений с 2017 года.

Источник: расчеты Банка России.

ПРОЦЕНТНЫЙ КАНАЛ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

1. Ключевая ставка

В августе заседание Совета директоров Банка России, на котором рассматривается вопрос об уровне ключевой ставки, не проводилось. Следующее заседание было запланировано на 16 сентября 2022 года. В течение месяца ключевая ставка оставалась на прежних уровнях – 8% годовых – после июльского снижения на 150 базисных пунктов.

Согласно индикаторам финансового рынка по состоянию на конец августа 2022 г., участники рынка ожидают среднюю ключевую ставку за 2022 г. в диапазоне 7,75–8,00% (табл. 1).

В АВГУСТЕ АНАЛИТИКИ СНИЗИЛИ ОЖИДАНИЯ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

Табл. 1

Ожидания по ключевой ставке на базе рыночных индикаторов (инструмент)	Декабрь 2022 года	Июнь 2023 года
ROISFIX	7,75 (7,75)	8,00 (7,75)
Ожидания аналитиков по ключевой ставке*	Среднее за 2022 год	Среднее за 2023 год
Опрос Банка России	10,5 (11,0)	6,8 (7,5)

* Даты проведения опроса: 31 августа – 6 сентября 2022 года. В скобках – результаты опроса 6–12 июля 2022 года.
Источники: расчеты Банка России, НФА.

2. Денежный рынок и ставки овернайт (RUONIA)

За августовский ПУ обязательных резервов (ОР) спред ставки RUONIA¹ – операционного ориентира Банка России – к ключевой ставке Банка России² составил -9 б.п. (в июльском ПУ: -10 б.п., с начала года: -24 б.п.) (рис. 4). Волатильность спреда снизилась до 13 б.п. (в июльском ПУ: 19 б.п., с начала года: 37 б.п.).

Структурный профицит ликвидности в среднем за августовский ПУ увеличился до **2,8 трлн руб.** (за июльский ПУ: 2,5 трлн руб.). На начало сентября структурный профицит ликвидности составил 2,8 трлн руб. (табл. 2).

В августовском ПУ ставка RUONIA формировалась вблизи ключевой ставки, а волатильность спреда снизилась из-за более равномерного, чем в прошлом ПУ, выполнения банками усреднения ОР. Это произошло по нескольким причинам. Во-первых, в августе – начале сентября на стратегию усреднения ОР не оказывали влияние ожидания банков по изменению ключевой ставки, как это было в июльском ПУ. Во-вторых, Федеральное казначейство (ФК) в дни уплаты налогов оперативно компенсировало отток ликвидности из банков с помощью своих операций по размещению бюджетных средств³. При этом в отдельные дни спред принимал положительное значение из-за временного роста спроса крупных участников на краткосрочные заимствования в сегменте МБК. В последний день ПУ многие банки выполнили усреднение ОР.

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 Обычно в налоговый период стоимость заимствований в сегменте МБК увеличивается, из-за того что возврат ликвидности в банки в виде расходов и операций ФК происходит не сразу, а с лагом в несколько дней.

Чтобы сблизить ставку RUONIA с ключевой ставкой, Банк России провел депозитный аукцион «тонкой настройки».

Объем операций в обеспеченном сегменте репо на Московской Бирже несколько снизился. Кроме того, увеличился объем операций в сегменте МБК на сроки, превышающие овернайт. Это может быть связано с постепенным ростом определенности банков относительно будущих потоков ликвидности. При этом в сегменте МБК количество участников по-прежнему меньше, чем в начале года. Отдельные банки предпочитают использовать депозиты Банка России постоянного действия как более надежный краткосрочный инструмент для размещения избыточной ликвидности, и это ограничивает рост объема предложения на денежном рынке.

В августе 2022 г., как и месяцем ранее, расходы бюджета⁴ год к году увеличились, а доходы продолжили снижаться. На рост расходов повлияло в том числе размещение средств Фонда национального благосостояния (ФНБ) в акции АО «ГТЛК»⁵. Доходы снизились преимущественно из-за сокращения поступлений дивидендов и таможенных платежей. В результате сформировался дефицит бюджета. При этом ФК в августе снизило объем размещения средств в банках, что сгладило влияние бюджетных и прочих операций на ликвидность. Спрос на наличные деньги в августе сохранялся вблизи своих сезонных значений и привел к оттоку ликвидности в размере 0,1 трлн рублей.

Прогноз структурного профицита ликвидности на конец 2022 г. составляет 3,2–3,8 трлн рублей⁶.

3. Кривые доходностей денежного и долгового рынков

Кривая OIS (ROISFIX)⁷. В августе кривая ROISFIX вновь показала движение вниз, однако менее значительное, чем в предыдущие периоды. Доходности срочностью 1 и 2 недели снизились на 6–8 б.п., а свыше 1 месяца – на 2–6 б.п. (рис. 6). Участники рынка ожидали сохранения ключевой ставки вблизи текущих уровней в среднесрочной перспективе, несмотря на дезинфляционные тенденции. Это отражает оценку рынком низких темпов роста цен как временных и возможность усиления инфляционного давления в ближайшее время.

Кривая RUSFAR. По состоянию на конец августа ставка RUSFAR 3М снизилась на 9 б.п., до 7,8%. Согласно рыночному индикатору, в ближайшем квартале участники рынка ожидают сохранения ключевой ставки в диапазоне 7,75–8,00%, принимая во внимание сложившийся баланс дезинфляционных и проинфляционных факторов.

Кривая доходности ОФЗ. В августе кривая бескупонной доходности скорректировалась вверх по всей длине, наиболее существенно – на коротких сроках (рис. 10): ОФЗ 1Y – 7,69% (+50 б.п.); ОФЗ 2Y – 7,84% (+32 б.п.); ОФЗ 5Y – 8,51% (+14 б.п.); ОФЗ 10Y – 9,11% (+22 б.п.). Это обусловлено ростом доходностей на мировых рынках из-за опасений глобальной рецессии и ожиданий дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики в развитых странах. Спред между доходностью 10- и 2-летних ОФЗ сузился до 127 б.п. (138 б.п. на конец июля) за счет более интенсивного роста короткого участка. Наклон кривой оставался завышенным относительно медианного уровня с 2017 г. (64 б.п.), демонстрируя, что рынок не закладывал существенного снижения ключевой ставки на ожиданиях разворота дезинфляционного тренда.

В условиях отсутствия краткосрочных драйверов для роста котировок активность инвесторов на рынке ОФЗ была невысокой. В августе среднедневной оборот составил в среднем 11,2 млрд руб. (16,5 млрд руб. в июле). Наиболее активные торги проходили в первой половине месяца на фоне опасений по поводу допуска нерезидентов из дружественных стран на рынок и существенных продаж с их стороны. Последние две недели августа оставались

⁴ В настоящем разделе бюджетные доходы и расходы представлены по данным платежной системы Банка России.

⁵ [О результатах размещения средств Фонда национального благосостояния.](#)

⁶ См. [Доклад о денежно-кредитной политике. № 3 \(39\). Июль 2022 года.](#)

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

преимущественно спокойными. Значительных изменений в структуре держателей ОФЗ также не происходило. Несколько повышенный спрос на среднесрочные ОФЗ-ПД наблюдался со стороны небанковских организаций, что могло объясняться завышенными доходностями на данном участке кривой. Давление на рынок ОФЗ в этот период оказывали ожидания выхода Минфина России на первичный рынок в сентябре⁸.

Первичный рынок ОФЗ. Во второй половине сентября планируется возобновление активности Минфина России на первичном рынке в связи с макроэкономической стабилизацией. Однако масштаб привлечений ожидается ниже уровней, установленных законом⁹ (не более 10–30 млрд руб.), поэтому основными источниками финансирования дефицита бюджета и погашений по долгу остаются средства ФНБ и иные ликвидные остатки средств бюджета на счетах в банковской системе.

Вмененная инфляция. По итогам августа вмененная инфляция из ОФЗ-ИН 52002 (2028 г.) практически не изменилась – 4,78% (4,8% месяцем ранее), оставаясь на уровне, превышающем целевое значение. Такая вмененная инфляция оказывает давление на дальний конец ОФЗ-ПД, вследствие чего доходности ОФЗ 10Y продолжают оставаться около 9%.

4. Рынок корпоративных облигаций

Вторичный рынок. Отражая динамику доходности ОФЗ, по итогам августа средняя доходность корпоративных облигаций несущественно выросла. Индекс IFX-Cbonds составил 9,19% (+7 б.п.), оставаясь вблизи минимумов второй половины января этого года. Спред к доходности государственных облигаций в течение месяца сузился на 37 б.п., до 148 б.п. (185 б.п. на конец июля), демонстрируя стабилизацию макроэкономической ситуации и снижение риск-премии, которая тем не менее остается на повышенном уровне по сравнению с 2021 г. (36 б.п. в среднем за 2021 г.). В краткосрочной перспективе спрос на корпоративные бумаги будет поддерживаться за счет снижения ставок по депозитам на фоне смягчения денежно-кредитной политики.

Первичный рынок. С мая наблюдалось постепенное восстановление эмиссионной активности после резкого ухудшения конъюнктуры долгового рынка с января по апрель. В августе объем новых выпусков вырос почти в 2,5 раза, до 460 млрд руб. (192 млрд руб. в июле), причем около половины от общего объема размещений было доступно для широкого круга инвесторов (220 млрд руб. в августе, 175 млрд руб. в июле). Основными эмитентами долга являлись компании реального сектора, в частности телекоммуникационного и энергетического, однако крупные финансовые организации также проявляли активность. В структуре заемщиков присутствовали компании реального сектора, которые с целью снижения операционных рисков, разместили облигации не в основных резервных валютах (доллар США, евро), а в китайских юанях.

5. Кредитно-депозитный рынок

Депозитные ставки. После снижения ключевой ставки 22 июля на 1,5 п.п. и, как следствие, снижения кривой доходности ОФЗ банки активно пересматривали ставки по своим депозитным продуктам. Это привело к снижению в июле среднерыночных рублевых ставок по розничным вкладам в краткосрочном¹⁰ и долгосрочном сегментах на 0,8 и 1,1 п.п. соответственно (рис. 12).

⁸ Впервые с февраля этого года Минфин России вышел на первичный рынок долга 14 сентября, предложив классический выпуск ОФЗ-ПД на 10 млрд руб. с погашением в 2031 году. Весь предлагавшийся объем ушел в рынок при спросе в 24,8 млрд рублей.

⁹ См. [Федеральный закон от 06.12.2021 № 390-ФЗ «О федеральном бюджете на 2022 год и на плановый период 2023 и 2024 годов»](#).

¹⁰ Под краткосрочными понимаются депозиты по всем срокам до года, кроме «до востребования», под долгосрочными – по всем срокам свыше года.

По данным оперативного мониторинга, в августе банки уже не столь массово снижали депозитные ставки в связи с ожидаемым участниками рынка незначительным снижением либо сохранением ключевой ставки в ближайшие месяцы на неизменном уровне и возросшей конкуренцией за устойчивое фондирование. В результате индекс доходности депозитов на срок 1 год FRG100¹¹ за месяц опустился лишь на 0,2 п.п. после уменьшения на 0,5 п.п. в июле (рис. 13). Это позволяет ожидать стабилизации депозитных ставок вблизи текущих уровней в краткосрочной перспективе, прежде всего в сегменте вкладов на сроки свыше года, тогда как по депозитам на сроки до 1 года пространство для снижения ставок пока сохраняется.

Депозитные операции. В июле склонность населения к сберегательному поведению незначительно уменьшилась¹²: приток средств в банки¹³ сохранился, но был слабее, чем месяцем ранее, из-за продолжающегося снижения депозитных ставок, сезонных трат в период отпусков, подготовки к учебному году и сокращения валютных остатков на счетах и депозитах. Сохранилась тенденция к перетоку средств с рублевых краткосрочных вкладов, открытых в марте – апреле по высоким ставкам, на текущие счета и долгосрочные депозиты. При этом депозиты на срок до 1 года все еще обеспечивали основной вклад в годовой прирост¹⁴ средств населения в банках, который по итогам июля составил 6,7% против 7,2% месяцем ранее (рис. 14).

Заинтересованность населения в размещении сбережений на валютных вкладах осталась низкой в связи с непривлекательными ставками по таким депозитам и комиссиями, введенными отдельными банками, за обслуживание валютных счетов. Это способствовало сохранению показателя валютизации вблизи исторического минимума: по итогам июля валютизация средств населения составила 12,8%, увеличившись на 1,4 п.п. из-за переоценки валютных сбережений при некотором ослаблении рубля. Часть сбережений физических лиц по-прежнему направлялась на приобретение недвижимости: объем поступлений средств на счета эскроу продолжил рост по мере восстановления оборотов ипотечного рынка.

В ближайшие месяцы можно ожидать сохранения притока сбережений населения в банки и дальнейшего восстановления интереса физических лиц к долгосрочным вкладам с учетом ограниченного потенциала для снижения ставок по таким депозитам и стабилизации инфляции и инфляционных ожиданий.

Кредитные ставки. В июле – августе банки снижали ставки по кредитам, реагируя на изменения ставок денежного и фондового рынков, следующих за понижением ключевой ставки в предыдущие месяцы. Скорость снижения ставок несколько уменьшилась по сравнению с июнем, что может в целом сигнализировать об ослаблении ожиданий дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. В некоторых сегментах рынка, в которых банки изначально слабо отреагировали на повышение ключевой ставки или оперативно снизили кредитные ставки, изменения в целом были незначительными. Ожидания по ставкам на финансовых рынках также свидетельствуют о том, что участники рынка оценивают в настоящее время потенциал снижения ключевой ставки как небольшой (см. подразделы «Ключевая ставка» и «Кривые доходностей денежного и долгового рынков»). В отдельных сегментах рынка значимую роль продолжали играть льготные кредитные программы, и динамика средней ставки была обуслов-

¹¹ Средняя ставка 54 крупнейших депозитных банков по вкладам сроком 1 год на сумму от 100 тыс. руб., по данным информационного агентства Frank RG.

¹² См. «Инфляционные ожидания и потребительские настроения». № 7 (67). Июль 2022 года.

¹³ 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.

¹⁴ 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.

лена не только ценовой политикой банков, но и изменением параметров льготных программ или соотношением объемов рыночного и льготного кредитования.

Ставки по краткосрочным кредитам организациям в июле снизились на 0,9 п.п., по долгосрочным – практически не изменились (рис. 12). Согласно данным оперативного мониторинга, в августе ставки по кредитам организациям плавно снижались. Потенциал снижения рыночных ставок, обусловленный смягчением денежно-кредитной политики, в значительной мере уже реализован (июньские ставки опустились ниже февральских), и в краткосрочной перспективе динамика среднерыночных кредитных ставок будет испытывать влияние других факторов: роста доли рыночных кредитов в оборотах рынка в условиях структурной перестройки экономики, улучшения кредитного качества корпоративных обязательств, стабилизации инфляции и инфляционных ожиданий (и, соответственно, снижения премии за инфляционный риск, включаемой в кредитные ставки).

Ставки в розничном сегменте рынка изменялись неоднородно. Средняя ставка по ипотеке в июле возросла на 0,3 п.п., составив 6,7% годовых. Однако, по данным мониторинга рынка, ставки по стандартной рыночной и льготной ипотеке существенно не изменились (рис. 13). Рост средней ипотечной ставки может быть связан с изменением структуры выдач, в том числе с увеличением доли рыночной ипотеки в объемах рынка (см. пункт «Розничное кредитование»). По оперативным оценкам, в августе снижение ставок по ипотеке также было слабым. Ставки по необеспеченным потребительским кредитам снизились в июле – августе, но пока еще превышали уровень февраля.

Корпоративное кредитование. Корпоративное кредитование в июле продолжало восстанавливаться, но его месячный рост по-прежнему был медленнее, чем в июле 2021 года. В результате годовое изменение корпоративного кредитования¹⁵ составило 8,5% в июле против 8,8% в июне. Расширение корпоративного портфеля по-прежнему происходило за счет рублевых кредитов. Продолжалась девальютизация корпоративного кредитного портфеля: годовое сокращение валютных кредитов в июле составило 12,2%, ускорившись по сравнению со значением в июне. По оперативным данным, в августе рост рублевого кредитования организаций продолжился и даже ускорился.

Росту корпоративного кредитования будут способствовать постепенное расширение спроса, по мере того как у организаций будет формироваться уверенность в устойчивости будущих поставок и заказов. Ограничения со стороны предложения для корпоративного кредитования также не будут значимым фактором, особенно для крупных заемщиков, из-за долгосрочного и устойчивого характера связей между банками и клиентами. В сегментах рынка, связанных с большим кредитным риском, банки могут проводить более консервативную кредитную политику. Однако программы льготного кредитования будут оказывать поддержку отдельным группам корпоративных заемщиков, обеспечивая сохранение их кредитования.

Розничное кредитование. Розничное кредитование в июле также росло (рис. 16). Рост розничного кредитования был поддержан как снижением ставок по кредитам, так и реализацией отложенного спроса. По оперативным оценкам, в августе сохранялась активность в розничном сегменте рынка.

В ипотечном сегменте в июле было выдано кредитов на 40% больше (92 тыс.), чем в июне, объем выдач составил около 340 млрд рублей. В результате ипотечный портфель увеличился в июле на 1,4% (против 0,7% в июне)¹⁶. Кроме того, возрос объем операций во вторичном сегменте рынка, что может быть связано с ростом цен на строящееся жилье, снижающим привлекательность операций в первичном сегменте рынка.

¹⁵ Здесь и далее прирост кредитования нефинансовых и финансовых организаций, а также индивидуальных предпринимателей приведен с исключением приобретенных банками прав требования.

¹⁶ Здесь и далее прирост без учета приобретенных банками прав требования по кредитам физическим лицам.

Портфель необеспеченного потребительского кредитования в июле возрос на 0,7% (на 0,2% в июне), чему могло способствовать восстановление потребительской уверенности. Тем не менее в 2022 г. месячные приросты портфеля потребительских кредитов уступали значениям за те же месяцы предыдущего года, и годовой прирост портфеля необеспеченных потребительских кредитов продолжил снижаться, составив 6,6% в июле против 7,7% в июне. Спрос на потребительское кредитование может в дальнейшем сохраняться в связи с замещением снизившихся реальных доходов для поддержания прежнего уровня потребления. Однако банки могут самостоятельно продолжать ограничивать выдачу части потребительских кредитов с повышенным риском из-за необходимости управлять капиталом на выходе из кризиса.

ДРУГИЕ СЕГМЕНТЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

1. Обменный курс (валютный канал)

В августе рубль укрепился на 2,3%, достигнув 60,23 руб./долл. США и способствуя ужесточению денежно-кредитных условий (рис. 20). Курс на уровне 60 руб./долл. США обусловлен существенным профицитом торгового баланса при значительном уменьшении импорта на фоне санкционных ограничений и высоких ценах на товары российского экспорта, прежде всего на нефть и газ (оценка на январь – июль 2022 г.: 166,6 млрд долл. США; факт на январь – июль 2021 г.: 50,2 млрд долл. США). Кроме того, согласно данным о торгах на валютном рынке, в августе наблюдалось снижение спроса на иностранную валюту со стороны граждан. Если в июле объем их нетто-покупок составил 237 млрд руб., то в августе он снизился до 68 млрд рублей. В текущих условиях Банк России продолжил ослабление мер валютного контроля, в том числе допустил к торгам на Московскую Биржу нерезидентов из дружественных стран, а также нерезидентов, конечными бенефициарами которых являются российские физические и юридические лица.

К концу августа месячная реализованная волатильность курса снизилась почти в два раза по сравнению с предыдущим месяцем и составила 24,2% (43,2% в июле), оставаясь при этом на повышенном уровне. Это значение сопоставимо с уровнем волатильности в марте – июне 2015 г. в период усиления санкционного давления, снижения цен на сырьевые товары и перехода к плавающему курсу. Тем не менее вероятность повышенной волатильности курса рубля сохраняется из-за более сильного влияния конъюнктуры мировых сырьевых рынков в результате приостановки действия бюджетного правила.

Доля торгов юанем продолжала расти на фоне переориентации торговых потоков в Азию (26% на конец августа; 6% на конец апреля), а также высоких рисков при использовании доллара США и евро в качестве средства платежа или сбережения. Одновременно значительно сокращалась доля торгов USD/RUB и EUR/RUB в результате естественного процесса девальвации.

2. Рынок капитала (канал богатства)

В августе индекс МосБиржи вырос на 8,4% (-36,6% с начала года, -38,9% г/г). Рост отраслевых индексов происходил вследствие позитивных результатов деятельности компаний, входящих в их расчет. Также положительная динамика котировок отдельных индексов в том числе была обусловлена объявлением о выплатах дивидендов компаниями из различных отраслей, а также ожиданиями соответствующих решений от остальных голубых фишек. Волатильность на российском фондовом рынке в августе была обусловлена в основном ожиданиями участников, связанными с корректировками мировых цен на нефть, началом автоматической конвертации депозитарных расписок в акции, а также ожиданиями о допуске нерезидентов к торгам на Московской Бирже.

По итогам августа наблюдалось постепенное увеличение спроса на акции китайских и гонконгских компаний с первичным листингом на Гонконгской фондовой бирже (основной спрос пришелся на пять наиболее ликвидных акций), торги которыми были запущены на СПБ Бирже в конце июня. В настоящее время 350 ценных бумаг международных компаний доступны для заключения биржевых сделок, из них 12 с первичным листингом на Гонконгской фондовой бирже. При прочих равных условиях рост рынка акций смягчает ДКУ, поскольку увеличивает стоимость портфеля инвесторов и покупательную способность их сбережений. Однако для России влияние этого канала не столь существенное, как для стран с развитым рынком.

Внешние рынки

Мировые центральные банки в целом настроены на ужесточение монетарной политики. С начала года уже более 40 центральных банков повысили ключевые ставки более чем на 0,75% за одно заседание.

По результатам месяца несколько регуляторов продолжили цикл повышения ставок на фоне продолжающегося роста инфляции. Средняя ключевая ставка в развитых странах достигла 1,43%, в странах Латинской Америки – 10,54%, в странах Южной и Юго-Восточной Азии – 4,63%, в странах Центральной и Восточной Европы и Средней Азии – 8,37%, в странах Африки – 7,92%.

По итогам выступления главы ФРС США на ежегодном симпозиуме центральных банков в августе, американские финансовые рынки отражали ожидания ужесточения денежно-кредитной политики США, тормозящего экономический рост и ухудшающего условия на перегретом рынке труда. На долгом рынке США наблюдалась инверсия кривой доходности: в августе доходности 2-летних казначейских облигаций США выросли до 3,39% (+50 б.п.), а доходности 10-летних бумаг – до 3,15% (+52 б.п.). Уровень доходностей определялся возросшими рисками рецессии в США на фоне замедления экономического роста (на 26 июля прогноз МВФ: 2,3% на 2022 г., 1% на 2023 г.; ранее: 3,7% на 2022 г., 2,3% на 2023 г.), а также ростом инфляции (июль: 8,5%; июнь: 9,1%). Программа количественного ужесточения (QT) ФРС США достигнет своего максимального месячного уровня в сентябре, когда наступит срок погашения ценных бумаг на сумму 95 млрд долл. США.

В августе индексы акций в национальных валютах показывали негативную динамику. Причинами этого на европейских рынках стали опасения глобальной рецессии и ожидания значительного повышения процентной ставки ЕЦБ, а также усугубление энергетического кризиса. К концу месяца индекс S&P 500 снизился на 4,2%, Stoxx 600 – на 5,3%, а индекс MSCI EM остался на предыдущем уровне (рис. 21).

Вопреки ожиданиям, Народный Банк Китая второй раз в году снизил процентные ставки для поддержания ликвидности банковской системы на достаточном уровне, так как экономика все еще переживает последствия пандемии коронавируса. Китайский фондовый рынок продемонстрировал солидарную глобальным индексам динамику, снизившись на 1,6%. Данная динамика связана с замедлением экспортного бума в Азии и спадом спроса в высокотехнологичном секторе.

Валюты стран с формирующимися рынками в основном ослабли к доллару США (рис. 19). Наиболее значимое ослабление наблюдалось в отношении китайского юаня (-2,2%), турецкой лиры (-1,5%) из-за быстро растущей инфляции (80,21% в августе; 79% в июле) при мягкой денежно-кредитной политике (Центральный банк Турции впервые с декабря 2021 г. снизил ключевую ставку на 100 б.п., до 13%).

ДЕНЕЖНАЯ МАССА

В июле замедление годового роста требований банковской системы к экономике¹⁷ продолжилось как в розничном, так и в корпоративном сегменте, но было менее выраженным, чем месяцем ранее. Так, по итогам июля годовой темп роста требований к экономике снизился на 0,5 п.п., до 10,9%, против снижения на 0,9 п.п. в июне. Кредитование экономики, поддерживаемое продолжающимся смягчением ДКУ, остается ключевым источником роста денежной массы.

Поступление денег в экономику по бюджетному каналу в условиях расширения бюджетного дефицита и инвестирования средств ФНБ оказывало в июле стимулирующее влияние на изменение денежного предложения. В сочетании с сохранением заметного положительного вклада чистых иностранных активов кредитных организаций в динамику денежной массы в условиях профицита счета текущих операций это способствовало ускорению роста денежных агрегатов. По итогам месяца годовой рост денежной массы в национальном определении М2 увеличился с 16,8 до 19,3% (максимум с середины 2012 г.), а широкой денежной массы М2Х – с 12,5 до 13,6%, что могло поддерживать совокупный спрос в экономике (рис. 18). Более заметное ускорение М2 обусловлено продолжающимся сокращением остатков на валютных депозитах и счетах нефинансового сектора, тогда как роль рублевых депозитов населения и организаций в структуре денежных агрегатов продолжает расти. Это способствует повышению эффективности трансмиссионного механизма, ослабляя влияние внешнеэкономической конъюнктуры на предпочтения населения и организаций.

¹⁷ 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 долевы 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 АВГУСТЕ СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА УВЕЛИЧИЛСЯ
(НА НАЧАЛО ДНЯ, МЛРД РУБ.)

Табл. 2

	01.01.2018	01.01.2019	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022	01.04.2022	01.07.2022	01.08.2022	01.09.2022
Структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности	-2 639	-3 016	-2 761	-204	-1 691	-280	-2 384	-2 244	-2 757
Требования Банка России к кредитным организациям	10	21	18	976	909	2 484	280	180	291
Операции на аукционной основе	-	-	-	847	116	2 298	171	68	70
– операции репо и «валютный своп»	-	-	-	847	116	2 298	171	68	70
Операции по фиксированным процентным ставкам	10	21	18	129	793	186	109	111	221
– операции репо и «валютный своп»	4	8	13	118	3	92	10	7	1
– обеспеченные кредиты	5	13	5	10	790	94	99	104	220
Требования кредитных организаций к Банку России	2 729	3 293	2 983	1 796	2 804	3 108	3 180	2 824	3 414
Депозиты	2 372	1 902	1 026	1 221	2 804	3 108	3 180	2 824	3 414
– на аукционной основе	2 125	1 478	697	844	1 626	-	1 838	1 637	2 295
– по фиксированной процентной ставке	247	424	330	377	1 178	3 108	1 341	1 187	1 119
Купонные облигации Банка России (КОБР)	357	1 391	1 956	575	-	-	-	-	-
Регулярные операции на возвратной основе, не относящиеся к стандартным инструментам денежно-кредитной политики Банка России*	81	256	204	616	204	343	516	401	366

* К данному типу операций относятся специализированные инструменты рефинансирования Банка России, кредиты, предоставленные Банком России в рамках безотзывных кредитных линий.

Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ СТРУКТУРНОГО ПРОФИЦИТА ЛИКВИДНОСТИ НА КОНЕЦ 2022 Г. СОСТАВЛЯЕТ 3,2–3,8 ТРЛН РУБЛЕЙ
(ТРЛН РУБ.)

Табл. 3

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

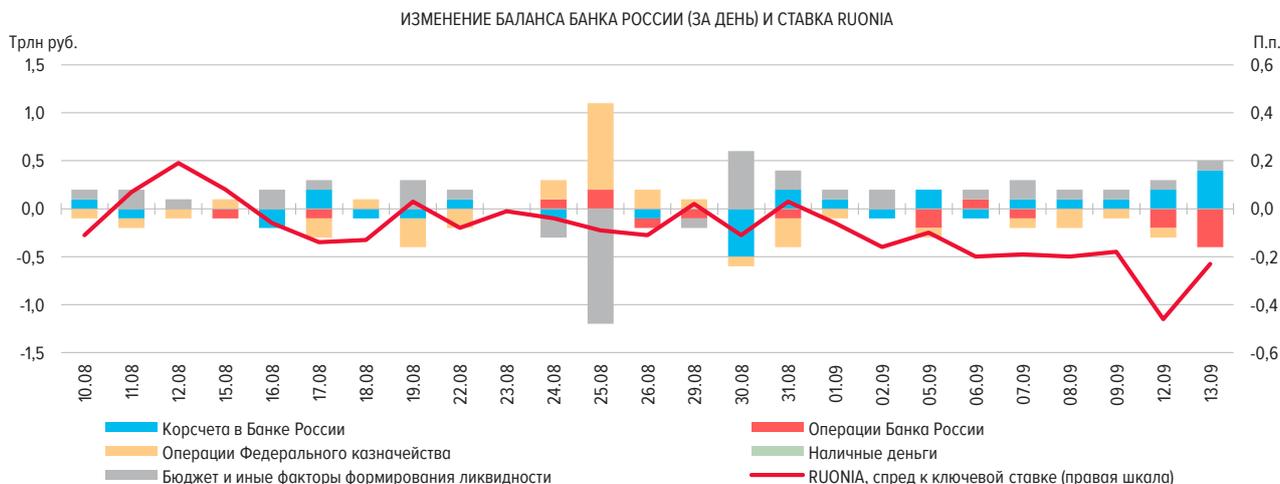
* Включая операции по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации бюджетного правила и прочие операции.

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

Источник: расчеты Банка России.

В АВГУСТЕ ОТТОК ЛИКВИДНОСТИ ИЗ-ЗА СПРОСА НА НАЛИЧНЫЕ ДЕНЬГИ СОСТАВИЛ 0,1 ТРЛН РУБЛЕЙ

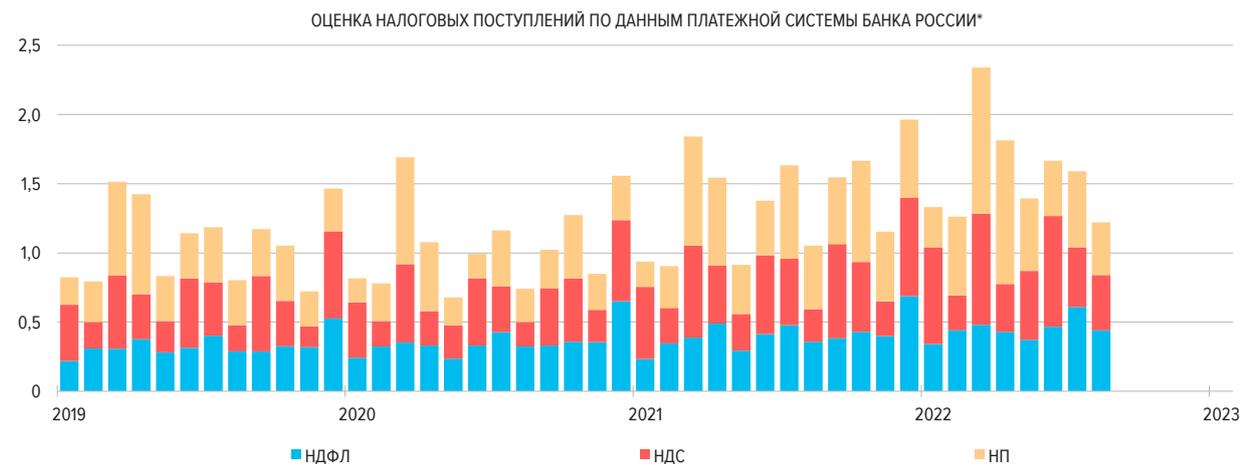
Рис. 2



Источник: расчеты Банка России.

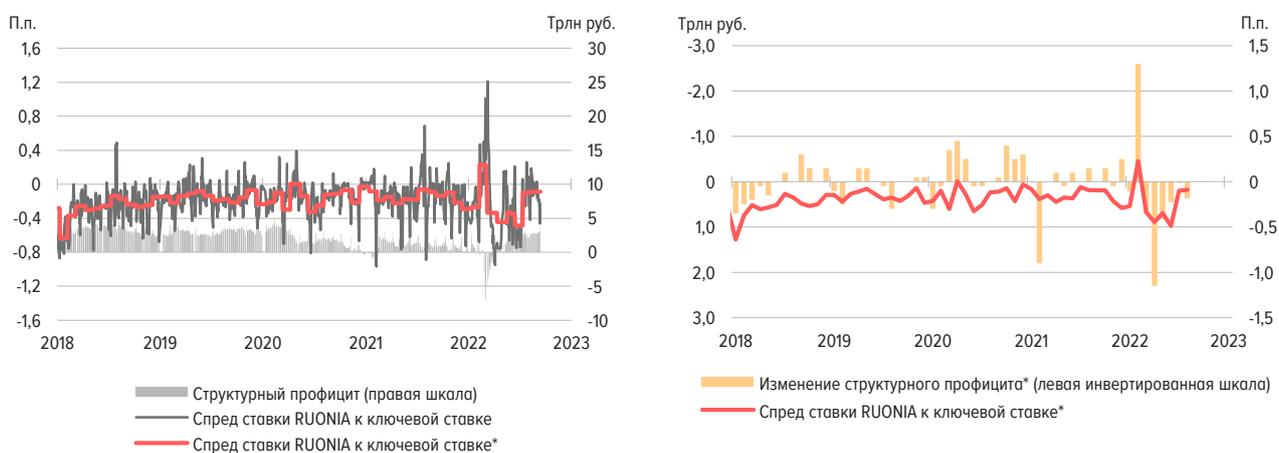
В АВГУСТЕ ПОСТУПЛЕНИЯ НАЛОГА НА ПРИБЫЛЬ (НП) СНИЗИЛИСЬ ГОД К ГОДУ, А ПОСТУПЛЕНИЯ НДС И НДС ВЫРОСЛИ (ТРЛН РУБ.)

Рис. 3

* Перечисления со счетов кредитных организаций на счета бюджетной системы с кодами бюджетной классификации, соответствующими указанным налогам.
Источник: расчеты Банка России.

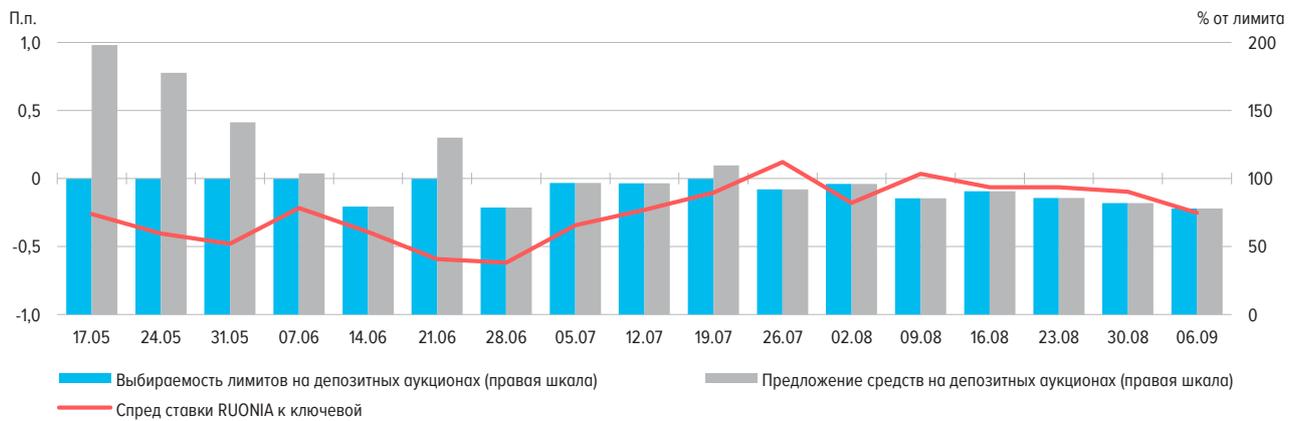
СПРЕД СТАВКИ RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ БАНКА РОССИИ НЕМНОГО СУЗИЛСЯ

Рис. 4

* Среднее по периодам усреднения.
Источник: расчеты Банка России.

ВЫБИРАЕМОСТЬ ЛИМИТОВ НА ДЕПОЗИТНЫХ АУКЦИОНАХ БАНКА РОССИИ В 2022 ГОДУ
(СРЕДНЕЕ ПО ОПЕРАЦИОННЫМ НЕДЕЛЯМ)

Рис. 5

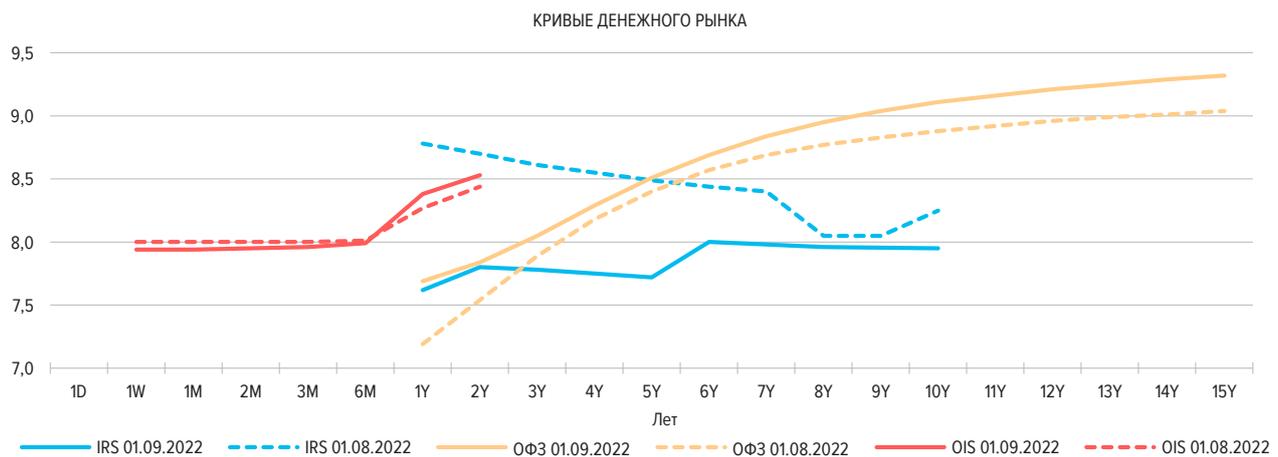


Примечание. Данные представлены по депозитным аукционам, аукционам репо «тонкой настройки» и аукционам на срок 1 неделя. Операционные недели отмечены датами проведения регулярных недельных аукционов. Аукционы «тонкой настройки» учтены совместно с недельным аукционом, расчеты по которому прошли в соответствующую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

Источник: расчеты Банка России.

В АВГУСТЕ КРИВЫЕ НЕЗНАЧИТЕЛЬНО СНИЖАЛИСЬ
(% ГОДОВЫХ)

Рис. 6

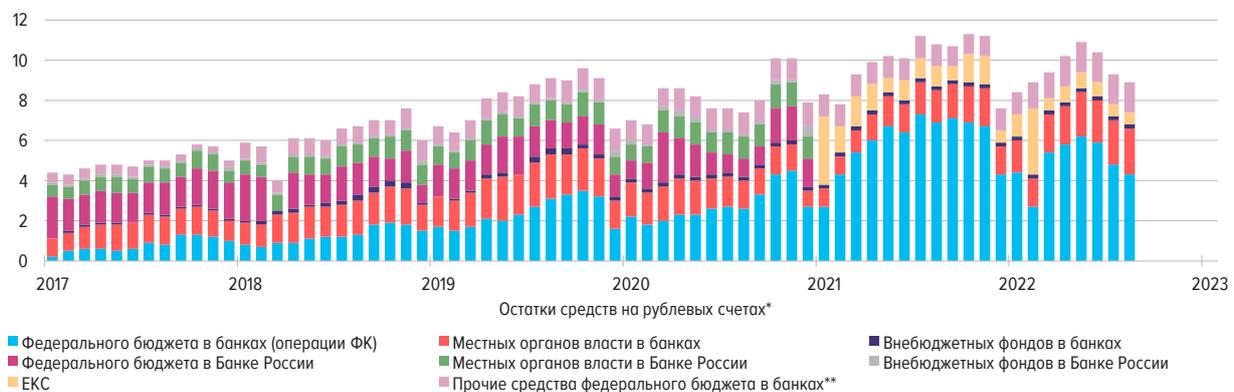


Примечание. Для построения кривой IRS на сроках до 1 года используются ставки MosPrime соответствующей срочности.

Источники: Svonds, НФА, расчеты Банка России.

В АВГУСТЕ ОСТАТКИ НА СЧЕТАХ БЮДЖЕТА ПРОДОЛЖИЛИ СНИЖАТЬСЯ ИЗ-ЗА РОСТА РАСХОДОВ
И СНИЖЕНИЯ ДОХОДОВ
(ТРЛН РУБ., НА КОНЕЦ ПЕРИОДА)

Рис. 7



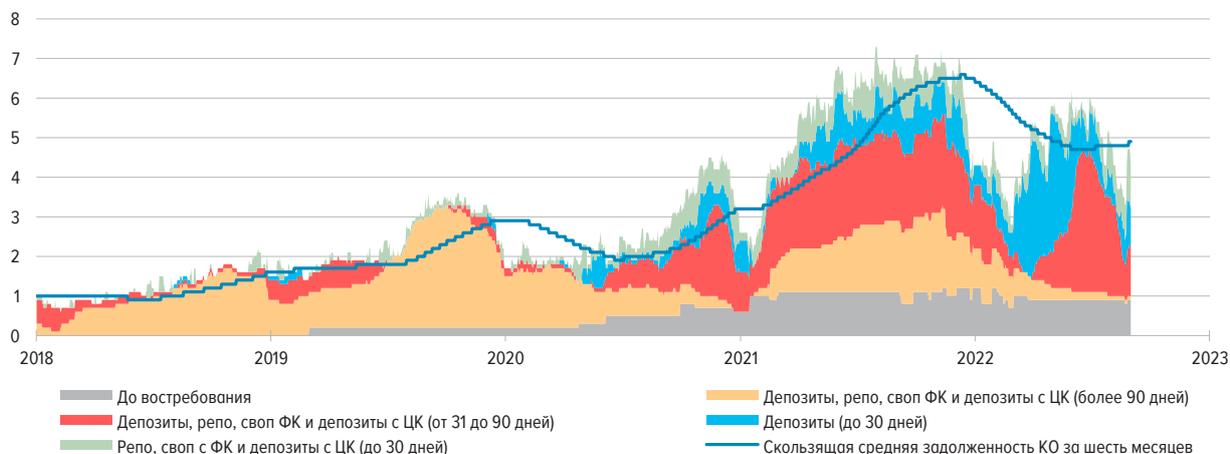
* По данным формы банковской отчетности 0409301 «Отдельные показатели, характеризующие деятельность кредитной организации».

** К прочим относятся бюджетные средства ВЭБ.РФ, средства избирательных комиссий, средства, поступившие во временное распоряжение, средства для операций Минфина России с наличными деньгами и другие.

Источник: расчеты Банка России.

В АВГУСТЕ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ ПЕРЕД ФК СНИЗИЛАСЬ НА 0,6 ТРЛН РУБЛЕЙ (ТРЛН РУБ.)

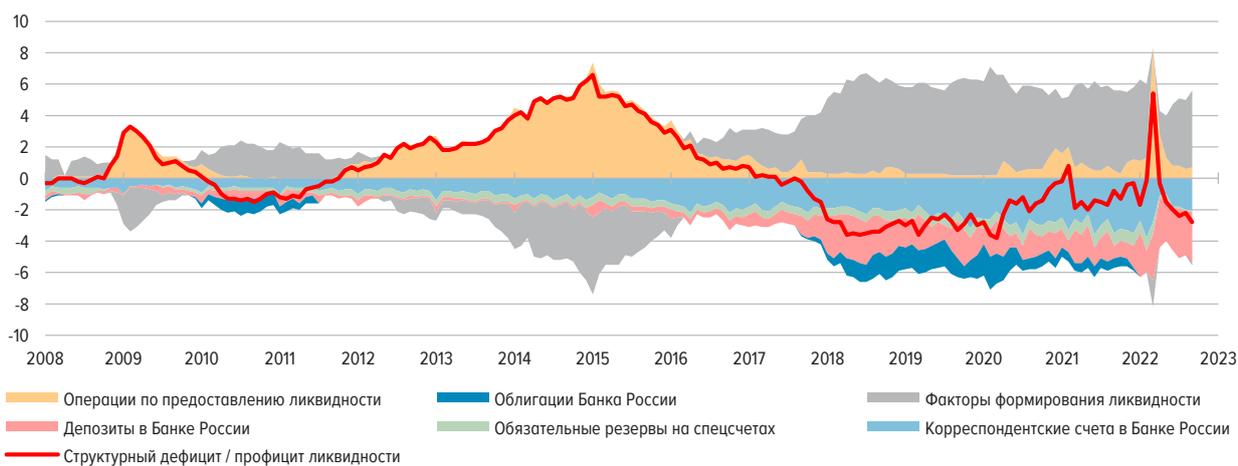
Рис. 8



Источники: Федеральное казначейство, расчеты Банка России.

БАЛАНС БАНКА РОССИИ (ТРЛН РУБ.)

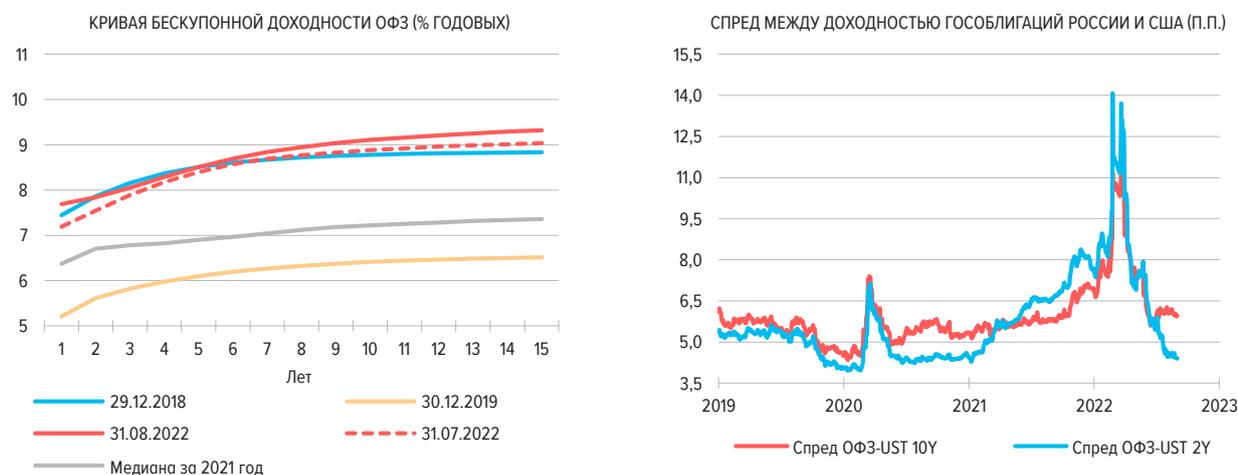
Рис. 9



Источники: расчеты Банка России.

КРИВАЯ ОФЗ СКОРРЕКТИРОВАЛАСЬ ВВЕРХ ПО ВСЕЙ ДЛИНЕ, НАИБОЛЕЕ СУЩЕСТВЕННО – НА КОРОТКИХ СРОКАХ

Рис. 10



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

**CDS-СПРЕДЫ СТРАН С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ ПРЕИМУЩЕСТВЕННО СНИЖАЛИСЬ,
ЗА ИСКЛЮЧЕНИЕМ КИТАЯ И МЕКСИКИ**
(Б.П.)

Рис. 11



Источники: SponDs, расчеты Банка России.

ДОЛЕВОЙ СЕГМЕНТ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА ПОКАЗАЛ ПОЛОЖИТЕЛЬНУЮ ДИНАМИКУ

Табл. 4

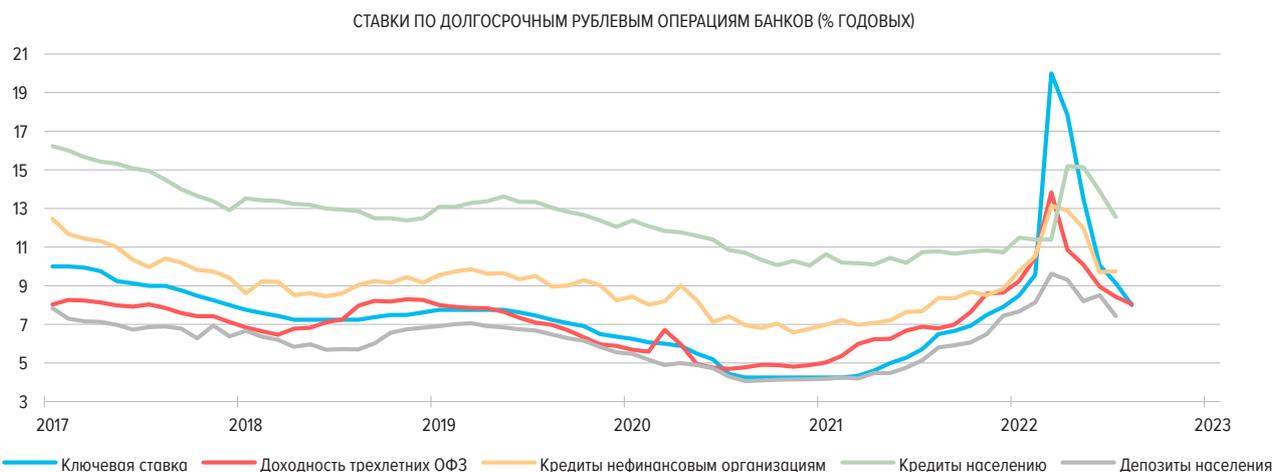
Показатель		31.08.2022	1М	3М	6М	YTD	1Y
Российский финансовый рынок							
Курс рубля к доллару США		60,23	2,3	2,8	41,4	19,3	18,1
Индекс МосБиржи		2 400	8,4	1,9	-2,8	-36,6	-38,9
Индекс РТС		1 258	11,4	4,2	34,3	-21,1	-25,3
Доходность государственных облигаций		8,69	16	-95	-481	28	170
Доходность корпоративных облигаций		9,19	7	-266	-493	34	161
Доходность региональных облигаций		8,86	26	-206	-461	23	150
RVI		50	-7	-17	-72	17	27
Курсы валют (к доллару США, изменение в %, «+» – укрепление, «-» – ослабление)							
ПРС*	Индекс доллара США	108,70	2,6	6,8	11,6	13,6	17,3
	Евро	1,01	-1,7	-6,0	-9,5	-11,6	-14,8
	Японская иена	138,95	4,3	8,0	20,3	20,7	26,4
	Фунт стерлингов	1,16	-4,6	-7,8	-13,3	-14,1	-15,5
СФР	Рубль	60,23	2,3	2,8	41,4	19,3	18,1
	Бразильский реал	5,18	-0,3	-9,6	-1,7	6,9	0,0
	Мексиканское песо	20,14	1,0	-2,5	2,5	1,7	0,0
	Китайский юань	6,89	-2,2	-3,3	-9,0	-8,3	-6,6
	Турецкая лира	18,20	-1,5	-10,9	-30,0	-36,5	-117,3
	ЮАР	17,11	-3,1	-9,5	-11,8	-7,0	-16,7
Доходность 10-летних облигаций (% годовых, изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	3,15	48	30	129	163	186
	Германия	1,54	72	50	152	172	196
	Япония	0,22	4	-1	8	15	20
	Великобритания	2,80	94	81	154	183	222
СФР	Россия	9,11	22	-37	911	67	199
	Бразилия	12,28	-90	-25	1 228	202	207
	Мексика	9,39	49	62	114	155	222
	Китай	2,66	-12	-16	-19	-13	-22
	Турция	13,04	-488	-970	-1151	-1164	-435
ЮАР	10,44	8	60	84	101	167	
CDS-спреды 5Y (б.п., изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	19	-1	2	7	7	9
	Германия	16	0	4	7	7	6
	Япония	20	-7	0	2	2	2
	Великобритания	21	4	10	10	11	12
СФР	Бразилия	249	-9	37	36	54	83
	Мексика	155	5	35	48	69	73
	Китай	75	3	4	15	34	41
	Турция	749	-49	59	178	204	394
	ЮАР	282	-13	49	53	82	93
Индексы акций (п., изменение в %, «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	S&P 500	3 955	-4,2	-4,3	-9,8	-17,0	-12,7
	Stoxx 600	415	-5,3	-6,4	-7,0	-14,9	-12,2
	Nikkei 225	28 059	1,0	2,9	6,3	-2,5	1,0
	FTSE 100	7 284	-1,9	-4,3	-2,0	-1,4	1,9
СФР	MSCI EM	994	0,0	-7,8	-14,9	-19,3	-22,7
	Bovespa	109 523	6,2	-1,6	-4,9	4,5	-8,5
	IPC Mexico	44 919	-6,7	-13,2	-15,7	-15,7	-14,6
	SSE Composite	3 202	-1,6	0,5	-8,1	-12,0	-9,2
	BIST 100	3 171	22,3	24,5	59,7	70,7	117,5
	FTSE/JSE	67 257	-2,4	-6,7	-13,3	-8,8	0,3

* Промышленно развитые страны.

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

В ИЮЛЕ СТАВКИ НА КРЕДИТНО-ДЕПОЗИТНОМ РЫНКЕ ПРОДОЛЖИЛИ СНИЖАТЬСЯ

Рис. 12



Источник: Банк России.

СКОРОСТЬ СНИЖЕНИЯ СТАВОК НЕСКОЛЬКО СНИЗИЛАСЬ ПО СРАВНЕНИЮ С ИЮНЕМ

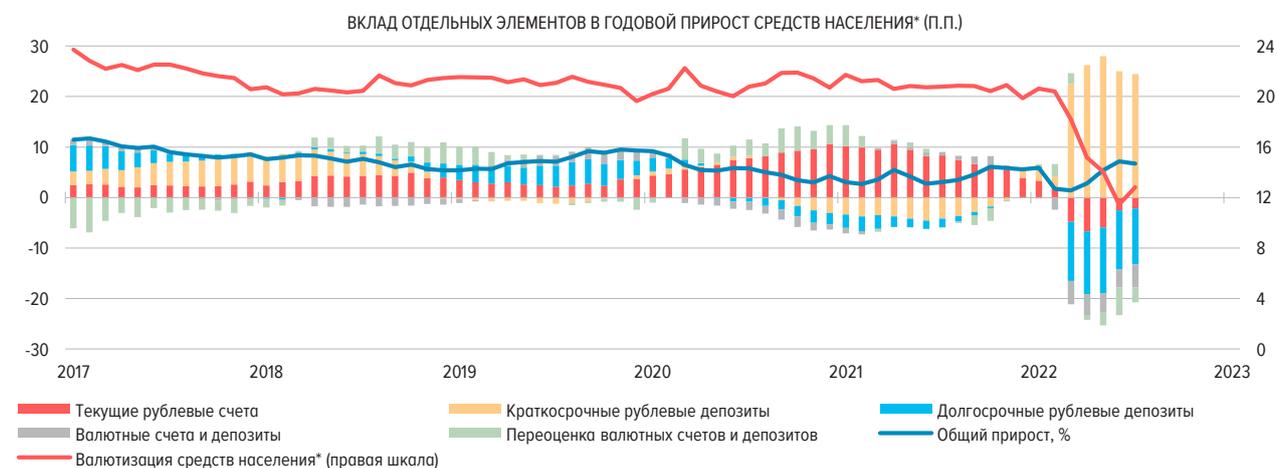
Рис. 13



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

В ИЮЛЕ СБЕРЕГАТЕЛЬНАЯ АКТИВНОСТЬ НАСЕЛЕНИЯ НЕЗНАЧИТЕЛЬНО СНИЗИЛАСЬ

Рис. 14

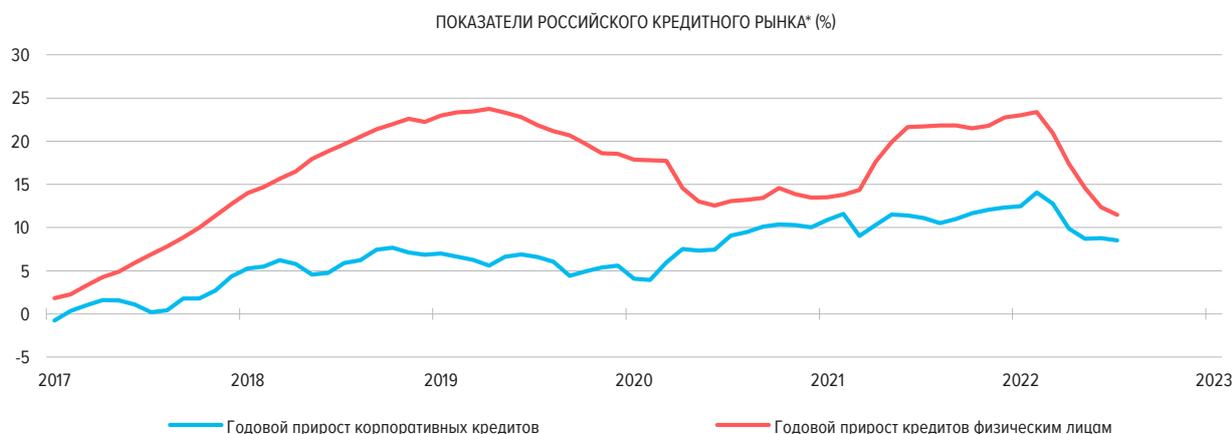


* Исключая счета эскроу.

Источник: расчеты Банка России.

В ИЮЛЕ ПРОДОЛЖИЛСЯ РОСТ КРЕДИТОВАНИЯ

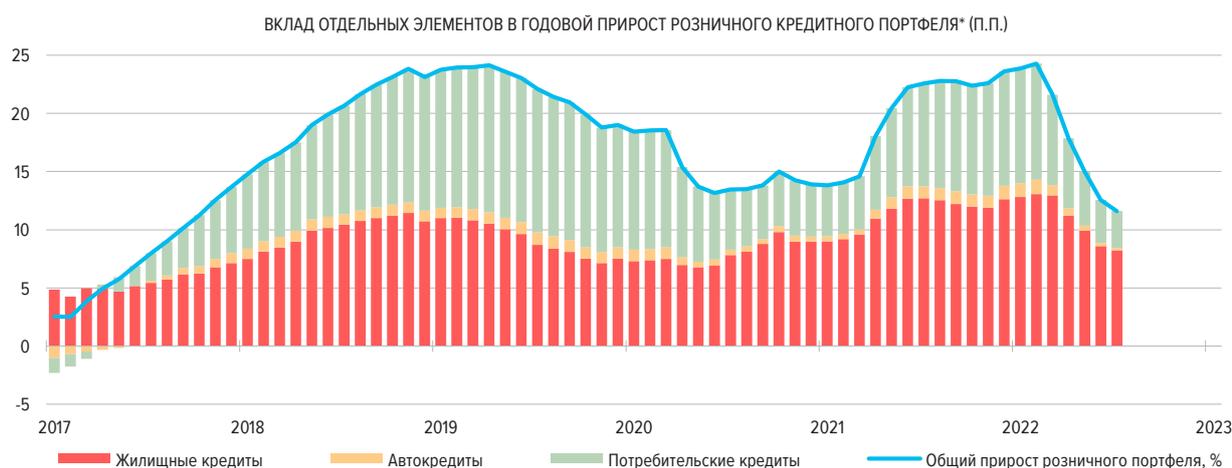
Рис. 15



* С 01.02.2021 портфель корпоративных кредитов и кредитов населению включает в себя приобретенные права требования. Прирост портфеля посчитан с исключением приобретенных прав требования.
Источник: расчеты Банка России.

ВКЛАД ИПОТЕКИ В ПРИРОСТ РОЗНИЧНОГО ПОРТФЕЛЯ ОПЕРЕЖАЛ ПОТРЕБИТЕЛЬСКОЕ КРЕДИТОВАНИЕ

Рис. 16



* По кредитам, сгруппированным в портфели однородных ссуд.
Источник: расчеты Банка России.

В II КВАРТАЛЕ 2022 Г. БАНКИ КОНСТАТИРОВАЛИ СМЯГЧЕНИЕ УСЛОВИЙ КРЕДИТОВАНИЯ ОТНОСИТЕЛЬНО I КВАРТАЛА

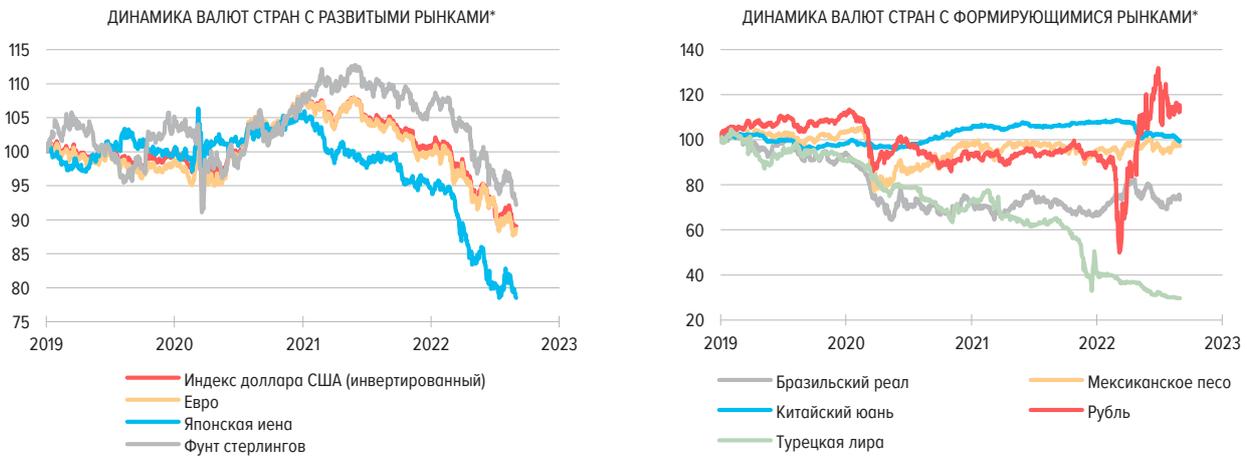
Рис. 17



* Пунктиром обозначены ожидания банков-респондентов относительно изменений условий кредитования и спроса на кредиты в II квартале 2022 года.
Источник: Банк России.

В АВГУСТЕ 2022 Г. ВАЛЮТЫ СТРАН С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ ПРЕИМУЩЕСТВЕННО ОСЛАБЛЯЛИСЬ К ДОЛЛАРУ США, ЗА ИСКЛЮЧЕНИЕМ РОССИЙСКОГО РУБЛЯ И МЕКСИКАНСКОГО ПЕСО
(02.01.2019 = 100)

Рис. 19



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

РУБЛЬ УКРЕПИЛСЯ К КОНЦУ АВГУСТА 2022 ГОДА
(02.01.2019 = 100)

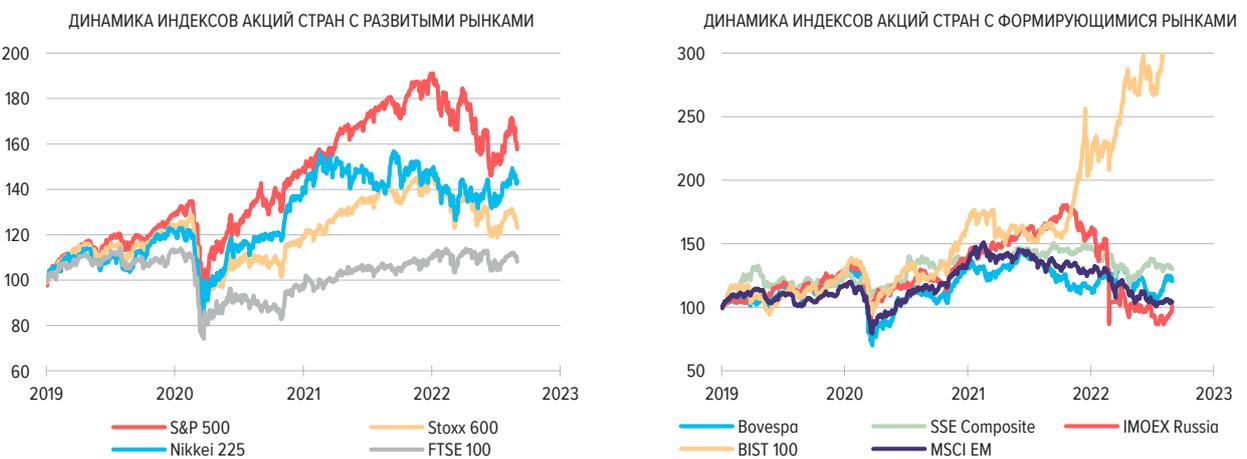
Рис. 20



Источники: Sbond, расчеты Банка России.

ИНДЕКСЫ АКЦИЙ БОЛЬШИНСТВА СТРАН С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ СНИЖАЛИСЬ, ЗА ИСКЛЮЧЕНИЕМ РОССИИ, ТУРЦИИ И БРАЗИЛИИ
(02.01.2019 = 100)

Рис. 21



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

Даты отсечения данных:

- в подразделе «Денежный рынок и ставки овернайт (RUONIA)» – 13.09.2022 (важной составляющей системы инструментов Банка России по управлению ликвидностью банковского сектора и ставками денежного рынка являются обязательные резервные требования, поэтому анализ эффективности реализации операционной процедуры денежно-кредитной политики Банка России следует проводить с учетом периодов усреднения обязательных резервов; в августе – сентябре 2022 г. это период с 10.08.2022 по 13.09.2022);
- в подразделе «Кривые доходностей денежного и долгового рынков» и разделе «Другие сегменты финансового рынка» – 31.08.2022;
- в подразделе «Кредитно-депозитный рынок» – 01.08.2022.

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, 2022