



Банк России



Апрель 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 (АПРЕЛЬ 2023 Г.)

- По оценкам Банка России, в марте денежно-кредитные условия (ДКУ) оставались нейтральными. В апреле отдельные показатели финансовых рынков и оперативные индикаторы изменялись разнонаправленно.
- В среднем за апрель спред RUONIA к ключевой ставке составил -35 б.п. (в марте: -16 б.п.).
- В апреле кривые денежного рынка сдвинулись вниз на сроке от 2 лет, указывая на более низкую оценку рынком вероятности повышения ключевой ставки в 2024 году.
- В марте годовой прирост рублевых средств населения остался вблизи февральского значения за счет наращивания остатков на текущих счетах. Рост рублевых депозитов организаций по итогам месяца замедлился.
- В марте наблюдалось оживление как корпоративного, так и розничного кредитования.
- Приближение бюджетных расходов к сезонной норме способствовало более сдержанному ускорению М2Х, тогда как рост М2 замедлился в связи с постепенным исчерпанием потенциала девальютизации. По оперативным данным, в апреле рост денежных агрегатов оставался высоким.

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 в 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 каче-

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

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

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

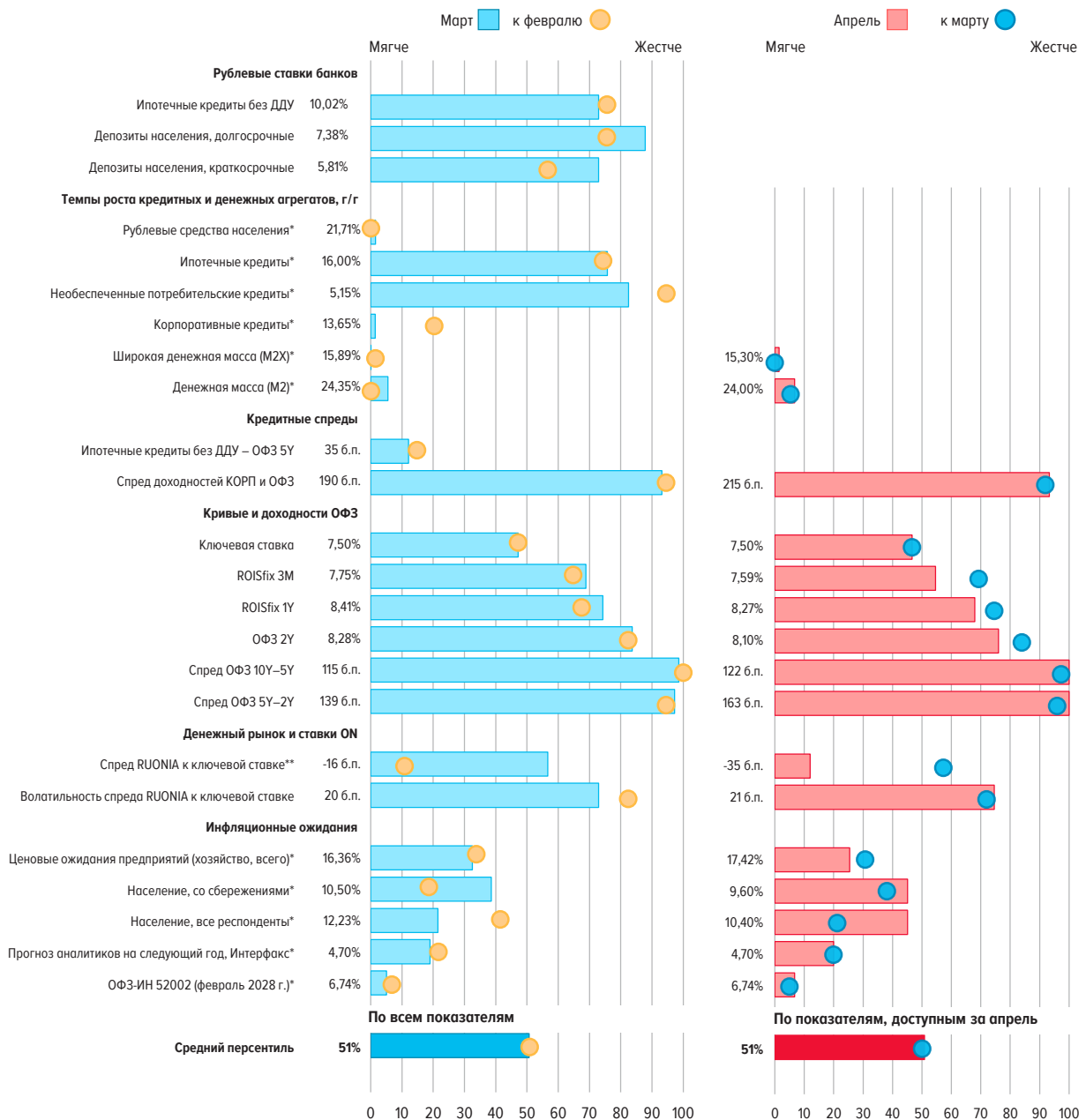
¹ Подробнее см. Приложение 1 к [Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов](#).

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

Денежно-кредитные условия в российской экономике в марте оставались нейтральными (рис. 1). В сторону ужесточения ДКУ действовали некоторый рост ставок по депозитам и снижение инфляционных ожиданий населения, а в сторону смягчения – ускорение роста корпоративных и необеспеченных потребительских кредитов. Оперативные индикаторы ДКУ и показатели финансового рынка в апреле изменялись разнонаправленно.

В АПРЕЛЕ ОПЕРАТИВНЫЕ ИНДИКАТОРЫ ДКУ В СРЕДНЕМ НЕ ИЗМЕНИЛИСЬ

Рис. 1



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

** Перцентиль по спреду RUONIA к ключевой ставке исключен из расчета общего среднего перцентилля ввиду повышенной волатильности.

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

Источник: расчеты Банка России.

ПРОЦЕНТНЫЙ КАНАЛ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

1. Ключевая ставка

На заседании 28 апреля Банк России принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 7,5% годовых. При этом было отмечено, что баланс рисков по-прежнему смещен в сторону проинфляционных. Среди основных рисков Совет директоров отметил ужесточение санкционного режима, усиление дефицита на рынке труда и более активное восстановление потребительского спроса относительно возможностей предложения. В условиях постепенного увеличения текущего инфляционного давления Банк России на ближайших заседаниях будет оценивать целесообразность повышения ключевой ставки для стабилизации инфляции вблизи 4% в 2024 году и в последующем. Ожидаемая рынком траектория ключевой ставки не изменилась, так как решение и тональность сигнала совпали с ожиданиями рынка (табл. 1).

ПО ИТОГАМ МАРТА УЧАСТНИКИ РЫНКА ОЦЕНИВАЛИ РИСК ПОВЫШЕНИЯ СТАВКИ КАК ПОНИЖЕННЫЙ

Табл. 1

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

* Даты проведения опроса: 14–18 апреля 2023 года. В скобках – предыдущие значения.
Источники: расчеты Банка России, НФА.

2. Денежный рынок и ставки овернайт (RUONIA)

За апрель средний спред ставки RUONIA² – операционного ориентира Банка России – к ключевой ставке Банка России³ составил -35 б.п. (в марте: -16 б.п.; с начала года: -33 б.п.) (рис. 4). Волатильность спреда – 21 б.п. (в марте: 20 б.п.; с начала года: 23 б.п.).

Структурный профицит ликвидности в среднем за апрель сократился на 0,8 трлн руб., до 1,1 трлн рублей. С середины апреля банки начали поддерживать на корсчетах более высокие обязательные резервы (ОР), рассчитанные по новым нормативам. Также происходил сезонный рост спроса на наличные деньги. Бюджетные расходы финансировались преимущественно за счет налогов и размещения ОФЗ. Поэтому совокупное влияние бюджетных потоков на ликвидность было близко к нейтральному.

Сокращение профицита на конец апреля на 0,5 трлн руб., до 0,6 трлн руб. (табл. 2), было временным и произошло в том числе из-за календарного эффекта. День уплаты налогов в апреле был последним рабочим днем месяца, и Федеральное казначейство (ФК) не разместило сразу полученные средства обратно в банках. В начале мая в кредитные организации поступили бюджетные расходы, ФК нарастило объем депозитов в банках, и по мере того, как банки будут размещать эти средства с корсчетов на депозитах в Банке России, профицит возрастет.

Расширение спреда RUONIA к ключевой ставке в апреле произошло при недовыборе банками лимитов недельных депозитных аукционов Банка России. В результате избыточная ликвид-

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.

ность оставалась в банковском секторе и оказывала понижающее давление на RUONIA. Такая ситуация была характерна для начала месяца, когда потребность банков в привлечении средств сократилась, поскольку банки-заемщики уже в достаточной мере выполнили усреднение ОР в конце мартовского⁴ периода усреднения (ПУ). При этом избыточные средства оставались на корсчетах банков, а не на депозитах в Банке России. Чтобы поддержать ставки денежного рынка вблизи ключевой ставки, Банк России провел депозитный аукцион «тонкой настройки» в последний день ПУ. В начале апрельского⁵ ПУ спред формировался вблизи своих среднегодовых значений за 2019–2022 годы. Однако в конце месяца ставки снова снизились. Перед уплатой налогов банки поддерживали корсчета значительно выше уровня, необходимого для усреднения ОР, из-за сокращения объема размещения средств на недельном депозитном аукционе 18 апреля. После уплаты налогов потребность банков в привлечении ликвидности возросла, и RUONIA стала формироваться вблизи ключевой ставки.

В апреле, как и месяцем ранее, в бюджет поступили сезонно крупные доходы (квартальный налог на прибыль, налог на дополнительный доход от добычи углеводородного сырья). Расходы при этом год к году немного сократились. Объем привлечения средств Минфином России на аукционах ОФЗ составил 0,2 трлн руб. на чистой основе, объем продаж валюты в рамках бюджетного правила снизился до 0,1 трлн рублей. При этом, в отличие от предыдущего месяца, депозиты ФК и бюджетов субъектов Российской Федерации лишь частично компенсировали влияние этих операций на ликвидность из-за календарного эффекта, указанного выше. В результате совокупные бюджетные операции за апрель привели к сокращению ликвидности банковского сектора на 0,9 трлн рублей.

В апреле спрос на наличные деньги был вблизи сезонных значений и привел к оттоку ликвидности в объеме 0,5 трлн рублей.

Банк России в апреле сократил лимит предоставления средств на аукционе репо на срок 1 месяц на 0,1 трлн руб., до 0,9 трлн рублей. Спрос при этом сократился на 0,6 трлн руб., до 0,85 трлн рублей.

Прогноз структурного профицита ликвидности на конец 2023 г. снижен на 0,3 трлн руб. и оценивается в диапазоне от 2,5 до 3,1 трлн рублей⁶. При этом основная часть бюджетных расходов, как правило, поступает в банки в последнюю неделю декабря. Средний за декабрьский ПУ профицит ликвидности оценивается в диапазоне 2,1–2,7 трлн рублей. Изменение прогноза связано с повышением на 0,7 трлн руб., до 1,3–1,5 трлн руб., оценки роста объема наличных денег в обращении в 2023 г. с учетом фактической динамики первых четырех месяцев. Одновременно уточнены объемы бюджетных операций, в том числе инвестирования средств ФНБ.

3. Кривые доходностей денежного и долгового рынков

Кривые денежного рынка. В апреле выраженную динамику демонстрировали только двухлетние ставки ROISfix⁷ (-25 б.п.). Такая динамика свидетельствует о том, что в глазах участников рынка сохраняется высокая вероятность некоторого повышения ставки до конца года, однако их оценки масштабов возможного продолжения ужесточения денежно-кредитной политики в 2024 г. снизились. Этому способствуют умеренные темпы текущей инфляции, а также уточненный среднесрочный прогноз Банка России.

Кривая доходности ОФЗ. В течение апреля доходности на коротком участке кривой (до 5 лет) снижались, а длинные доходности несущественно росли: ОФЗ 1Y – 7,44% (-40 б.п.); ОФЗ 2Y – 7,98% (-27 б.п.); ОФЗ 5Y – 9,61% (-4 б.п.); ОФЗ 10Y – 10,93% (+10 б.п.). Динами-

⁴ С 15 марта по 11 апреля 2023 года.

⁵ С 12 апреля по 16 мая 2023 года.

⁶ Подробнее см. [Доклад о денежно-кредитной политике, № 2 \(42\), май 2023 года.](#)

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

ка доходностей была обусловлена изменением рыночных ожиданий по ключевой ставке при сохранении повышенной оценки средне- и долгосрочных инфляционных рисков. Спред между доходностью десяти- и двухлетних ОФЗ расширился (294 б.п., +37 б.п.), поднявшись выше среднего значения за I квартал 2023 г. (261 б.п.). Структура участников рынка оставалась стабильной: нетто-продавцами на вторичном рынке ОФЗ являлись СЗКО и физические лица, а нетто-покупателями – небанковские организации и коллективные инвесторы.

Первичный рынок ОФЗ. В апреле Минфин России привлек почти тот же объем средств, что и месяцем ранее (апрель: 227 млрд руб.; март: 208 млрд руб.). Спрос на бумаги снизился до 88 млрд руб. в среднем за неделю (март: 100 млрд руб.). Ведомство сократило срочность предлагаемых бумаг, сконцентрировавшись на среднем участке кривой. Преимущественно размещались ОФЗ-ПД с умеренной премией к доходности вторичного рынка (не более 5 б.п.). Апрельские аукционы характеризовались более высокой концентрацией спроса по сравнению с предыдущим месяцем. При этом наблюдался рост активности со стороны небанковских организаций, которые приобретали около 75–85% от общего объема размещений.

Вмененная инфляция⁸. Средняя за апрель вмененная инфляция из ОФЗ-ИН 52002 (2028 г.) не изменилась, оставшись на мартовском уровне – 6,74%. Это, впрочем, несколько выше среднего уровня за I квартал 2023 г. (6,57%) и значительно выше среднего значения за 2018–2019 гг. (4,5%).

4. Рынок корпоративных облигаций

Вторичный рынок. По итогам апреля доходность корпоративных облигаций, по данным индекса IFX-Cbonds, снизилась до 9,75% (-10 б.п.) за счет более выраженной понижающей динамики ОФЗ. Спред к доходности государственных облигаций расширился до 218 б.п. (+26 б.п.), вернувшись на уровень февраля 2023 года. Это близко к среднему значению I квартала 2023 г. (208 б.п.).

Первичный рынок. В апреле корпоративные заемщики привлекли аналогичный объем средств, что и месяцем ранее (апрель: 561 млрд руб.; март: 573 млрд руб.). Широкому кругу инвесторов было доступно более половины (апрель: 335 млрд руб.; март: 545 млрд руб.) от общего объема выпусков. Количество эмитентов рыночных облигаций в целом оставалось стабильным с февраля 2023 г. (апрель: 33 ед.; март: 34 ед.). Основными эмитентами облигаций стали квазигосударственные финансовые организации, а также компании телекоммуникационного, металлургического и золотодобывающего секторов. Общий объем рынка корпоративных облигаций на конец апреля составил 21,3 трлн руб. (март: 20,7 трлн руб., +26% г/г).

Эмитентами замещающих облигаций (апрель: 595 млрд руб.; март: 301 млрд руб.) продолжали оставаться компании нефтегазовой отрасли.

5. Кредитно-депозитный рынок

Депозитные ставки. В начале марта ряд банков – ведущих участников депозитного рынка повысили ставки, отреагировав на февральское увеличение доходности ОФЗ. В результате среднерыночная ставка по краткосрочным⁹ операциям увеличилась на 0,4 п.п. к февралю, составив 5,8% годовых, по долгосрочным – на 0,3 п.п., до 7,4% годовых (рис. 12).

По данным оперативного мониторинга, в апреле ставки по рублевым депозитам преимущественно колебались вблизи мартовских уровней. В частности, индекс FRG100¹⁰ за месяц прибавил менее 0,1 п.п. (рис. 13). В ближайшее время, учитывая принятое Советом директо-

⁸ [Методология расчета.](#)

⁹ Под краткосрочными понимаются депозиты по всем срокам до 1 года, кроме «до востребования», под долгосрочными – по всем срокам свыше 1 года.

¹⁰ Средняя ставка 59 крупнейших депозитных банков по вкладам сроком 1 год на сумму от 100 тыс. руб., по данным информационного агентства Frank RG.

ров Банка России на заседании 28 апреля решение сохранить ключевую ставку на уровне 7,5% годовых, депозитные ставки, наиболее вероятно, останутся вблизи текущих уровней. В то же время продолжающееся улучшение потребительских настроений¹¹ может потребовать от участников депозитного рынка корректировки ставок для поддержания стабильной динамики розничного фондирования.

Депозитные операции. Привлекательный уровень реальных процентных ставок по рублевым депозитам поддерживал к ним интерес населения. Годовой прирост¹² рублевых средств в банках¹³ составил 21,7% в сравнении с 22,5% в феврале. В сочетании с предложениями крупных игроков рынка по вкладам на срок до 6 месяцев, значительная доля месячного прироста депозитного портфеля была обеспечена увеличением остатков на текущих счетах (рис. 14). В результате доля средств на текущих счетах¹⁴ в общем объеме рублевого депозитного портфеля достигла 39%, вплотную приблизившись к пиковым значениям конца 2021 года. Растущий интерес населения к более ликвидным активам может отражать улучшение потребительских настроений и отсутствие ожиданий снижения депозитных ставок в ближайшей перспективе.

В валютном сегменте сокращение вкладов вновь ускорилось – до 6,0% в сравнении с сокращением на 3,1% в феврале. В результате валютизация сбережений населения снизилась на 0,5 п.п., до 10,4%, оставаясь вблизи исторического минимума, несмотря на некоторое ослабление курса рубля.

В марте продолжился рост средств населения на счетах эскроу, что, с одной стороны, было поддержано увеличением объема выдач ипотечных кредитов, а с другой – менее активным раскрытием существующих счетов из-за сезонного замедления ввода жилья в эксплуатацию.

По предварительным данным, в апреле рост рублевых средств населения в банках в равной мере был обеспечен увеличением средств на текущих счетах и срочных депозитах. К валютным вкладам население по-прежнему проявляло слабый интерес: по оценке, в течение месяца отток средств с валютных вкладов продолжился (однако был ниже, чем в предыдущем месяце, по мере сокращения объема валютных депозитов).

Сохранение Банком России ключевой ставки на заседании Совета директоров 28 апреля и привлекательность рублевых вкладов, при прочих равных, поддержат стабильный рост средств населения в банках в ближайшие месяцы. В валютном сегменте увеличение ставок по юаневым продуктам, а также постепенная подстройка валютных депозитов населения к изменившимся условиям, вероятно, поспособствуют замедлению оттока средств населения из банков.

Кредитные ставки. В марте кредитные ставки не отклонялись существенно от достигнутых в предыдущем месяце уровней в связи с неизменностью ключевой ставки и незначительными сдвигами в кривой ОФЗ.

В сегменте кредитования нефинансовых организаций в феврале ставки сложились вблизи среднего уровня с июля прошлого года (по краткосрочным кредитам средневзвешенная ставка снизилась на 0,25 п.п., до 9,54% годовых, а по долгосрочным – возросла на 0,72 п.п., до 8,95%) (рис. 12). По предварительным оценкам, в марте изменение ставок по кредитам компаниям было незначительным (в пределах 0,1 п.п.).

¹¹ См. [Инфляционные ожидания и потребительские настроения, № 4 \(76\), апрель 2023 года](#).

¹² 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.

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 Включая депозиты «до востребования».

В розничном сегменте в марте ставка по краткосрочным кредитам снизилась (на 0,17 п.п.), в том числе за счет обострения конкуренции между участниками рынка. Конкуренция за заемщиков отмечалась в качестве значимого фактора смягчения ценовых условий неипотечных кредитов, по данным ежеквартального обследования условий банковского кредитования (УБК) в I квартале 2023 г. (рис. 17). Стоимость долгосрочных кредитов населению за месяц существенно не изменилась, составив 12,4%. В том числе неизменными в марте были и средние ставки по долгосрочным потребительским кредитам и по ипотеке на вторичном рынке, в структуре выдач которого преобладают кредиты на рыночных условиях. При этом средневзвешенная ставка по всем рублевым ипотечным жилищным кредитам возросла с 8,05% в феврале до 8,18% в марте. Это в том числе обусловлено постепенным отказом банков от околонулевых ставок по «льготной ипотеке от застройщика» в пользу ставок в 3–5% на фоне анонсированных Банком России мер по дополнительному резервированию ипотечных кредитов с низким значением ПСК. В результате в первичном сегменте отмечался рост средней ставки за месяц на 0,36 п.п., до 5,57%. Согласно данным оперативного мониторинга, в апреле ставки предложения как рыночных, так и льготных ипотечных жилищных кредитов сохранялись вблизи сложившихся к марту уровней (рис. 13).

В мае – июне можно по-прежнему ожидать колебания ставок вблизи текущих значений в условиях принятого решения о сохранении ключевой ставки на уровне 7,5% годовых на апрельском заседании Совета директоров Банка России. Дополнительным фактором, определяющим направление изменения ставок, как и ранее, будет соотношение льготных и рыночных кредитов в объемах выдач. Кроме того, в сегменте ипотеки сохраняется потенциал для дальнейшей нормализации ставок на первичном рынке, что может оказать некоторое повышательное давление на динамику среднерыночных ставок.

Корпоративное кредитование. Восстановление экономической активности и улучшение деловых настроений способствовало наращиванию корпоративного кредитования. По итогам марта годовой прирост портфеля корпоративных кредитов¹⁵ ускорился на 2,3 п.п., до 13,7% (рис. 15). Продолжалось замещение валютного кредитования рублевым. Годовой темп прироста рублевых корпоративных кредитов достиг максимума с середины 2012 г., составив 24,8%. По предварительным данным, в апреле отмечалось дальнейшее наращивание корпоративного кредитования.

В краткосрочной перспективе динамика кредитной активности в корпоративном сегменте по-прежнему будет зависеть от продолжающейся адаптации экономики к новым условиям и траектории государственных расходов. При этом банки – участники обследования УБК ожидают повышения спроса компаний на кредиты на горизонте полугода при неизменности текущих условий кредитования.

Розничное кредитование. В марте улучшение потребительских настроений способствовало росту спроса на заемные средства. За месяц розничный кредитный портфель¹⁶ вырос на 1,8% в сравнении с 1,0% в феврале. По итогам марта годовой прирост портфеля ускорился на 1,8 п.п., до 10,3% (рис. 15).

В ипотечном сегменте активность заметно возросла. В марте объем предоставленных рублевых ипотечных жилищных кредитов составил 569 млрд руб., что превышает среднемесячное значение выдач за 2021–2022 годы. Наращивание оборотов рынка происходило как в сегменте кредитов под залог ДДУ, так и в сегменте кредитов на готовое жилье. Значимую поддержку кредитной активности по-прежнему оказывали льготные программы, доля которых в мартовских объемах выдач превысила 50%. Ускорившееся наращивание оборотов ипотечного рынка могло быть обусловлено как распространением «Семейной ипотеки» на все семьи

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

¹⁶ Здесь и далее – прирост кредитования физических лиц с исключением приобретенных банками прав требования.

с двумя несовершеннолетними детьми, так и частичным переносом сделок по программам «льготной ипотеки от застройщика» из-за введения Банком России требований к формированию дополнительных резервов по выданным после 15 марта ипотечным кредитам с низким значением ПСК. В результате по итогам месяца годовой прирост портфеля ипотечных жилищных кредитов¹⁷ практически не изменился в сравнении с февралем и составил 16,0%.

Заметное оживление кредитной активности в марте отмечалось также и в сегменте необеспеченного потребительского кредитования (рис. 16). За месяц портфель вырос на 1,4% (в годовом выражении рост ускорился на 3,4 п.п., до 5,1%), что близко к среднему приросту в 2021 году.

По оперативным данным, в апреле продолжилось наращивание портфеля розничных кредитов, преимущественно долгосрочных. В ближайшие месяцы можно ожидать активизации потребительского кредитования. Рост оборотов ипотечного рынка может несколько замедлиться за счет ужесточения регуляторных мер в части резервирования кредитов с низким ПСК и установления надбавок к коэффициентам риска для кредитов с низким первоначальным взносом в зависимости от долговой нагрузки заемщика.

ДРУГИЕ СЕГМЕНТЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

1. Обменный курс (валютный канал)

В первой половине апреля продолжалось ослабление рубля. Обменный курс оставался стабильным во второй половине месяца. К концу месяца курс рубля к доллару США снизился на 3,4% (до 80,25 руб./долл. США), к евро – на 5,3% (до 88,68 руб./евро) и к юаню – на 2,7% (до 11,59 руб./юань). Среднемесячный курс рубля также демонстрировал понижающую динамику (-6,3% м/м). Несмотря на рост цен на энергоресурсы и сужение дисконта для российской нефти к нефти марки Brent, данные валютного рынка свидетельствовали о снижении объемов продаж экспортной выручки. Это отчасти связано с задержками в получении валютных средств за уже отгруженный товар в условиях санкционных ограничений и в их последующем поступлении на российский рынок.

Колебания курса рубля существенно выросли – почти в 2 раза по сравнению с мартовским уровнем. Месячная реализованная волатильность увеличилась до 12,4% (март: 7,6%), достигнув уровней второй половины 2020 года.

[Реальный эффективный курс рубля](#) (REER), рассчитанный по отношению к валютам основных внешнеторговых партнеров, в марте снизился на 3,4% (февраль: -4,9%, +23,7 г/г). По предварительным данным, в апреле REER продолжал снижаться – на 6% относительно марта, оставаясь вблизи своего медианного уровня последних лет (-4% к медиане за январь 2015 г. – апрель 2023 г.).

2. Рынок капитала (канал благосостояния)

Российский рынок акций демонстрировал уверенный рост второй месяц подряд. К концу апреля индекс МосБиржи достиг значения в 2635 п. (+7,5% м/м, +7,8% г/г), приближаясь к уровню апреля 2022 года. Волатильность на рынке (RVI) немного снизилась – до 27 п., достигая минимумов с декабря 2022 г. (-18,2 м/м.; 28 п. в среднем за 2021 г.).

Лучше рынка торговались бумаги строительного и золотодобывающего секторов, а также нефтегазовых компаний на фоне решения ОПЕК+ сократить объемы добычи нефти и последующего роста ее стоимости при ослаблении курса рубля. Позитивный импульс на российском фондовом рынке также сохранялся ввиду продолжающегося дивидендного периода. Интересом

¹⁷ Ипотечные жилищные кредиты без учета приобретенных банками прав требования по таким кредитам.

инвесторов пользовались акции компаний – бенефициаров переориентации внешнеторговых потоков на азиатские рынки в условиях ухода зарубежных игроков с рынка морских перевозок.

Общий объем операций на всех сегментах Московской Биржи в апреле вырос на 2,6%. Объем торгов акциями, депозитарными расписками и паями составил 1,6 трлн руб. (март: 1,5 трлн руб.). Среднедневной объем торгов – 80,7 млрд руб. (66,3 млрд руб.).

Внешние рынки

В апреле ряд мировых центральных банков продолжил цикл ужесточения денежно-кредитной политики, но темпы роста ставок были умеренными. Средняя ключевая ставка в развитых странах почти не изменилась, составив 3,85% (+1 б.п. к предыдущему месяцу; +58 б.п. к началу года). Произошло увеличение ставок в Швеции, Израиле и Новой Зеландии (+25–50 б.п.).

Центральные банки большинства стран с формирующимися рынками сделали паузу, сохранив ставки на текущих уровнях, отмечая ужесточение финансовых условий для частного потребления и инвестиционной активности. Среди развивающихся стран ставка была повышена в Колумбии, Коста-Рике, Гватемале и Сербии, при этом шаг изменения преимущественно был равен 25 базисным пунктам. В итоге в странах Латинской Америки ключевая ставка составила 11,93% (+1 б.п. к предыдущему месяцу; +27 б.п. к началу года), в странах Южной и Юго-Восточной Азии – 5,99% (нет изменений; +24 б.п.), в странах Африки – 10,51% (нет изменений; +89 б.п.), в странах Центральной, Восточной Европы и Средней Азии – 9,32% (+1 б.п.; -7 б.п.).

Доходности государственных облигаций на длинных сроках изменялись разнонаправленно. Доходности казначейских облигаций США не демонстрировали выраженной динамики, снижение кривой составило порядка 5 б.п. (UST 2Y: 4,04%; UST 10Y: 3,44%).

К концу апреля рынки акций в развитых странах, несмотря на опасения относительно замедления крупнейших экономик и усиления банковского кризиса в США и Европе, демонстрировали положительную динамику (S&P 500: +1,5%; Stoxx 600: +1,9%; Nikkei 225: +2,9%) (рис. 20). В фокусе внимания участников рынка оставались макроэкономические данные США и Китая. Замедление темпов роста потребительских цен (март: 0,1% м/м; февраль: 0,4% м/м) и розничных продаж (март: -1% м/м; февраль: -0,2% м/м), а также снижение индекса опережающих индикаторов США (LEI) (март: -1,2% м/м; февраль: -0,5% м/м) указывали на вероятное смягчение позиции ФРС США в отношении дальнейшей траектории ключевой ставки.

Индексы акций в национальных валютах в странах с формирующимися рынками изменились разнонаправленно (MSCI EM: -1,3%; Vovespa: +2,5%; IPC Mexico: +2,3%; SSE Composite: +1,5%) (рис. 20). Присутствовало некоторое давление на азиатских рынках на фоне ожиданий введения закона, ограничивающего инвестиции в ключевые сектора экономики Китая со стороны американских компаний. Национальные валюты развивающихся стран демонстрировали преимущественно понижательную динамику к доллару США (BRL: +1,5%; MXN: +0,2%; CNY: -0,6%), наиболее существенно ослабился африканский рэнд (-2,8% м/м).

ДЕНЕЖНАЯ МАССА

Повышение кредитной активности в розничном и корпоративном сегментах обеспечило ускорение годового прироста требований к экономике¹⁸, который составил 10,9% в марте в сравнении с 10,3% месяцем ранее. При этом роль бюджетных операций в формировании денежного предложения оставалась существенной, хотя и чуть уменьшилась по сравнению с февралем. Переток средств со счетов населения на счета эскроу, не учитываемые в составе денежных агрегатов, оказывал сдерживающее влияние на их динамику.

В итоге годовой прирост денежной массы в национальном определении (M2) составил 24,4% из-за постепенного ослабления влияния оттока валютных средств населения и орга-

¹⁸ 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.

низаций на динамику агрегата, однако по-прежнему оставался вблизи локального максимума (рис. 21). Годовой прирост широкой денежной массы (M2X) ускорился до 15,9% в сравнении с 15,2% в феврале. Величина годового прироста наличных средств в обращении ускорилась до 14% против 12% в феврале, однако их доля в структуре денежной массы осталась вблизи минимальных значений.

По предварительным данным, в апреле темпы роста денежных агрегатов оставались вблизи локальных максимумов. Годовые приросты M2 и M2X составили 24,0 и 15,3% соответственно.

ГРАФИКИ И ТАБЛИЦЫ

В АПРЕЛЕ 2023 Г. СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА ВРЕМЕННО СОКРАТИЛСЯ Табл. 2
(НА НАЧАЛО ДНЯ, МЛРД РУБ.)

	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2023	01.04.2023	01.05.2023
Структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности	-204	-1 691	-2 810	-1 118	-642
Требования Банка России к кредитным организациям	976	909	1 808	2 072	2 029
Операции на аукционной основе	847	116	1 492	1 766	1 719
– операции репо и «валютный своп»	847	116	1 492	1 766	1 719
Операции по фиксированным процентным ставкам	129	793	317	306	310
– операции репо и «валютный своп»	118	3	8	8	4
– обеспеченные кредиты	10	790	309	299	306
Требования кредитных организаций к Банку России	1 796	2 804	4 949	3 544	3 007
Депозиты	1 221	2 804	4 949	3 544	3 007
– на аукционной основе	844	1 626	3 621	2 450	1 990
– по фиксированной процентной ставке	377	1 178	1 328	1 094	1 017
КОБР	575	-	-	-	-
Регулярные операции на возвратной основе, не относящиеся к стандартным инструментам денежно-кредитной политики Банка России*	616	204	331	354	336

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

Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ СТРУКТУРНОГО ПРОФИЦИТА ЛИКВИДНОСТИ НА КОНЕЦ 2023 Г. СНИЖЕН НА 0,3 ТРЛН РУБ. И ОЦЕНИВАЕТСЯ В ДИАПАЗОНЕ ОТ 2,5 ДО 3,1 ТРЛН РУБЛЕЙ Табл. 3
(ТРЛН РУБ.)

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

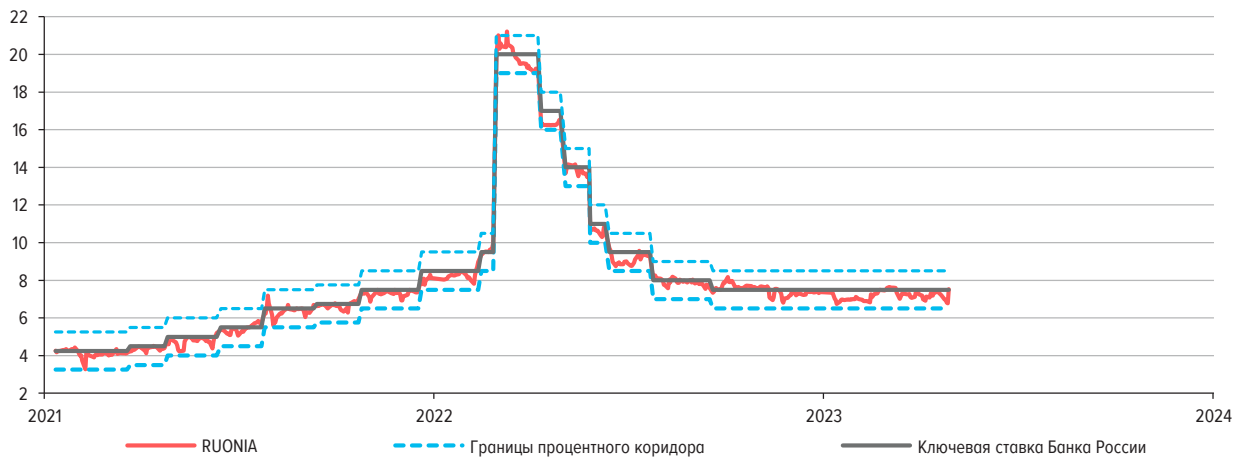
* Включая операции по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации бюджетного правила и прочие операции.

** 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 (%)

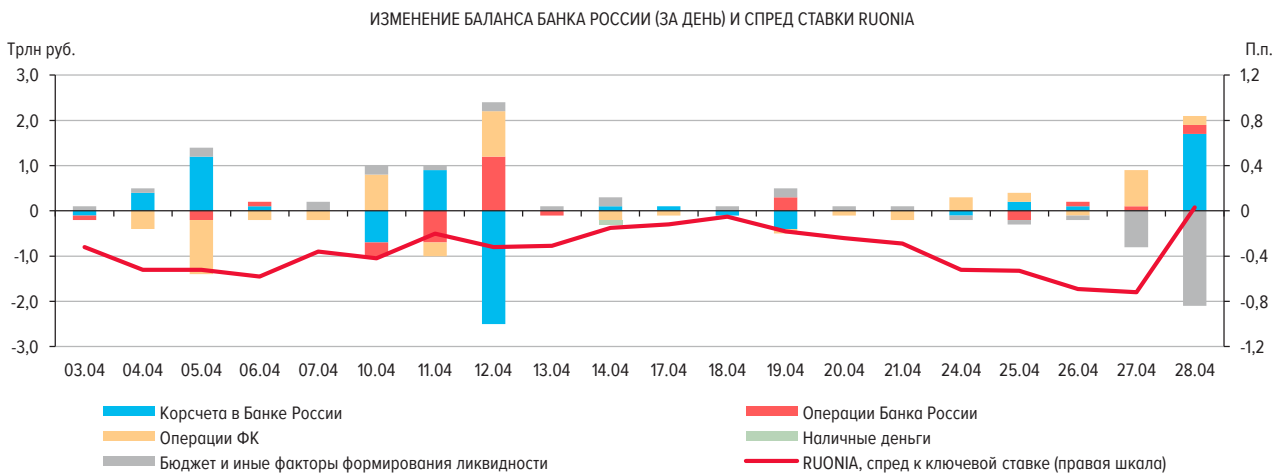
Рис. 2



Источник: расчеты Банка России.

В АПРЕЛЕ 2023 Г. АВТОНОМНЫЕ ФАКТОРЫ ПРИВЕЛИ К ОТТОКУ ЛИКВИДНОСТИ ИЗ БАНКОВ

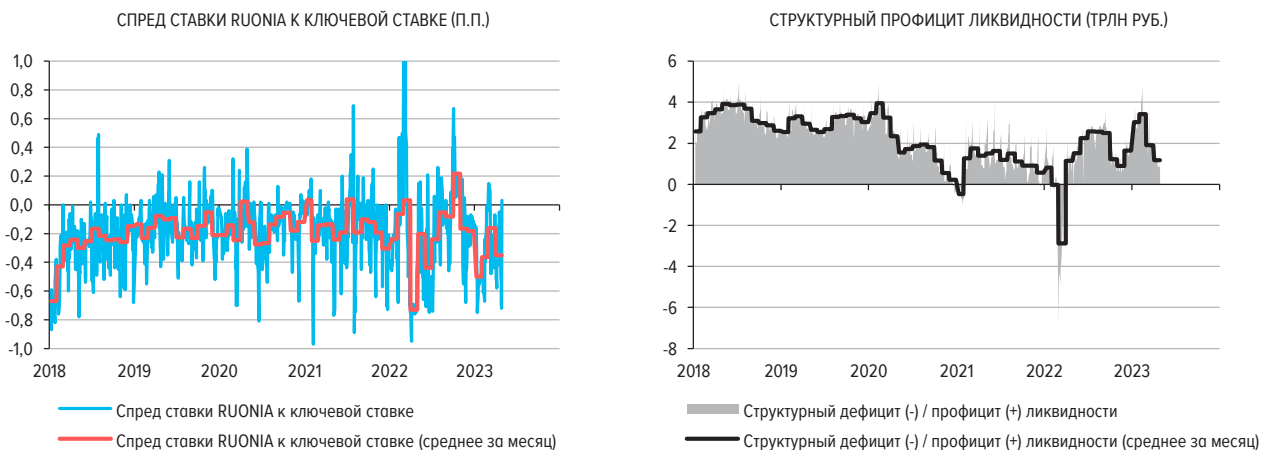
Рис. 3



Источник: расчеты Банка России.

СПРЕД СТАВКИ RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ БАНКА РОССИИ РАСШИРИЛСЯ

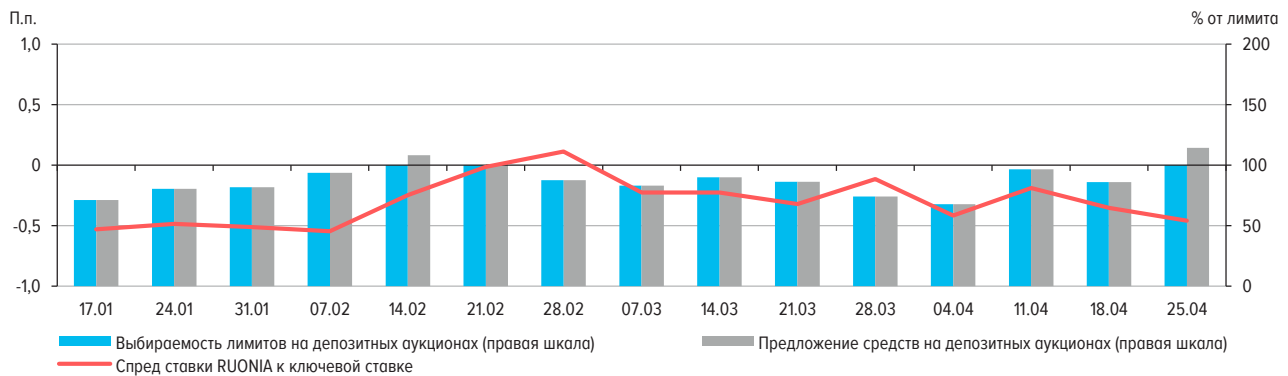
Рис. 4



Источник: расчеты Банка России.

**ВЫБИРАЕМОСТЬ ЛИМИТОВ НА ДЕПОЗИТНЫХ АУКЦИОНАХ БАНКА РОССИИ
(СРЕДНЕЕ ПО ОПЕРАЦИОННЫМ НЕДЕЛЯМ)**

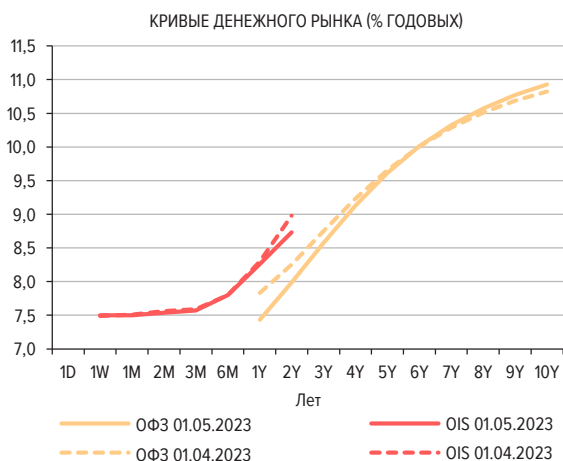
Рис. 5



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. Источник: расчеты Банка России.

**В АПРЕЛЕ КОРОТКИЕ СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА
ПОЧТИ НЕ ИЗМЕНИЛИСЬ**

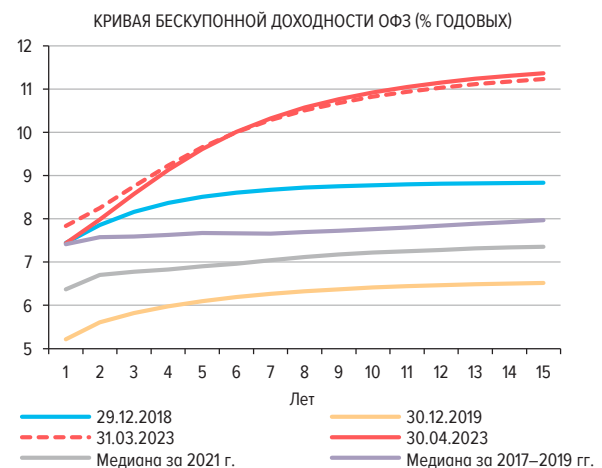
Рис. 6



Источники: ПАО Московская Биржа, НФА.

**КРИВАЯ ОФЗ НЕ ДЕМОНСТРИРОВАЛА
ВЫРАЖЕННОЙ ДИНАМИКИ**

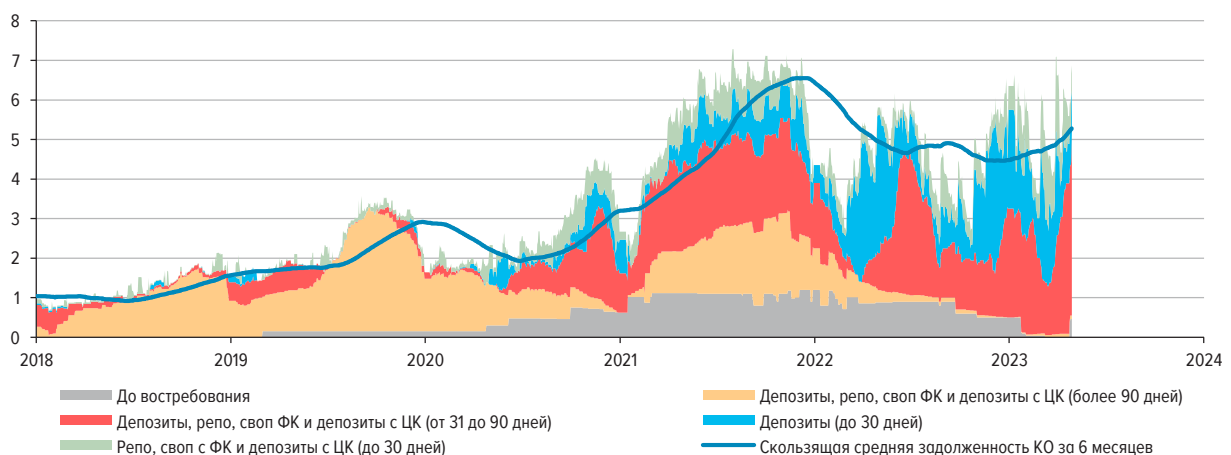
Рис. 7



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

**В АПРЕЛЕ 2023 Г. ЗАДОЛЖЕННОСТЬ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ ПЕРЕД ФК УВЕЛИЧИЛАСЬ
НА 0,3 ТРЛН РУБЛЕЙ
(ТРЛН РУБ.)**

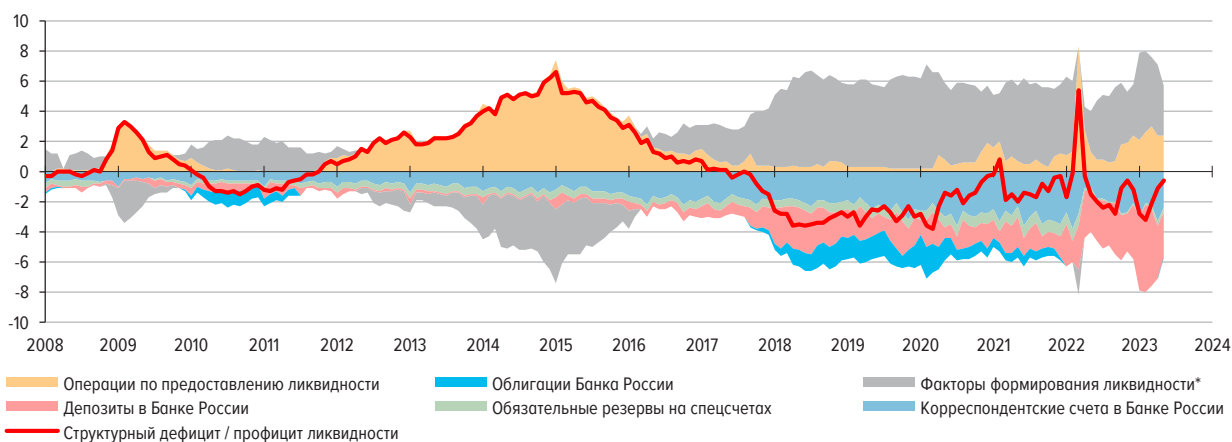
Рис. 8



Источники: Федеральное казначейство, расчеты Банка России.

БАЛАНС БАНКА РОССИИ
(ТРЛН РУБ.)

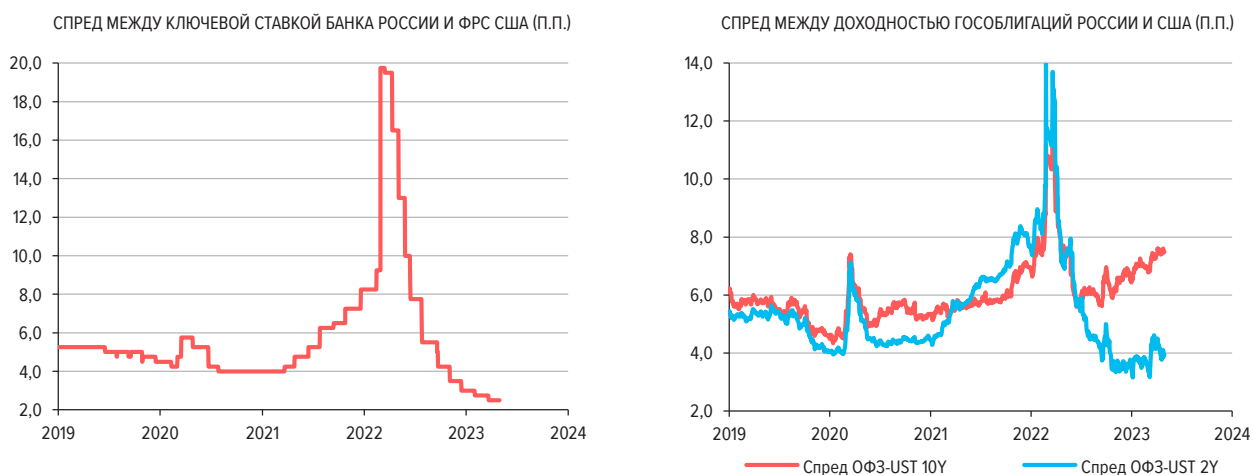
Рис. 9



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

СПРЕД МЕЖДУ ДОХОДНОСТЬЮ ГОСОБЛИГАЦИЙ РОССИИ И США СУЗИЛСЯ

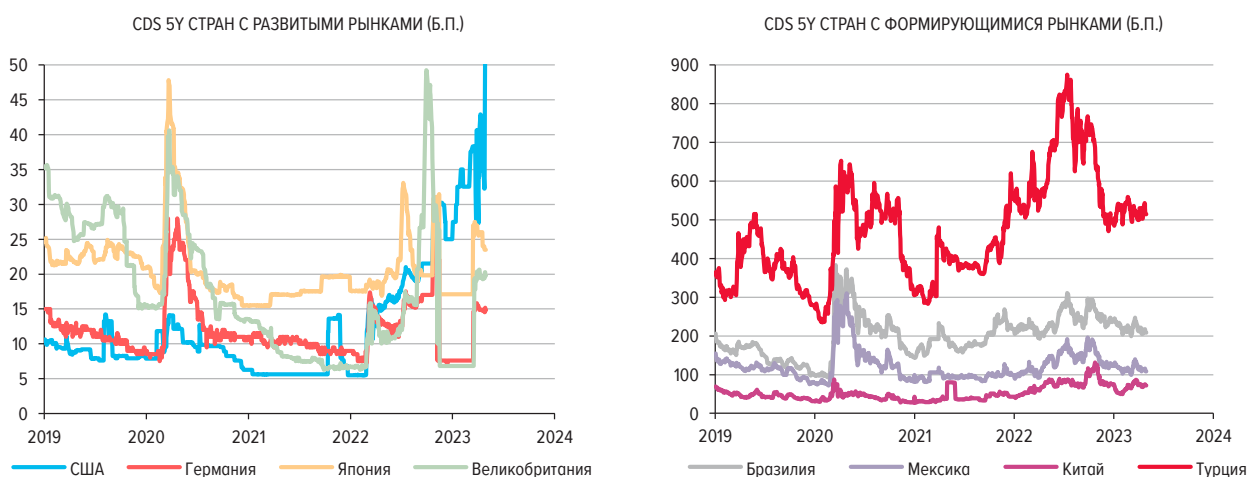
Рис. 10



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

CDS-СПРЕДЫ В БОЛЬШИНСТВЕ СТРАН НЕСКОЛЬКО СНИЗИЛИСЬ

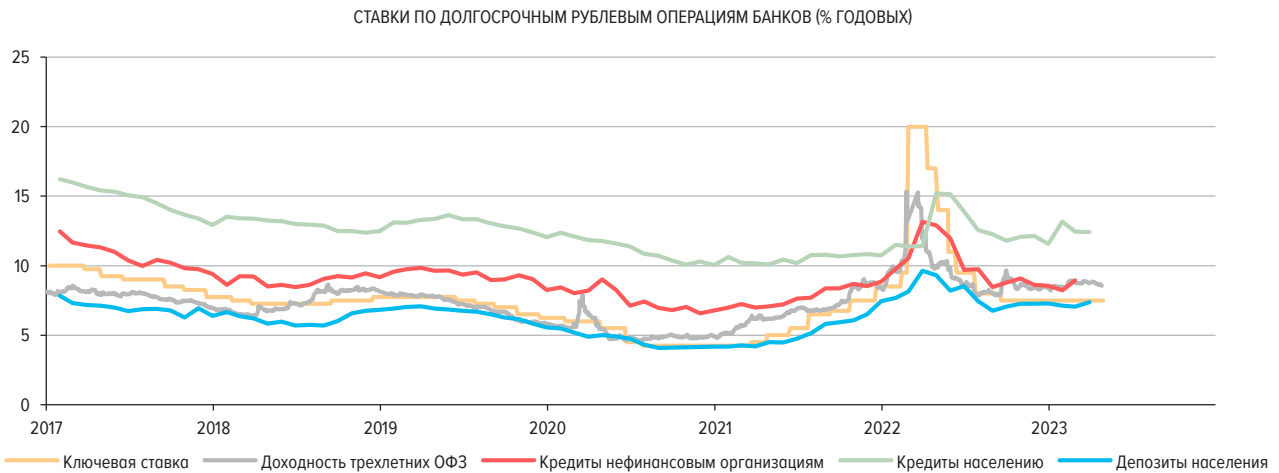
Рис. 11



Источники: SbonDs, расчеты Банка России.

КРЕДИТНЫЕ И ДЕПОЗИТНЫЕ СТАВКИ В МАРТЕ СУЩЕСТВЕННО НЕ ИЗМЕНИЛИСЬ

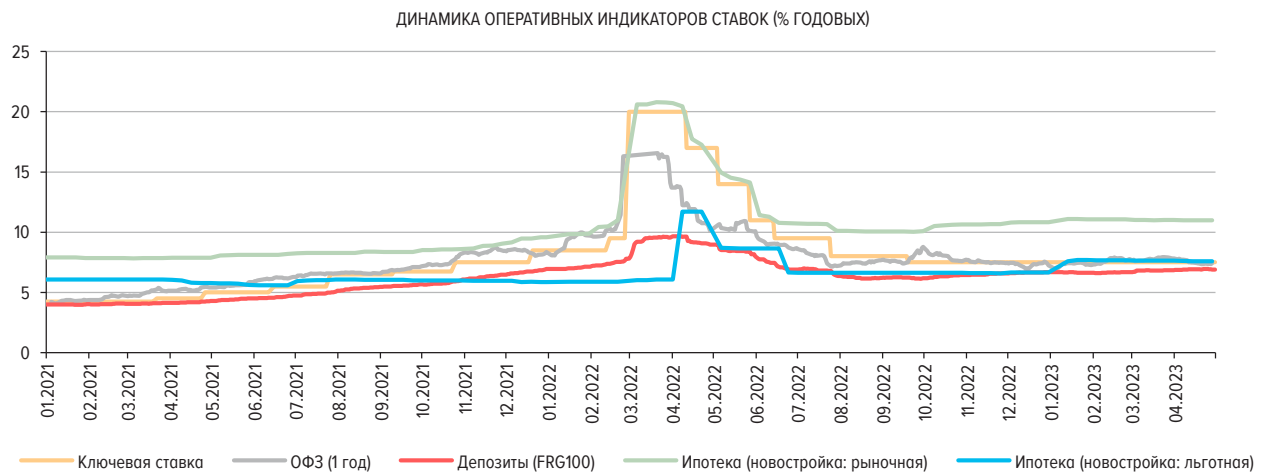
Рис. 12



Источник: Банк России.

В АПРЕЛЕ СТАВКИ ПРЕДЛОЖЕНИЯ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ СОХРАНИЛИСЬ НА ТЕКУЩИХ УРОВНЯХ

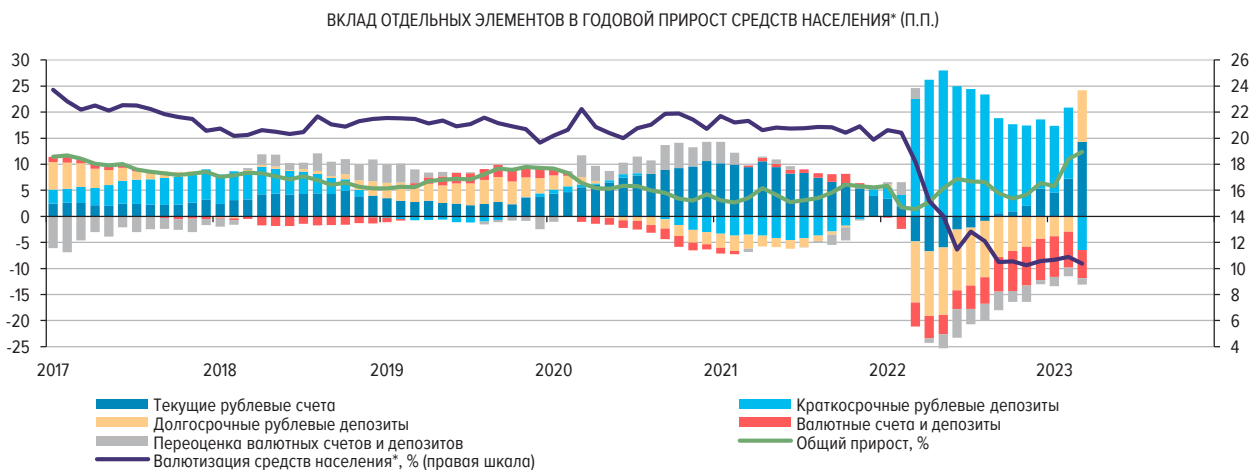
Рис. 13



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

В МАРТЕ НАСЕЛЕНИЕ АКТИВНО НАРАЩИВАЛО ОСТАТКИ НА ТЕКУЩИХ РУБЛЕВЫХ СЧЕТАХ

Рис. 14

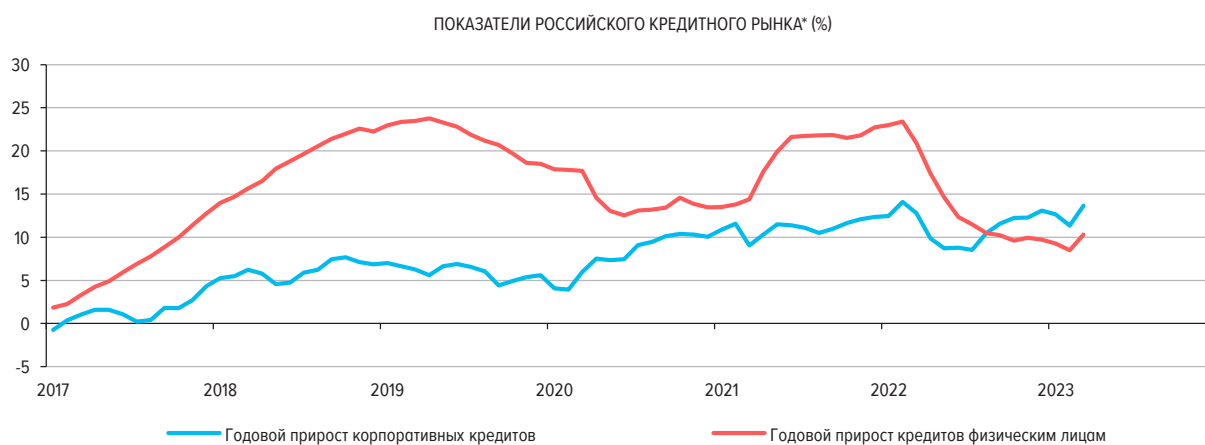


* Исключая счета эскроу.

Источник: расчеты Банка России.

В МАРТЕ РОСТ КРЕДИТОВАНИЯ УСКОРИЛСЯ

Рис. 15

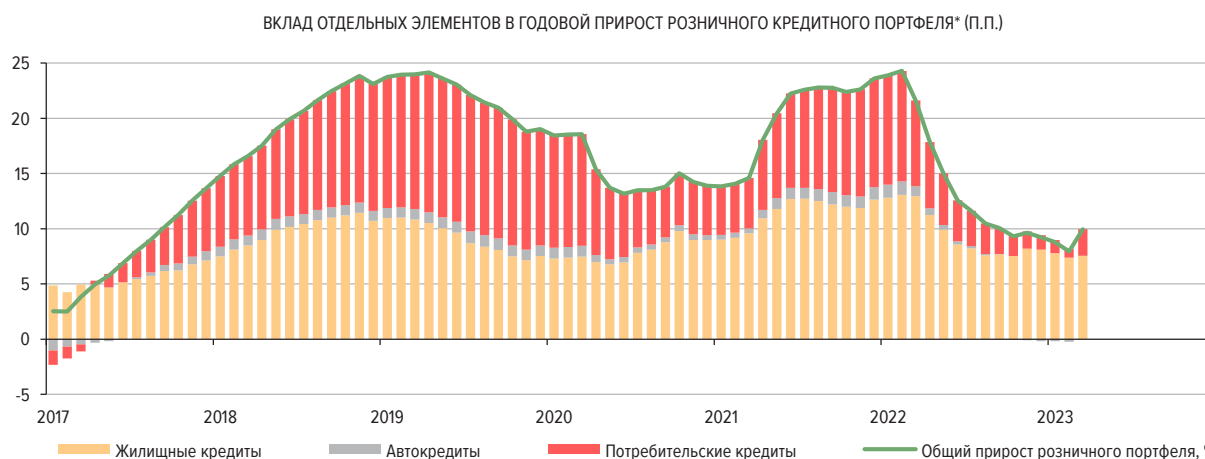


* С 01.02.2021 портфели корпоративных кредитов и кредитов населению включают приобретенные права требования. Приросты портфелей посчитаны с исключением приобретенных прав требования.

Источник: расчеты Банка России.

В СЕКТОРЕ НЕОБЕСПЕЧЕННЫХ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ КРЕДИТОВ ОТМЕЧАЛОСЬ ЗАМЕТНОЕ ОЖИВЛЕНИЕ АКТИВНОСТИ

Рис. 16

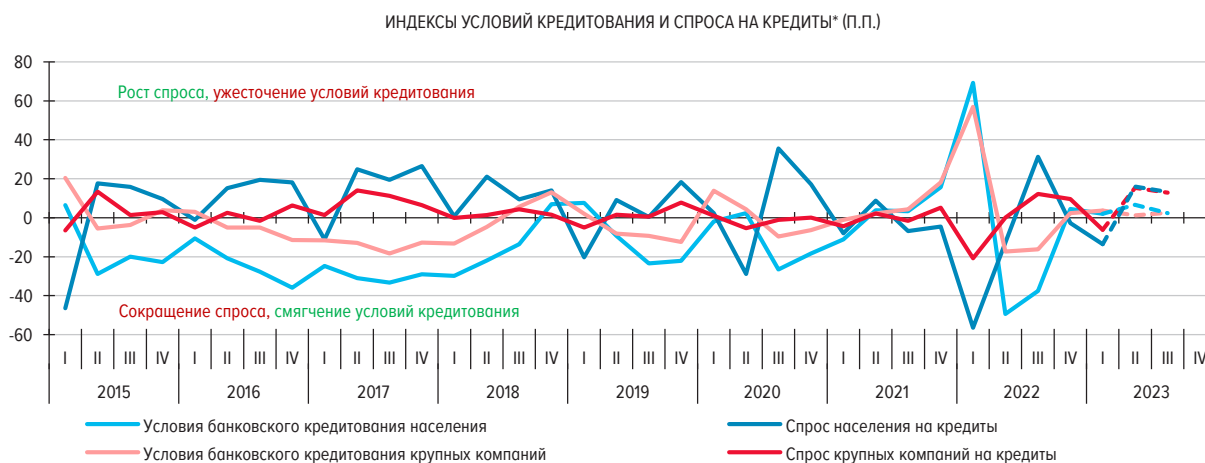


* По кредитам, сгруппированным в портфели однородных ссуд.

Источник: расчеты Банка России.

В II–III КВАРТАЛАХ 2023 Г. ОЖИДАЕТСЯ РОСТ СПРОСА КОМПАНИЙ И НАСЕЛЕНИЯ НА КРЕДИТЫ

Рис. 17



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

Источник: Банк России.

ИНДИКАТОРЫ КРЕДИТНОГО И ДЕПОЗИТНОГО РЫНКОВ

Табл. 4

		Декабрь 2022	Январь 2023	Февраль 2023	Март 2023
Ставки по долгосрочным рублевым банковским операциям					
депозиты населения	% годовых	7,3	7,1	7,1	7,4
кредиты населению	% годовых	11,6	13,2	12,5	12,4
кредиты организациям	% годовых	8,6	8,2	9,0	-
Средства населения*	% г/г, ИВП	6,4	5,8	11,0	12,4
в рублях*	% г/г	17,8	17,1	22,5	21,7
в иностранной валюте	% г/г	-40,7	-39,8	-35,3	-30,9
валютизация*	%	10,6	10,7	10,9	10,4
Корпоративные кредиты**	% г/г, ИВП	13,1	12,6	11,4	13,7
краткосрочные (до 1 года)	% г/г, ИВП	4,7	0,6	0,1	8,4
долгосрочные (свыше 1 года)	% г/г, ИВП	16,8	17,5	15,8	17,3
Кредиты населению**	% г/г, ИВП	9,7	9,3	8,5	10,3
ипотечные жилищные кредиты	% г/г, ИВП	17,6	16,9	16,1	16,0
необеспеченные потребительские ссуды	% г/г	2,7	2,5	1,7	5,1
Требования банковской системы к экономике	% г/г, ИВП	12,0	11,7	10,3	10,9
к организациям	% г/г, ИВП	13,2	12,8	11,1	11,3
к населению	% г/г, ИВП	9,4	8,9	8,1	10,0
Денежная масса (M2)	% г/г	24,4	25,9	25,9	24,4
Широкая денежная масса (M2X)	% г/г, ИВП	14,0	14,5	15,2	15,9

* Исключая счета эскроу.

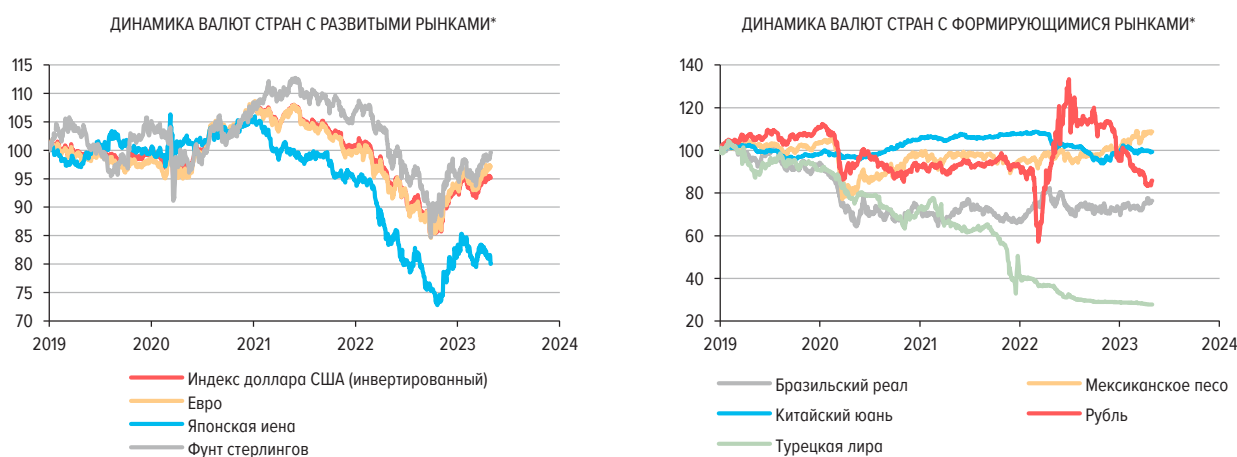
** С 01.02.2021 портфели корпоративных кредитов и кредитов населению включают приобретенные права требования. Приросты портфелей посчитаны с исключением приобретенных прав требования.

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 АПРЕЛЕ ДОЛЛАР США ОСЛАБИЛСЯ К ОСНОВНЫМ МИРОВЫМ ВАЛЮТАМ
(02.01.2019 = 100)

Рис. 18



* По отношению к доллару США. Обратные котировки.

Источники: Sbondz, расчеты Банка России.

ВАЛютный сегмент российского финансового рынка продолжал демонстрировать понижательную динамику

Табл. 5

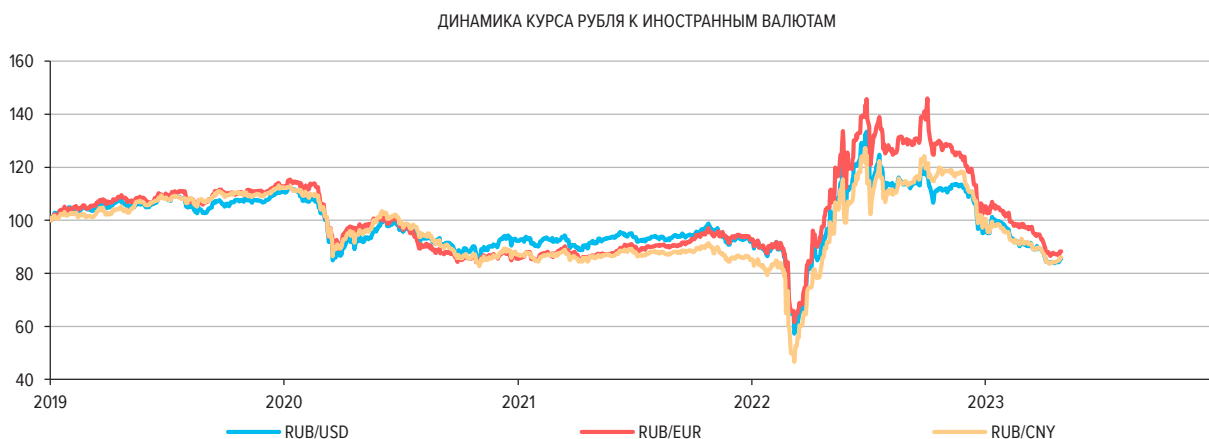
Показатель		30.04.2023	1М	3М	6М	YTD	1Y
Российский финансовый рынок («+» – положительная динамика, «-» – негативная динамика)							
Курс рубля к доллару США		80,25	-3,4	-15,5	-30,5	-14,8	-11,3
Индекс МосБиржи, б.п.		2 635	7,5	20,4	21,6	22,3	10,5
Индекс РТС, б.п.		1 034	3,7	4,2	-7,0	6,5	-0,8
Доходность государственных облигаций, %		10,03	2	32	52	42	-8
Доходность корпоративных облигаций, %		9,75	-10	5	37	3	-294
Доходность региональных облигаций, %		9,33	-8	18	29	31	-225
RVI, п.		27	-6	-6	-19	-12	-47
Курсы валют (за долл. США, изменение в %, «+» – укрепление, «-» – ослабление)							
ПРС*	Индекс доллара США	101,72	-0,8	-0,2	-8,8	-1,7	-1,8
	Евро	1,10	1,6	1,4	11,5	2,9	4,9
	Японская иена	136,31	2,6	4,9	-8,4	3,8	4,2
	Фунт стерлингов	1,26	1,9	1,4	9,6	4,0	0,9
СФР	Рубль	80,25	-3,4	-15,5	-30,5	-14,8	-11,3
	Бразильский реал	4,99	1,5	2,4	3,7	5,7	-0,9
	Мексиканское песо	18,00	0,2	4,1	9,1	7,7	11,9
	Китайский юань	6,91	-0,6	-1,9	5,3	-0,2	-3,7
	Турецкая лира	19,45	-1,4	-3,4	-4,4	-3,9	-31,4
	ЮАР	18,29	-2,8	-6,2	0,3	-7,6	-14,2
Доходность 10-летних облигаций (% годовых, изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	3,44	-4	-8	-66	-44	59
	Германия	2,31	2	7	17	-26	141
	Япония	0,39	6	-10	14	-3	16
	Великобритания	3,72	23	39	21	5	191
СФР	Россия	10,93	10	42	75	62	59
	Бразилия	12,41	-53	-68	34	-36	12
	Мексика	9,09	-3	12	-112	-26	-31
	Китай	2,79	-8	-17	14	-9	-7
	Турция	12,94	236	245	170	317	-802
	ЮАР	10,18	35	52	-68	-1	16
CDS-спреды 5Y (б.п., изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	59	25	26	31	34	44
	Германия	15	-1	7	-12	7	2
	Япония	24	-3	6	-7	6	5
	Великобритания	20	-1	13	-10	13	8
СФР	Бразилия	209	-5	-10	-52	-31	-3
	Мексика	108	-7	-3	-46	-16	-20
	Китай	72	-1	23	-54	-4	-7
	Турция	515	15	-16	-119	26	-68
	ЮАР	274	6	26	-24	28	33
Индексы акций (п., изменение в %, «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	S&P 500	4 169	1,46	2,4	7,6	8,6	-2,8
	Stoxx 600	467	1,92	2,5	13,2	9,8	4,4
	Nikkei 225	28 856	2,91	5,4	4,7	10,6	7,5
	FTSE 100	7 871	3,13	1,4	10,9	5,6	4,8
СФР	MSCI EM	977	-1,34	-7,1	15,2	2,2	-7,3
	Bovespa	104 432	2,50	-7,0	-10,0	-4,8	-5,0
	IPC Mexico	55 121	2,26	0,6	10,4	13,7	4,8
	SSE Composite	3 323	1,54	1,8	14,9	7,6	11,7
	BIST 100	4 618	-4,05	-11,1	16,1	-16,2	90,2
	FTSE/JSE	78 218	2,78	-3,2	17,3	7,1	9,3

* Промышленно развитые страны.

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

В ТЕЧЕНИЕ АПРЕЛЯ РУБЛЬ ПРОДОЛЖАЛ ОСЛАБЛЯТЬСЯ АНАЛОГИЧНЫМИ ПРЕДЫДУЩЕМУ МЕСЯЦУ ТЕМПАМИ
(02.01.2019 = 100)

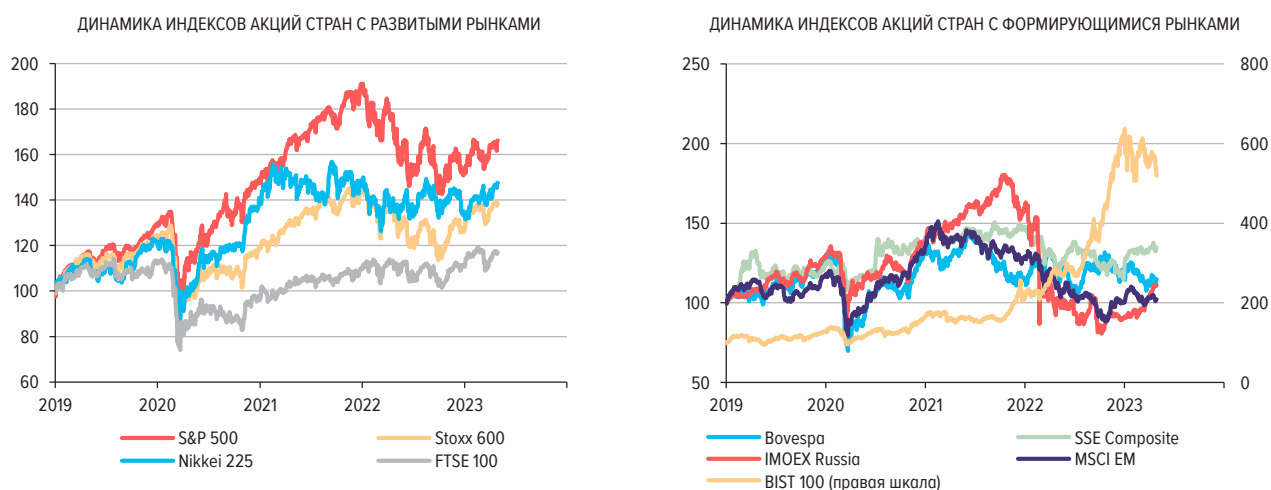
Рис. 19



Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

ИНДЕКСЫ АКЦИЙ ПРЕИМУЩЕСТВЕННО РОСЛИ
(02.01.2019 = 100)

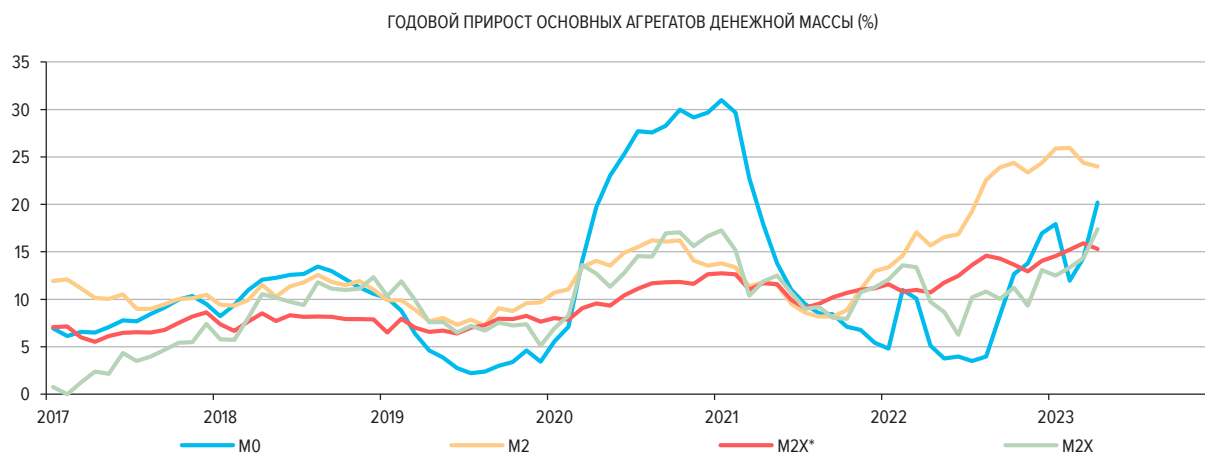
Рис. 20



Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

В РЕЗУЛЬТАТЕ ПРИБЛИЖЕНИЯ ТЕМПОВ БЮДЖЕТНЫХ РАСХОДОВ К СЕЗОННОЙ НОРМЕ
ПРИРОСТ M2 ЗАМЕДЛИЛСЯ

Рис. 21



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

Даты отсечения данных:

- в разделе «Денежный рынок и ставки овернайт (RUONIA)» – 30.04.2023;
- в разделах «Кривые доходностей денежного и долгового рынков» и «Другие сегменты финансового рынка» – 30.04.2023;
- в разделе «Кредитно-депозитный рынок» – 01.04.2023, для оперативных данных – 01.05.2023.

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