



Банк России



Ноябрь 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 (НОЯБРЬ 2023 Г.)

- По оценкам Банка России, в октябре – ноябре денежно-кредитные условия изменялись в сторону ужесточения. В части ценовых условий на ужесточение указывал рост ставок кредитно-депозитного рынка и коротких ставок денежного рынка. Одновременно рост инфляционных ожиданий населения действовал в сторону смягчения ДКУ.
- В среднем за ноябрь спред RUONIA к ключевой ставке составил -20 б.п. (за октябрь: -15 б.п.).
- В ноябре короткие ставки денежного рынка выросли, а длинные – снизились, отражая изменение рыночных ожиданий относительно дальнейшей траектории ключевой ставки. Доходности ОФЗ на всех сроках снижались, в том числе из-за повышенного спроса банков.
- В октябре – ноябре ставки по вкладам продолжили плавно расти, поддерживая депозитную активность, преимущественно в краткосрочном сегменте.
- На динамику ставок по кредитам в октябре – ноябре существенно влияли льготные программы. При этом замедление кредитования пока отмечалось в основном среди розничных клиентов.
- В октябре рост агрегата М2Х ускорился при сохранении роста агрегата М2 вблизи уровня прошлого месяца.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ТРАНСМИССИЯ

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

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

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

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

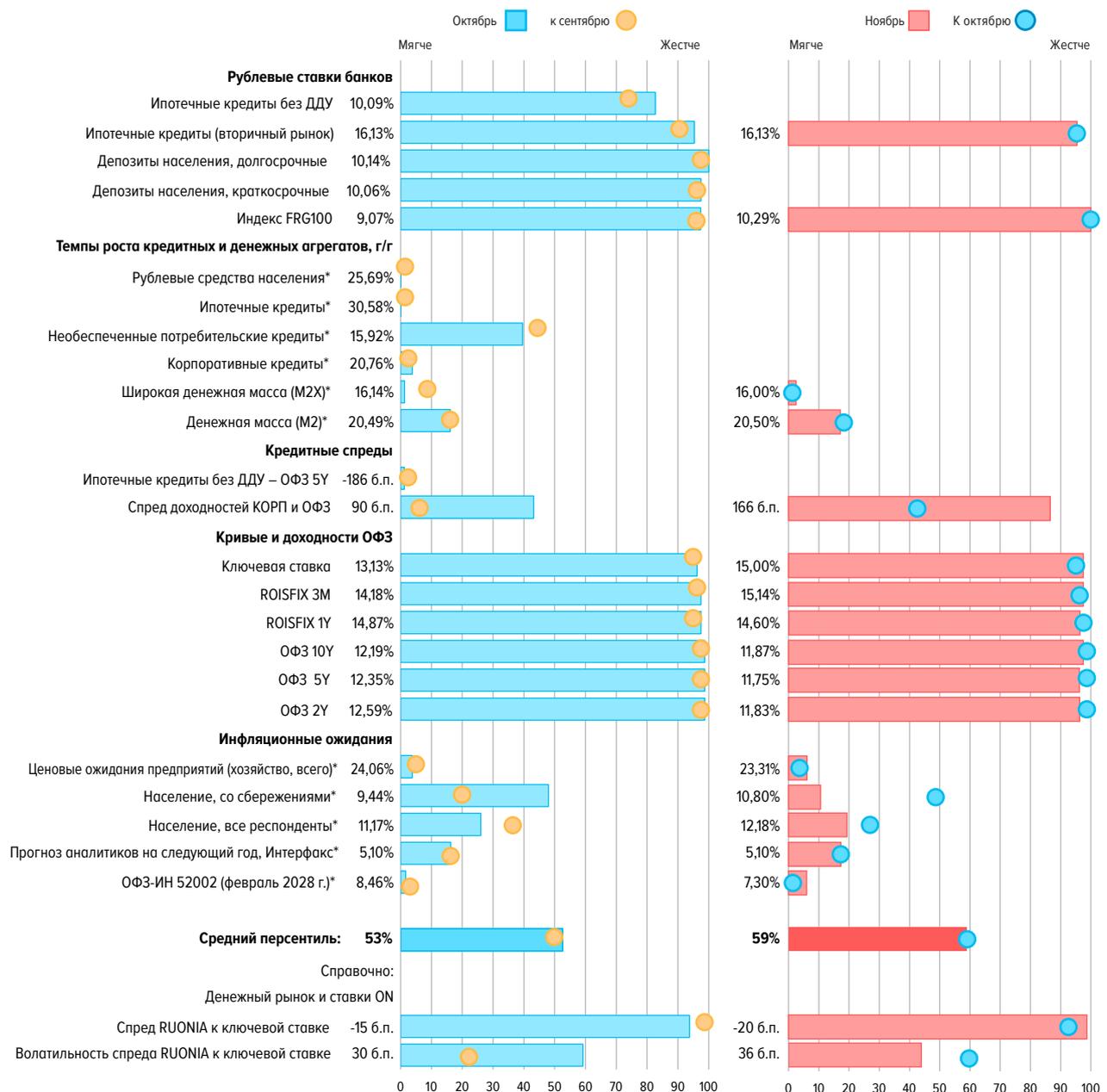
¹ Подробнее см. Приложение 1 к [Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов](#).

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

Денежно-кредитные условия в российской экономике в октябре – ноябре ужесточались (рис. 1). В части ценовых условий на ужесточение указывал рост ставок кредитно-депозитного рынка и коротких ставок денежного рынка. Замедление кредитной активности в корпоративном и в розничном сегментах происходит постепенно, свидетельствуя о лагах в трансмиссии решений Банка России в ДКУ. Темпы роста денежных агрегатов оставались вблизи локальных максимумов.

ОТДЕЛЬНЫЕ ИНДИКАТОРЫ ЖЕСТКОСТИ ДКУ И ИХ ИЗМЕНЕНИЯ В ОКТЯБРЕ И НОЯБРЕ

Рис. 1



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

Примечание. Данная панель индикаторов представляет одну из возможных сводных визуализаций значимых показателей, которые целесообразно учитывать при оценке ДКУ и их изменений. Ее не следует рассматривать как всеобъемлющее представление всевозможных индикаторов, имеющих отношение к оценке характера ДКУ и его изменениям.

График отражает уровень показателя (в перцентиле) относительно распределения значений с января 2017 г. по октябрь 2023 г. (левый график) и по ноябрь 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. Перцентиль по спреду RUONIA к ключевой ставке исключен из расчета общего среднего перцентиле ввиду повышенной волатильности.

Источник: расчеты Банка России.

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

1. Ключевая ставка

В ноябре ключевая ставка оставалась неизменной. Ранее Совет директоров Банка России на заседании 27 октября принял решение повысить ключевую ставку на 200 б.п., до 15% годовых.

2. Денежный рынок и ставки овернайт (RUONIA)

За ноябрь средний спред ставки RUONIA¹ – операционного ориентира Банка России – к ключевой ставке Банка России² составил **-20 б.п.** (в октябре: -15 б.п., с начала года: -22 б.п.) (рис. 4). Волатильность спреда – 36 б.п. (в октябре: 30 б.п., с начала года: 26 б.п.).

Среднедневной дефицит ликвидности в ноябре увеличился на 0,2 трлн руб., до 0,9 трлн руб., в основном за счет оттока по бюджетным операциям.

В ноябре спред ставки RUONIA к ключевой ставке расширился, а волатильность спреда оставалась высокой. В начале месяца ставка RUONIA формировалась с большим отрицательным спредом к ключевой ставке. Из-за неравномерной траектории усреднения обязательных резервов (ОР) в октябрьском³ периоде усреднения (ПУ) к этому времени многие банки уже в значительной мере выполнили усреднение ОР. Спрос на ликвидность в это время оставался низким, что оказывало понижательное давление на ставки денежного рынка. Для абсорбирования большого объема избыточной ликвидности в конце октябрьского ПУ Банк России провел четыре депозитных аукциона «тонкой настройки» в период с 9 по 14 ноября. Это позволило сблизить ставку RUONIA с ключевой ставкой.

В середине месяца, с началом ноябрьского⁴ ПУ, динамику ставок определял рост потребности банков в ликвидности. По мере расширения структурного дефицита ликвидности спрос банков на средства на денежном рынке и привлечения от Банка России увеличивался. Это отражалось в росте рыночных ставок и привело к тому, что ставка RUONIA во второй половине ноября формировалась с небольшим положительным спредом к ключевой ставке. В этих условиях Банк России постепенно сокращал лимиты недельных депозитных аукционов и высвобождал ликвидность для ее последующего перераспределения между банками на денежном рынке. В результате объем сделок на рынке, в том числе в сегменте RUONIA, увеличился. При этом перераспределение средств по банковскому сектору оставалось недостаточно эффективным и сохранялся спрос на операции Банка России постоянного действия как по абсорбированию, так и по предоставлению ликвидности.

В ноябре бюджетные и прочие операции привели к оттоку 0,4 трлн руб. из банков. Значительное влияние оказывает приостановка⁵ Банком России зеркалирования операций Минфина России на внутреннем валютном рынке в рамках бюджетного правила⁶. Объем привлечений

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 11.10.2023 – 14.11.2023.

⁴ 15.11.2023 – 12.12.2023

⁵ [Пресс-релиз Банка России от 9 августа 2023 года.](#)

⁶ Подробнее о влиянии на ликвидность приостановки Банком России зеркалирования операций Минфина России на внутреннем валютном рынке в рамках бюджетного правила см. в аналитическом материале [Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. № 10 \(16\). Октябрь 2023 года.](#)

Минфином России на аукционах ОФЗ составил 0,3 трлн руб. на чистой основе. И доходы, и расходы бюджета увеличились относительно аналогичного периода предыдущего года.

В ноябре спрос на наличные деньги был ниже сезонных значений. Объем наличных денег⁷ в обращении сократился на 0,3 трлн рублей. Это связано с продолжающимся возвратом наличных денег в банки на фоне роста депозитных ставок и, возможно, с увеличением объема инкассации выручки предприятий розничной торговли на фоне роста потребительской активности.

Спрос на аукционе репо на срок 1 месяц в ноябре остался прежним и составил 0,2 трлн рублей. Лимит для указанного аукциона сохранен на уровне 0,1 трлн рублей.

Прогноз структурного профицита ликвидности на конец 2023 г. повышен на 0,5 трлн руб. и оценивается в диапазоне от 0,5 до 1,2 трлн рублей. Основное изменение связано с понижением прогноза спроса на наличные деньги с учетом фактических данных за октябрь – ноябрь 2023 г., также сужен прогнозный интервал для указанного фактора.

3. Кривые доходностей денежного и долгового рынков

Кривые денежного рынка. В ноябре кривая ROISfix⁸ сдвинулась вверх на коротком конце (+25–58 б.п.), при этом ставки ROISfix на сроках от 1 года снизились на 65–96 б.п.: ROISfix 1w – 15,07%; ROISfix 2w – 15,08%; ROISfix 1M – 15,29%; ROISfix 2M – 15,45%; ROISfix 3M – 15,63%; ROISfix 6M – 15,63%; ROISfix 1Y – 14,48%; ROISfix 2Y – 13,14%.

Такая динамика говорит о том, что, по мнению участников рынка, последнее повышение ключевой ставки в октябре и ожидаемое дополнительное повышение приведут к достаточному ужесточению ДКУ, после чего инфляция будет возвращаться к целевому уровню, давая возможность для более раннего снижения ключевой ставки, чем ожидалось прежде (рис. 6).

Кривая доходности ОФЗ. В ноябре доходности ОФЗ существенно снижались на всех сроках (в среднем на 80–100 б.п.): ОФЗ 1Y – 11,50% (-145 б.п.); ОФЗ 2Y – 11,56% (-122 б.п.); ОФЗ 5Y – 11,64% (-84 б.п.); ОФЗ 10Y – 11,74% (-76 б.п.). Смещение кривой вниз по всей длине вызвано тем, что участники рынка рассматривают текущий уровень ключевой ставки как близкий к пику цикла ужесточения денежно-кредитной политики и допускают более быстрые темпы ее снижения начиная с II квартала 2024 года. Доходности коротких бумаг существенно уменьшились также из-за повышенного спроса со стороны отдельных участников финансового рынка.

Кривая ОФЗ приобрела нормальный вид за счет более серьезного движения вниз короткого конца. Спред между доходностью 10- и 2-летних ОФЗ вернулся в область положительных значений (+18 б.п.; +46 б.п. м/м). Структура участников вторичного рынка ОФЗ почти не изменилась. Нетто-продавцами оставались банки, а нетто-покупателями – нефинансовые организации и СЗКО.

Вмененная инфляция⁹. Снижение доходностей ОФЗ на среднем и дальнем концах кривой произошло за счет снижения вмененной инфляции. Средняя за ноябрь вмененная инфляция из ОФЗ-ИН 52 002 (2028 г.) составила 7,3% (-116 б.п.), а реальная доходность выросла в среднем на 39 базисных пунктов.

Первичный рынок ОФЗ. В ноябре Минфин России существенно увеличил объем привлечений (объем выручки в ноябре: 301 млрд руб.; в октябре: 143 млрд руб.). Средний за неделю спрос на бумаги вырос (ноябрь: 134 млрд руб.; октябрь: 112 млрд руб.), при этом основными покупателями были небанковские организации – в частности, коллективные инвесторы. Интерес наблюдался преимущественно к выпускам ОФЗ-ПД в связи с пересмотром участниками рынка ожиданий относительно дальнейшей траектории ключевой ставки. При размещении

⁷ По оперативным данным.

⁸ Кривая OIS (ROISfix) – индикативные ставки (фиксинг) по операциям «процентный своп» на ставку RUONIA.

⁹ [Методология расчета показателя.](#)

классических бумаг ведомство предоставляло небольшую премию к доходности вторичного рынка (не более 5 б.п.) на фоне формирования благоприятных рыночных условий, в том числе из-за замедления инфляции и укрепления рубля. С начала года Минфин России разместил ОФЗ на 2,5 трлн руб., то есть 96% из уточненного годового плана заимствований в 2,6 трлн рублей.

4. Рынок корпоративных облигаций

Вторичный рынок. К концу ноября доходность корпоративных облигаций, по данным индекса IFX–Cbonds, снова выросла – до 13,93% (+13 б.п.). Среднемесячный спред к доходности государственных облигаций увеличился почти в два раза (169 б.п.; +77 б.п.), что является локальным максимумом и сопоставимо со значениями декабря 2022 года. Спред расширился в результате описанной выше динамики коротких ОФЗ из-за дополнительного спроса отдельных участников рынка на такие бумаги.

Первичный рынок. В ноябре корпоративные заемщики привлекли объем средств выше среднего значения с начала года (ноябрь: 543 млрд руб.; среднее с января по ноябрь 2023 г.: 495 млрд руб.). Широкому кругу инвесторов был доступно около 90% объема размещений (ноябрь: 486 млрд руб.; октябрь: 480 млрд руб.). Количество эмитентов рыночных выпусков осталось прежним – 48 штук. Основными заемщиками стали финансовые компании, в том числе лизинговые. Общий объем рынка корпоративных облигаций на конец ноября составил 23,63 трлн руб. (октябрь: 23,64 трлн руб.; +26% г/г).

В ноябре объем размещенных замещающих облигаций продолжил увеличиваться (ноябрь: 290,6 млрд руб.; октябрь: 45,5 млрд руб.). При этом доходности, согласно индексу Cbonds, на фоне стабильно высокого спроса на бумаги существенно снизились – до 6,93% (-92 б.п. м/м). Эмитентами замещающих облигаций были высокорейтинговые компании финансового сектора.

5. Кредитно-депозитный рынок

Депозитные ставки. На фоне сохраняющегося ужесточения денежно-кредитной политики и следующего за ним роста доходностей ОФЗ ставки по розничным вкладам в октябре продолжили повышаться. Средневзвешенная ставка по депозитам на срок до 1 года по итогам октября прибавила 0,6 п.п., до 10,1% годовых, по депозитам на срок свыше 1 года – 0,7 п.п., до 10,1% годовых. При этом более существенное изменение наблюдалось в сегменте сроком от 1 до 3 лет.

По оперативным данным, в ноябре увеличение ставок по розничным вкладам продолжилось: за месяц индекс FRG100¹⁰ прибавил более чем 1 п.п., превысив максимум 2022 г. (рис. 12). Меры Банка России, направленные на поддержание ценовой стабильности, останутся первостепенным фактором, формирующим траекторию депозитных ставок. Дополнительное повышательное давление, наиболее вероятно, будет оказывать межбанковская конкуренция за средства вкладчиков, склонная усиливаться в периоды ужесточения ДКУ.

Депозитные операции. Продолжившийся рост ставок по вкладам способствовал поддержанию привлекательности банковских депозитов в качестве инструмента сбережений для населения. Это обеспечивало дальнейшее увеличение годового прироста¹¹ средств розничных

¹⁰ Средняя ставка 80 крупнейших депозитных банков по вкладам сроком 1 год на сумму от 100 тыс. руб., по данным информационного агентства Frank RG.

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

клиентов в банках¹² – до 19,4% в октябре после 17,1% месяцем ранее. При этом сложившаяся в предшествующие месяцы тенденция перетока средств с текущих счетов и долгосрочных вкладов на краткосрочные рублевые депозиты в октябре сохранилась (рис. 13), что обусловлено прежде всего их сравнительно более высокой доходностью.

Месячный прирост средств населения на счетах эскроу в октябре уменьшился после рекордного значения в сентябре, чему могли способствовать как активизация их раскрытия в период роста ввода жилья в эксплуатацию, так и наметившееся охлаждение ипотечного кредитования.

Отток средств населения с валютных вкладов в октябре продолжил замедляться, однако на фоне укрепления курса рубля валютизация розничного депозитного портфеля снизилась до 9,4% против 10,1% в сентябре.

По предварительным данным, в ноябре ситуация на депозитном рынке не претерпела серьезных изменений: население активно наращивало остатки на краткосрочных рублевых депозитах. В ближайшей перспективе динамика средств населения на вкладах будет зависеть от подстройки ожиданий банков к мерам регулятора в рамках денежно-кредитной политики.

Кредитные ставки. В сентябре рост ставок по кредитам продолжился как в корпоративном, так и в розничном сегменте рынка (рис. 11). При этом более существенное увеличение стоимости заимствований закономерно отмечалось по более рискованным направлениям – кредитам малому и среднему бизнесу, оборотным кредитам предприятиям торговли, а также автокредитованию и потребительским кредитам.

По оперативным данным, в октябре – ноябре на динамику среднерыночных кредитных ставок ощутимо влияли выдача кредитов в рамках льготных программ и единичные крупные операции. Тем не менее по кредитам на рыночных условиях банки в основном повышали ставки, реагируя на продолжившееся ужесточение денежно-кредитной политики и сохранение жесткой риторики регулятора.

В частности, согласно данным АО «ДОМ.РФ», заметно увеличились минимальные ставки по рыночной ипотеке¹³ (рис. 12). По оценке, возросла и стоимость кредитов на потребительские цели, а также кредитов организациям в отраслях без масштабной господдержки. При этом с учетом лагов трансмиссии реализованного ужесточения денежно-кредитной политики в ставки по кредитам сохраняется потенциал их дальнейшего повышения на горизонте IV квартала 2023 г. и I квартала 2024 года.

Корпоративное кредитование. В октябре спрос компаний на заемные средства оставался высоким. Годовой прирост кредитования организаций¹⁴, как и месяцем ранее, составил 20,8%, удерживаясь вблизи максимумов последних лет (рис. 14). При этом рост по-прежнему был сконцентрирован в сегменте рублевых кредитов, в первую очередь средне- и долгосрочных, а среди ключевых получателей заемных средств, по предварительной оценке, выступали предприятия отраслей строительства, оптовой торговли, металлургии и машиностроения. По оперативным данным, в ноябре кредитная активность в корпоративном сегменте также сохранялась на повышенном уровне.

По прогнозу Банка России¹⁵, корпоративное кредитование замедлится в 2024 г., в том числе, как отметили участники мониторинга предприятий, в результате заметного ужесточения

¹² Здесь и далее в состав средств физических лиц в банках включаются остатки на срочных депозитах, депозитах «до востребования» и текущих счетах, но не включаются счета эскроу по договорам участия в долевом строительстве.

¹³ Средние ипотечные ставки топ-20 банков на жилье в первичном сегменте на рыночных условиях со стандартными параметрами: цена квартиры – 7,8 млн руб., кредит – 5,5 млн руб., первоначальный взнос – 30%, срок – 15 лет, любой клиент, по данным АО «ДОМ.РФ».

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

¹⁵ [Среднесрочный прогноз Банка России](#) к решению по ключевой ставке от 27 октября 2023 года.

условий кредитования¹⁶. Кроме того, увеличение бюджетного стимула, ожидаемое в 2024 г., способно отчасти заместить потребность организаций в банковских кредитах, что будет оказывать сдерживающее влияние на динамику кредитования.

Розничное кредитование. В октябре годовой прирост кредитов физическим лицам¹⁷ обновил многолетний максимум, достигнув 24,5%, но это было результатом в том числе эффекта низкой базы 2022 г. (рис. 14). В терминах месячных приростов рынок кредитов населению продолжил демонстрировать признаки охлаждения активности, в первую очередь за счет сегмента необеспеченных потребительских ссуд, где постепенный рост ставок сопровождался повышением с 1 сентября надбавок к коэффициентам риска¹⁸.

Снижение оборотов рынка после рекордных значений сентября наметилось и в ипотечном кредитовании, хотя объем предоставленных кредитов здесь по-прежнему остается существенно выше уровней 2022 – первой половины 2023 г., и свыше двух третей его приходится на ипотеку с господдержкой. В этих условиях годовой прирост ипотечных жилищных кредитов¹⁹ превысил 30% впервые с конца 2014 г., обеспечивая наибольший вклад в динамику совокупного портфеля розничных кредитов (рис. 15).

По оперативным данным, в ноябре розничная кредитная активность продолжила замедляться, но в целом оставалась высокой.

По прогнозу Банка России²⁰, в 2024 г. рост розничного кредитования вернется к более умеренным значениям под влиянием ужесточения денежно-кредитных условий и в связи с увеличением склонности населения к сбережениям. Постепенной нормализации конъюнктуры розничного кредитного рынка будут также способствовать меры макропруденциальной политики.

ДРУГИЕ СЕГМЕНТЫ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

1. Обменный курс (валютный канал)

В ноябре рубль продолжил укрепляться. К концу месяца рубль к доллару США составил 89,45 руб./долл. США (+4,2%), к евро – 97,4 руб./евро (+1,7%) и к юаню – 12,49 руб./юань (+2%) соответственно. Среднемесячный курс рубля также значительно укрепился (-6,9% м/м). Поддержку рублю оказали возросшие продажи валютной выручки экспортерами, отражающие рост экспортных цен в предыдущие месяцы, наряду со снижением импорта.

Месячная реализованная волатильность снизилась и составила 12,1% (месяцем ранее: 14,6%).

[Реальный эффективный курс рубля \(далее – REER\)](#), рассчитанный по отношению к валютам основных внешнеторговых партнеров, в октябре укрепился на 0,8% (сентябрь: 0%; -14% г/г). По предварительным данным, в ноябре REER вырос на 9,4% относительно октября, почти достигнув своего медианного значения последних лет (-3,2% к медиане за январь 2015 г. по ноябрь 2023 г.).

¹⁶ [Мониторинг предприятий № 11 в ноябре 2023 года.](#)

¹⁷ Здесь и далее – прирост кредитования физических лиц с исключением приобретенных банками прав требования.

¹⁸ [Пресс-релиз Банка России от 23 июня 2023 года.](#)

¹⁹ Ипотечные жилищные кредиты без учета приобретенных банками прав требования по таким кредитам.

²⁰ [Среднесрочный прогноз Банка России](#) к решению по ключевой ставке от 27 октября 2023 года.

2. Рынок капитала (канал благосостояния)

Российский рынок акций в ноябре снизился на 1,1%, продолжая боковой тренд предыдущих трех месяцев. Индекс МосБиржи закончил месяц на уровне 3166 б.п. (+44,9% г/г). При этом волатильность на рынке (RVI) в ноябре продолжала снижаться – до 25 п. (-1 м/м; 28 п. в среднем за 2021 г.).

Среди отраслевых индексов наибольшее падение показали бумаги сектора электроэнергетики и транспортных компаний (-7,5 и -7,3% соответственно), в то время как акции ИТ-компаний по итогам месяца выросли (+2,3%).

Общий объем операций на всех сегментах Московской Биржи в ноябре составил 126 трлн руб. (+69% г/г). Объем торгов акциями, депозитарными расписками и паями составил 2,1 трлн руб. (ноябрь 2022 г.: 859 млрд руб.). Среднедневной объем торгов – 96,9 млрд руб. (ноябрь 2022 г.: 40,9 млрд руб.).

Внешние рынки

После повышения ставки Резервным банком Австралии на 25 б.п. средневзвешенная ключевая ставка в развитых странах поднялась в ноябре до 4,60% (+1 б.п. к предыдущему месяцу; +122 б.п. к началу года). В то же время в большинстве остальных экономик ставки продолжили снижаться. В частности, в Бразилии ставка была понижена на 50 базисных пунктов. По итогам месяца средневзвешенная ключевая ставка снизилась в странах Латинской Америки – 11,03% (-23 б.п.; -60 б.п.), в странах Южной и Юго-Восточной Азии – 6,05% (-1 б.п.; +39 б.п.), в странах Центральной и Восточной Европы и Средней Азии – 8,67% (-4 б.п.; -65 б.п.). В странах Африки средневзвешенная ставка не изменилась – 11,02% (0 б.п.; +124 б.п.). В Турции ключевая ставка была повышена шестой раз подряд (с 35% на 500 б.п.).

Кривая доходности американских казначейских облигаций в ноябре опустилась по итогам месяца впервые с марта. Большая часть динамики пришлась на средне- и долгосрочный сегменты (UST 2Y: 4,70%, -39 б.п. м/м; UST 10Y: 4,37%, -51 б.п. м/м). Подобное снижение доходностей наблюдалось и в других странах. Рынки отреагировали на замедление роста цен, указывающие на вероятное завершение цикла повышения ставок, а также переоценили возможность более скорого снижения ставок.

Снижение доходностей благоприятно отразилось на рынках акций. Индексы развитых рынков значительно выросли по итогам месяца (S&P 500: +8,9%, Stoxx 600: +6,4%, Nikkei 225: +8,5%) (рис. 19). Индексы акций в национальных валютах в странах с формирующимися рынками также в основном были в плюсе (MSCI EM: +7,9%; Bovespa: +12,5%; IPC Mexico: +10,2%; SSE Composite: +0,4%; BIST 100: +5,8%) (рис. 19). Признаки достижения пика ужесточения мировых денежно-кредитных условий и ожидание более раннего начала снижения ставок центральными банками крупных экономик поддержали спрос на рискованные активы. Рыночный оптимизм отразился и на валютах развивающихся стран, которые в ноябре укрепились относительно доллара США (BRL: +2,3%; MXN: +3,9%; CNY: +3,2%). Только турецкая лира продолжила ослабевать относительно доллара США (-2,0%), несмотря на повышение ключевой ставки Центральным банком Турецкой Республики.

ДЕНЕЖНАЯ МАССА

В октябре годовой темп роста требований к экономике²¹ был по-прежнему высоким – 21,8% после 21,5% в сентябре, что положительно сказалось на динамике денежного предложения. В то же время постепенное снижение роли бюджетных операций и активное наращивание средств на счетах эскроу продолжали оказывать сдерживающее влияние на рост денежных

²¹ 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.

агрегатов. В результате годовой прирост денежной массы в национальном определении (M2) практически не изменился, составив 20,5% в сравнении с 20,6% месяцем ранее, а широкой денежной массы (M2X) с исключением валютной переоценки – повысился до 16,1 с 15,1% в сентябре (рис. 20).

Вместе с тем темп роста наличных средств в обращении вне банковской системы (M0) в октябре продолжил замедляться: годовой прирост составил 17,3% после 22,4% в предшествующем месяце, что, по всей видимости, связано в том числе со стремлением населения разместить средства на депозиты в банки в период возросших процентных ставок.

По предварительной оценке, в ноябре годовой темп роста денежных агрегатов сохранился вблизи уровня прошлого месяца.

ГРАФИКИ И ТАБЛИЦЫ

ЗА НОЯБРЬ СТРУКТУРНЫЙ ДЕФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ УВЕЛИЧИЛСЯ
(НА НАЧАЛО ДНЯ, МЛРД РУБ.)

Табл. 1

	01.01.2022	01.01.2023	01.04.2023	01.07.2023	01.10.2023	01.11.2023	01.12.2023
Дефицит (+)/профицит (-) ликвидности	-1 134	-3 471	-1 982	-1 030	796	1 026	1 186
Требования Банка России к кредитным организациям	909	1 808	2 072	1 926	2 107	2 264	2 876
Операции на основе аукционов	116	1 492	1 766	1 378	1 203	1 100	992
– операции репо и «валютный своп»	116	1 492	1 766	1 378	1 203	1 100	992
Операции постоянного действия	793	317	306	548	905	1 164	1 883
– операции репо и «валютный своп»	3	8	8	2	0	0	0
– обеспеченные кредиты	790	309	299	547	905	1 164	1 883
Обязательства Банка России перед кредитными организациями	2 804	4 949	3 544	2 754	2 890	3 336	1 757
Депозиты	2 804	4 949	3 544	2 754	2 890	3 336	1 757
– на основе аукционов	1 626	3 621	2 450	1 747	1 976	1 562	300
– постоянного действия	1 178	1 328	1 094	1 008	914	1 774	1 457
Операции на возвратной основе, не относящиеся к регулированию банковской ликвидности и ставок денежного рынка*	204	331	354	282	344	545	492
Корреспондентские счета в Банке России	2 651	2 984	3 317	4 105	3 269	3 010	5 021
Усредняемая величина обязательных резервов	3 207	2 322	2 453	3 621	4 504	4 562	4 596

* Разница между требованиями Банка России к кредитным организациям по специализированным механизмам, операциям в рамках дополнительного механизма предоставления ликвидности, кредитам в рамках безотзывных кредитных линий и обязательствами Банка России по возврату рублей по операциям «валютный своп» по продаже Банком России иностранной валюты за рубли с последующей ее покупкой.
Источник: расчеты Банка России.

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

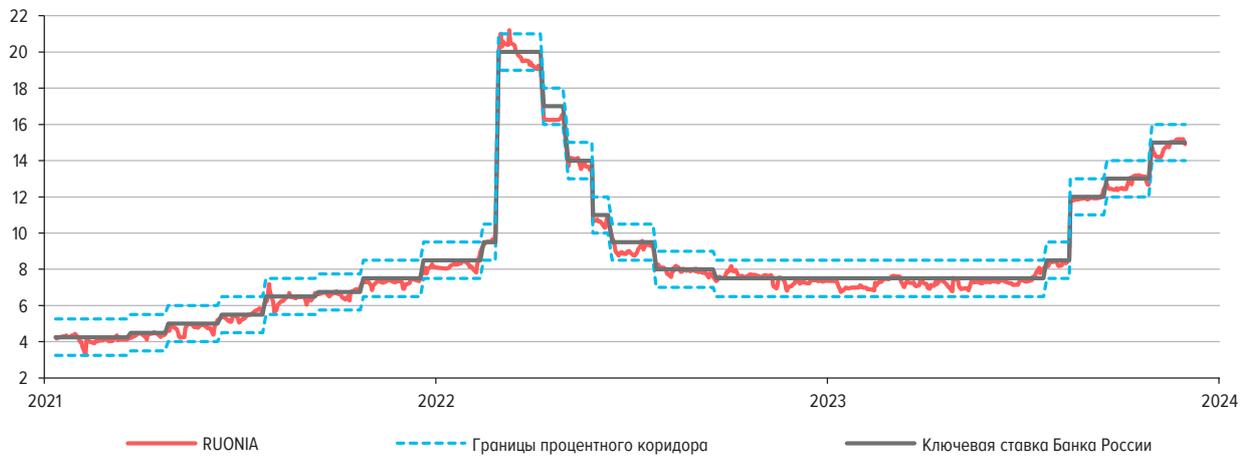
Табл. 2

	2022 г. (факт)	Январь – ноябрь 2023 г.	Ноябрь 2023 г.	2023 г. (прогноз)
1. Факторы формирования ликвидности	1,5	-2,4	-0,1	[-0,6; 0]
– изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции*	3,2	-0,6	-0,4	[1,8; 2,0]
– изменение наличных денег в обращении	-2,3	-1,7	0,3	[-2,3; -1,9]
– 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 усредняемой величины ОР	-0,9	2,3	0,0	[2,3; 2,4]
3. Изменение требований кредитных организаций по депозитам в Банке России и КОБР	0,8	-3,2	-1,6	[-2,3; -1,6]
4. Изменение задолженности по операциям рефинансирования Банка России и «навеса» над корсчетами (4 = 2 + 3 - 1)	-1,5	1,5	-1,4	0,7
Дефицит (+) / профицит (-) ликвидности (на конец периода)	-3,5		1,2	[-1,2; -0,5]

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

ДИНАМИКА СТАВКИ RUONIA (%)

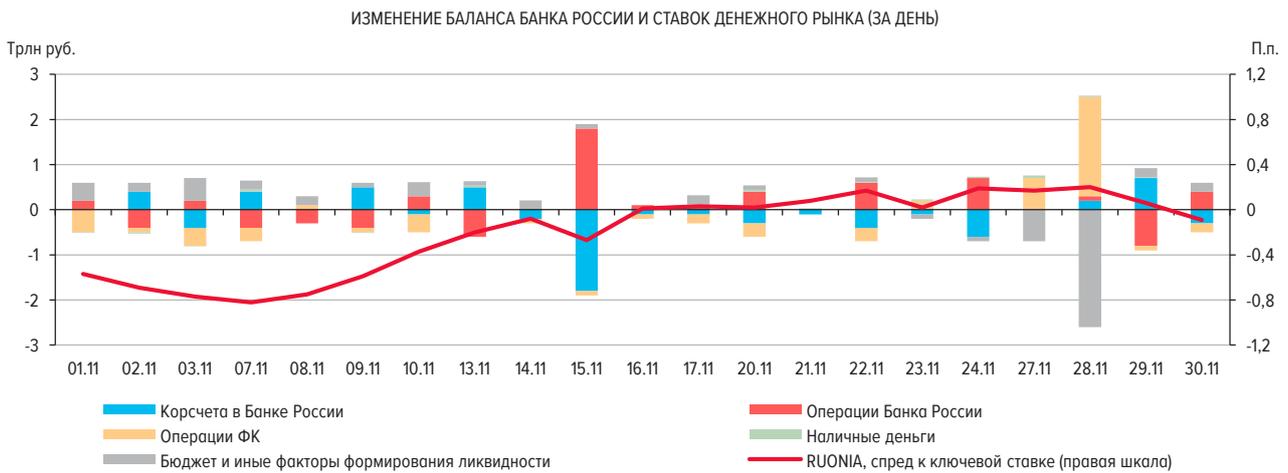
Рис. 2



Источник: расчеты Банка России.

НАЛИЧНЫЕ ДЕНЬГИ ПРИВЕЛИ К ПРИТОКУ ЛИКВИДНОСТИ В НОЯБРЕ 2023 ГОДА

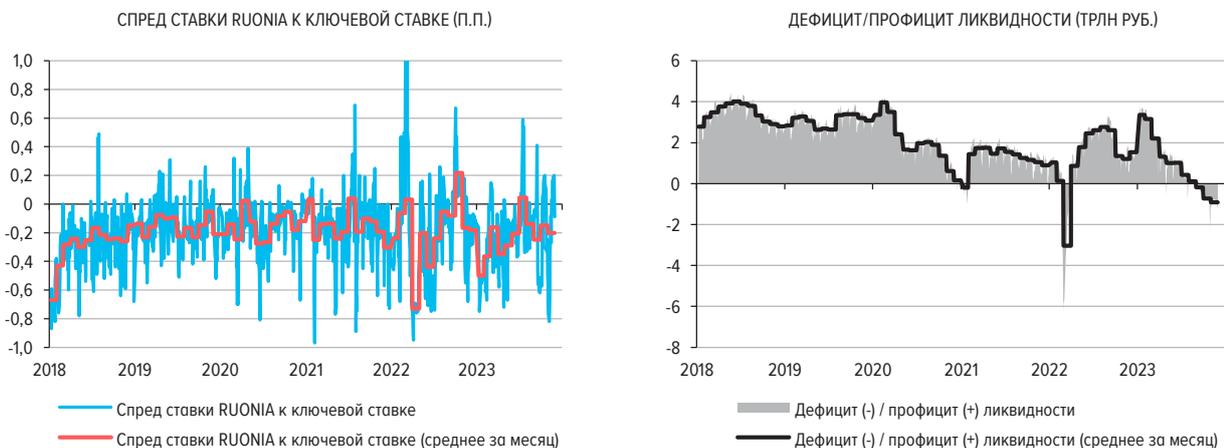
Рис. 3



Источник: расчеты Банка России.

СПРЕД СТАВКИ RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ БАНКА РОССИИ В СРЕДНЕМ ЗА МЕСЯЦ РАСШИРИЛСЯ

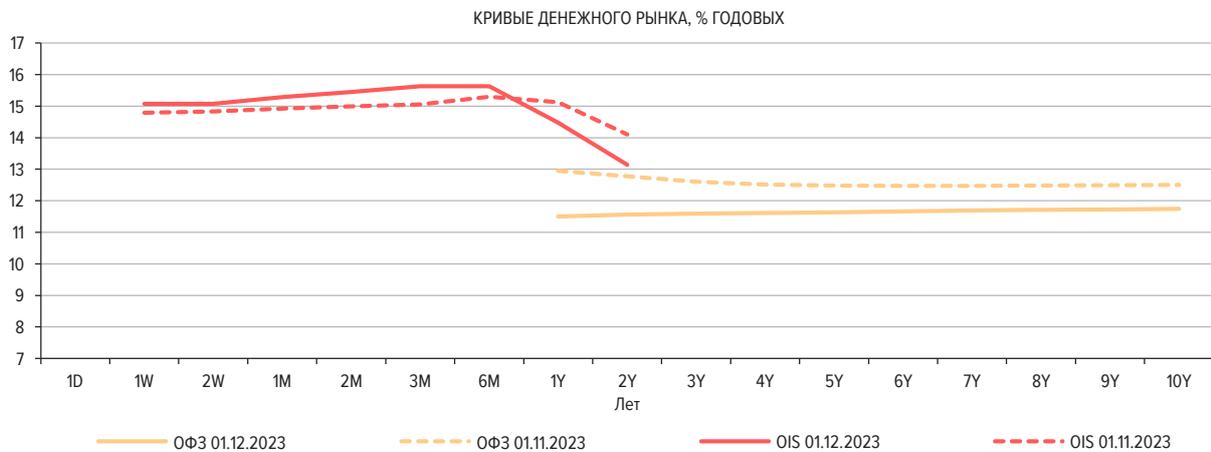
Рис. 4



Источник: расчеты Банка России.

В НОЯБРЕ СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА ВЫРОСЛИ НА КОРОТКОМ КОНЦЕ И СНИЗИЛИСЬ НА ДАЛЬНОМ

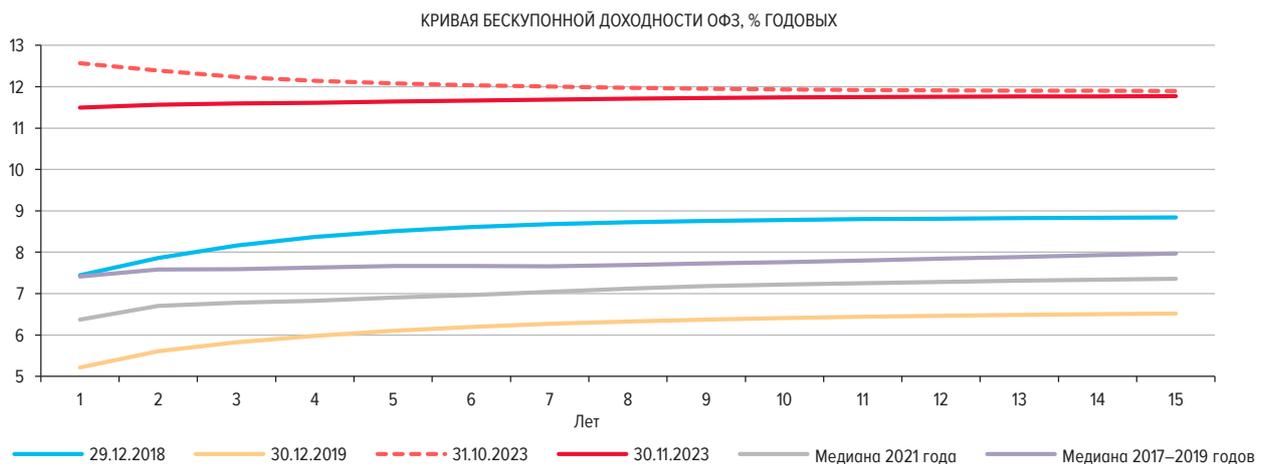
Рис. 5



Примечание. Для построения кривой IRS на сроках до 1 года используются ставки ROISfix соответствующей срочности.
Источники: ПАО Московская Биржа, НФА.

КРИВАЯ ОФЗ СДВИГАЛАСЬ ВНИЗ ПО ВСЕЙ ДЛИНЕ И ПРИНЯЛА ПОЧТИ ПЛОСКУЮ ФОРМУ

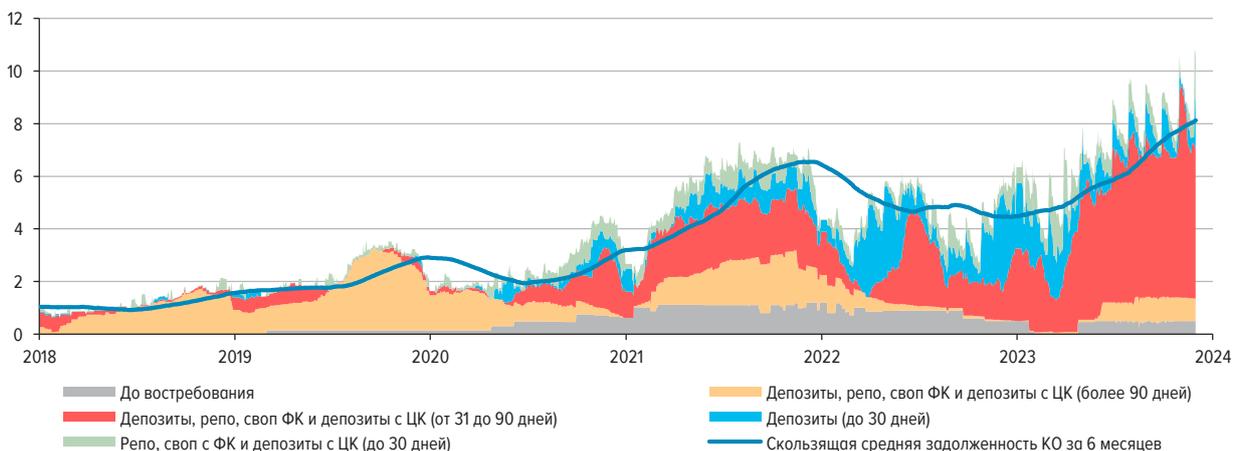
Рис. 6



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

В НОЯБРЕ 2023 Г. ЗАДОЛЖЕННОСТЬ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ ПЕРЕД ФК СОКРАТИЛАСЬ НА 0,1 ТРЛН РУБЛЕЙ (ТРЛН РУБ.)

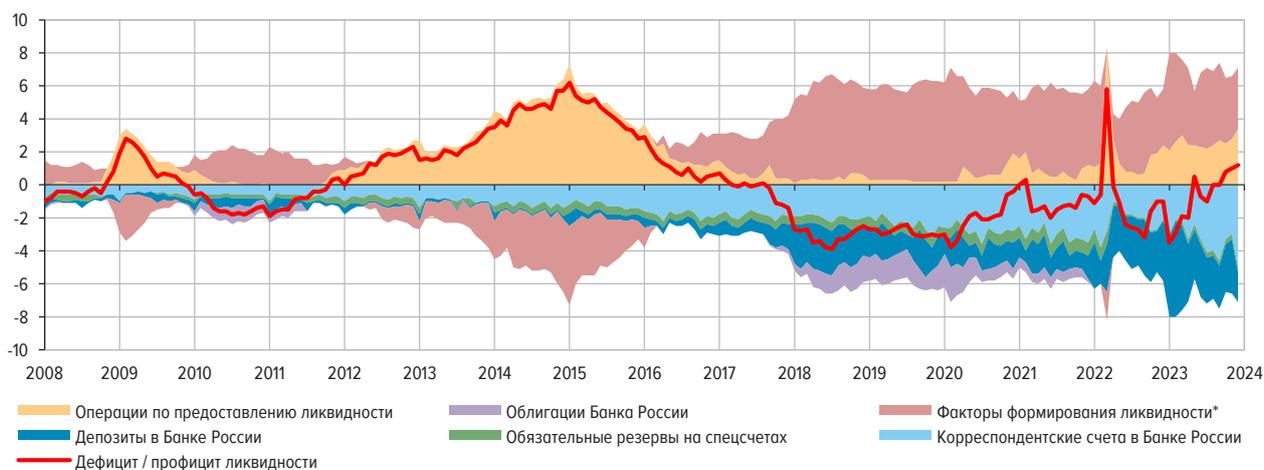
Рис. 7



Источники: Федеральное казначейство, расчеты Банка России.

БАЛАНС БАНКА РОССИИ
(ТРЛН РУБ.)

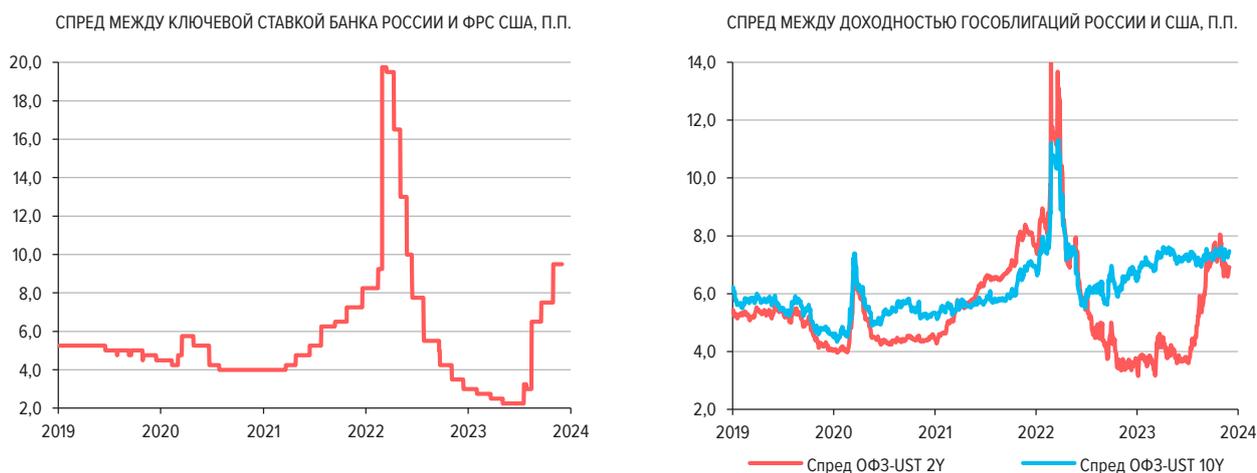
Рис. 8



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

СПРЕД МЕЖДУ ДОХОДНОСТЬЮ ГОСОБЛИГАЦИЙ РОССИИ И США СУЗИЛСЯ

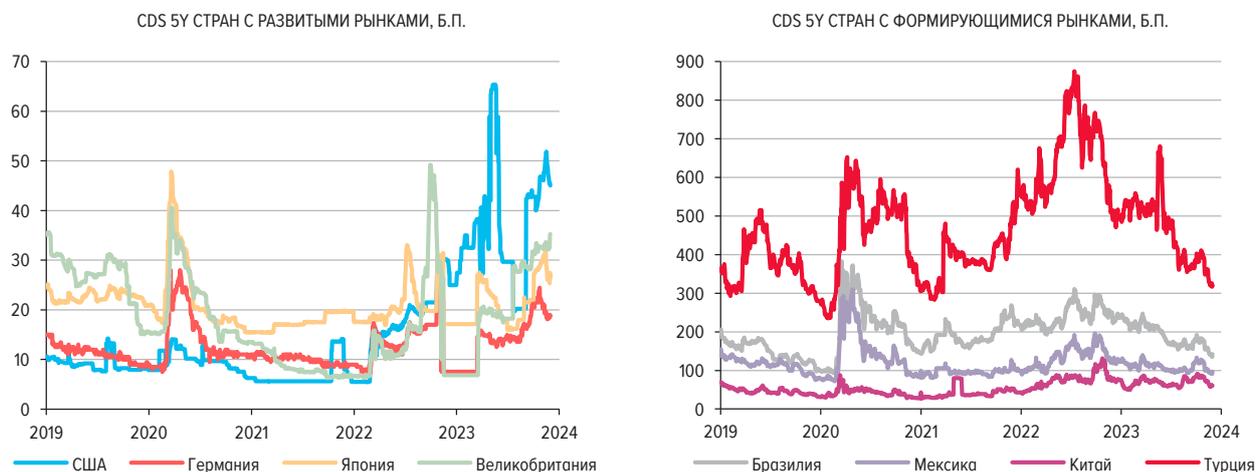
Рис. 9



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

CDS-СПРЕДЫ В БОЛЬШИНСТВЕ СТРАН НЕСКОЛЬКО СНИЖАЛИСЬ

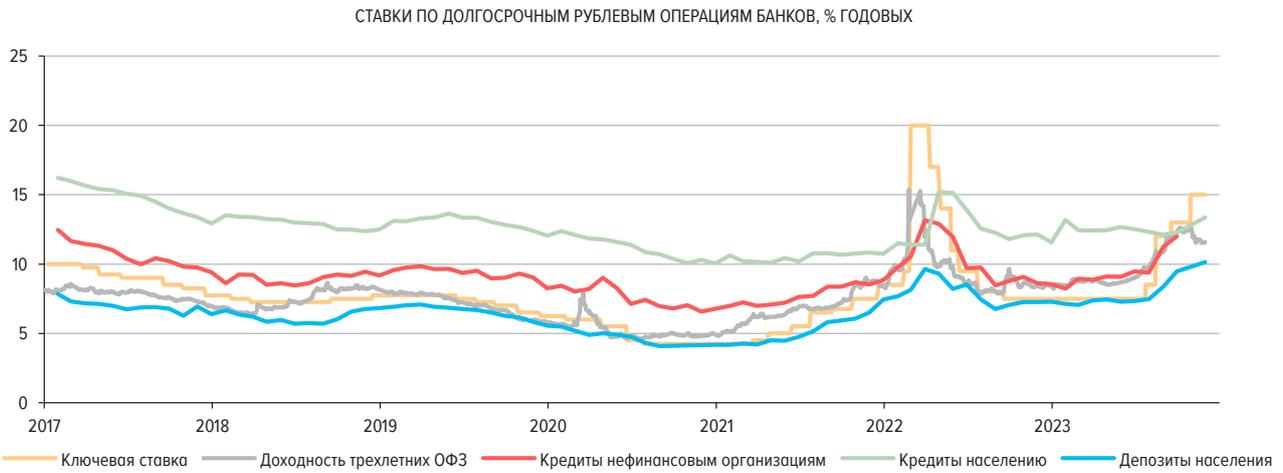
Рис. 10



Источники: *Sbonds*, расчеты Банка России.

В ОКТЯБРЕ РОСТ СТАВОК НА КРЕДИТНО-ДЕПОЗИТНОМ РЫНКЕ ПРОДОЛЖИЛСЯ

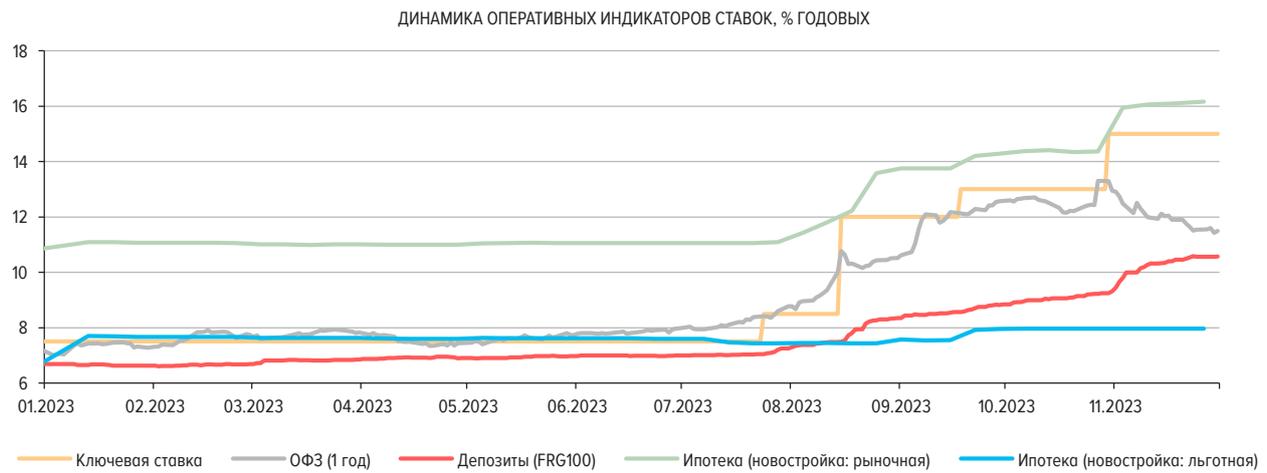
Рис. 11



Источник: Банк России.

В ОКТЯБРЕ – НОЯБРЕ БАНКИ ПРЕИМУЩЕСТВЕННО КОРРЕКТИРОВАЛИ ВВЕРХ СТАВКИ ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО СВОИМ РЫНОЧНЫМ ПРОДУКТАМ

Рис. 12



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

ТЕНДЕНЦИЯ К РАЗМЕЩЕНИЮ СРЕДСТВ НА КРАТКОСРОЧНЫХ РУБЛЕВЫХ ДЕПОЗИТАХ В ОКТЯБРЕ СОХРАНИЛАСЬ

Рис. 13



* Исключая счета эскроу.
Источник: расчеты Банка России.

КРЕДИТНАЯ АКТИВНОСТЬ В ОКТЯБРЕ СОХРАНЯЛАСЬ НА ВЫСОКОМ УРОВНЕ

Рис. 14

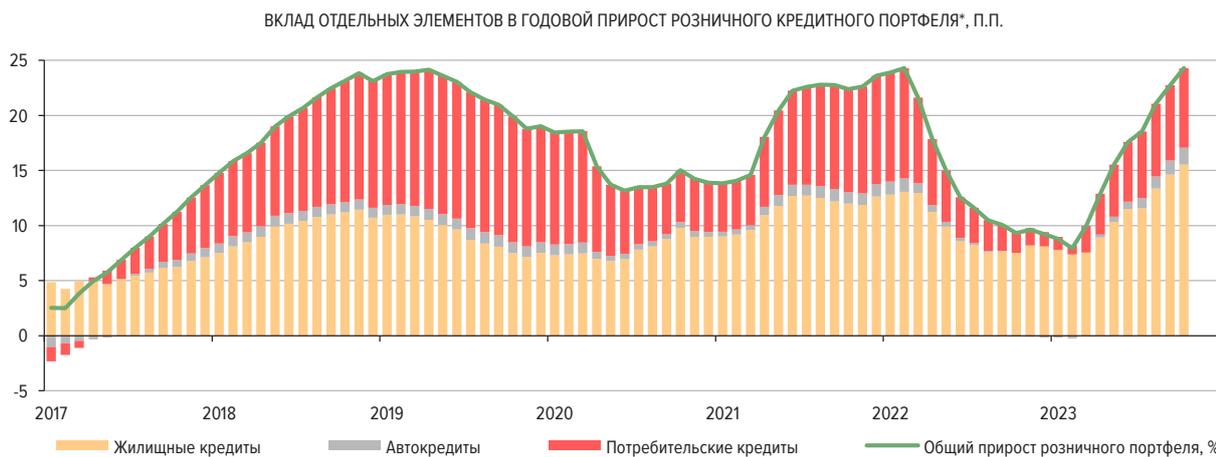


* С 01.02.2021 портфели корпоративных кредитов и кредитов населению включают приобретенные права требования. Приросты портфелей посчитаны с исключением приобретенных прав требования.

Источник: расчеты Банка России.

В ОКТЯБРЕ ЛЬГОТНЫЕ ПРОГРАММЫ СТАЛИ КЛЮЧЕВЫМ ДРАЙВЕРОМ ВЫСОКОЙ КРЕДИТНОЙ АКТИВНОСТИ НА ИПОТЕЧНОМ РЫНКЕ

Рис. 15



* По кредитам, сгруппированным в портфели однородных ссуд.

Источник: расчеты Банка России.

БАНКИ ОЖИДАЮТ ДАЛЬНЕЙШЕГО УЖЕСТОЧЕНИЯ УСЛОВИЙ КРЕДИТОВАНИЯ В IV КВАРТАЛЕ 2023 И I КВАРТАЛЕ 2024 ГОДА

Рис. 16



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

Источник: Банк России.

ИНДИКАТОРЫ КРЕДИТНОГО И ДЕПОЗИТНОГО РЫНКОВ

Табл. 3

		Июль 2023	Август 2023	Сентябрь 2023	Октябрь 2023
Ставки по долгосрочным рублевым банковским операциям					
депозиты населения	% годовых	7,5	8,4	9,5	10,1
кредиты населению	% годовых	12,3	12,1	12,3	13,4
кредиты организациям	% годовых	9,4	11,2	12,0	-
Средства населения*	% г/г, ИВП	12,9	13,8	17,1	19,4
в рублях*	% г/г	21,6	22,2	24,0	25,7
в иностранной валюте	% г/г	-37,2	-36,4	-30,5	-27,0
валютизация*	%	10,1	10,2	10,1	9,4
Корпоративные кредиты**	% г/г, ИВП	21,2	20,6	20,8	20,8
краткосрочные (до 1 года)	% г/г, ИВП	7,6	9,2	11,4	12,9
долгосрочные (свыше 1 года)	% г/г, ИВП	27,2	25,9	25,4	25,0
Кредиты населению**	% г/г, ИВП	18,8	21,3	23,0	24,5
ипотечные жилищные кредиты	% г/г, ИВП	23,4	26,9	29,1	30,6
необеспеченные потребительские ссуды	% г/г	13,3	14,4	15,0	15,9
Требования банковской системы к экономике	% г/г, ИВП	19,1	20,0	21,5	21,8
к организациям	% г/г, ИВП	19,5	19,8	21,2	21,0
к населению	% г/г, ИВП	18,2	20,6	22,3	23,7
Денежная масса (M2)	% г/г	24,7	22,9	20,6	20,5
Широкая денежная масса (M2X)	% г/г, ИВП	15,9	15,5	15,1	16,1

* 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 НОЯБРЕ ДОЛЛАР США ОСЛАБ К ОСНОВНЫМ МИРОВЫМ ВАЛЮТАМ
(02.01.2019 = 100)

Рис. 17



* По отношению к доллару США. Обратные котировки.

Источники: Sbondz, расчеты Банка России.

СЕКТОРЫ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА ПОКАЗЫВАЛИ В ОСНОВНОМ ПОЗИТИВНУЮ ДИНАМИКУ
В ТЕЧЕНИЕ НОЯБРЯ

Табл. 4

Показатель		30.11.2023	1М	3М	6М	YTD	1Y
Российский финансовый рынок («+» – положительная динамика, «-» – негативная динамика)							
Курс рубля к доллару США		89,45	4,2	6,8	-10,8	-28,0	-46,6
Индекс МосБиржи, б.п.		3 166	-1,1	-1,5	16,3	47,0	44,9
Индекс РТС, б.п.		1 115	3,3	6,0	5,0	14,9	-1,2
Доходность государственных облигаций, %		11,71	-85	51	165	210	216
Доходность корпоративных облигаций, %		13,93	13	263	436	421	447
Доходность региональных облигаций, %		12,77	-1	211	345	375	373
RVI, п.		25	-1	0	-7	-14	-14
Курсы валют (за долл. США, изменение в %, «+» – укрепление, «-» – ослабление)							
ПРС*	Индекс доллара США	103,50	-3,0	0,3	-0,1	0,0	-3,1
	Евро	1,09	2,9	-0,4	1,1	1,7	5,4
	Японская иена	148,27	-2,3	1,4	6,8	13,0	6,8
	Фунт стерлингов	1,26	3,9	-0,8	0,8	4,5	5,7
СФР	Рубль	89,45	4,2	6,8	-10,8	-28,0	-46,6
	Бразильский реал	4,92	2,3	-0,7	1,9	6,9	6,8
	Мексиканское песо	17,37	3,9	-3,7	1,0	10,9	9,7
	Китайский юань	7,09	3,2	2,0	0,1	-2,7	1,1
	Турецкая лира	28,87	-2,0	-8,1	-38,7	-54,3	-54,9
	ЮАР	18,85	-1,1	-0,9	4,0	-10,9	-10,9
Доходность 10-летних облигаций (% годовых, изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	4,37	-51	25	76	49	62
	Германия	2,45	-36	-10	20	-12	53
	Япония	0,65	-29	1	22	24	40
	Великобритания	4,17	-34	-25	6	51	108
СФР	Россия	11,74	-76	32	85	143	148
	Бразилия	10,86	-105	0	-70	-190	-248
	Мексика	9,72	-88	9	63	37	14
	Китай	2,70	-2	10	-2	-18	-22
	Турция	25,79	-240	667	1 585	1 602	1 493
	ЮАР	9,98	-70	-22	-126	-21	-25
CDS-спреды 5Y (б.п., изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	45	-2	25	8	20	15
	Германия	19	-3	2	5	11	11
	Япония	27	-3	5	7	9	9
	Великобритания	35	3	6	16	28	28
СФР	Бразилия	143	-32	-14	-55	-97	-100
	Мексика	96	-20	2	-11	-28	-29
	Китай	61	-21	-18	-5	-14	-19
	Турция	321	-63	-35	-238	-169	-189
	ЮАР	233	-43	-6	-80	-13	-7
Индексы акций (п., изменение в %, «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	S&P 500	4 568	8,92	1,2	8,2	19,0	15,4
	Stoxx 600	462	6,45	0,5	1,4	8,6	5,6
	Nikkei 225	33 487	8,52	3,6	7,5	28,3	19,5
	FTSE 100	7 454	1,80	-0,3	-0,5	0,0	-0,8
СФР	MSCI EM	987	7,86	-0,1	2,6	3,2	3,6
	Bovespa	127 331	12,54	8,3	15,2	16,0	14,8
	IPC Mexico	54 060	10,19	-0,6	2,5	11,5	7,7
	SSE Composite	3 030	0,36	-3,4	-5,5	-1,9	-3,8
	BIST 100	7 949	5,78	0,4	60,3	44,3	60,2
	FTSE/JSE	75 534	8,44	0,4	-0,3	3,4	3,3

* Промышленно развитые страны.

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

В НОЯБРЕ РУБЛЬ УМЕРЕННО УКРЕПИЛСЯ (02.01.2019 = 100)

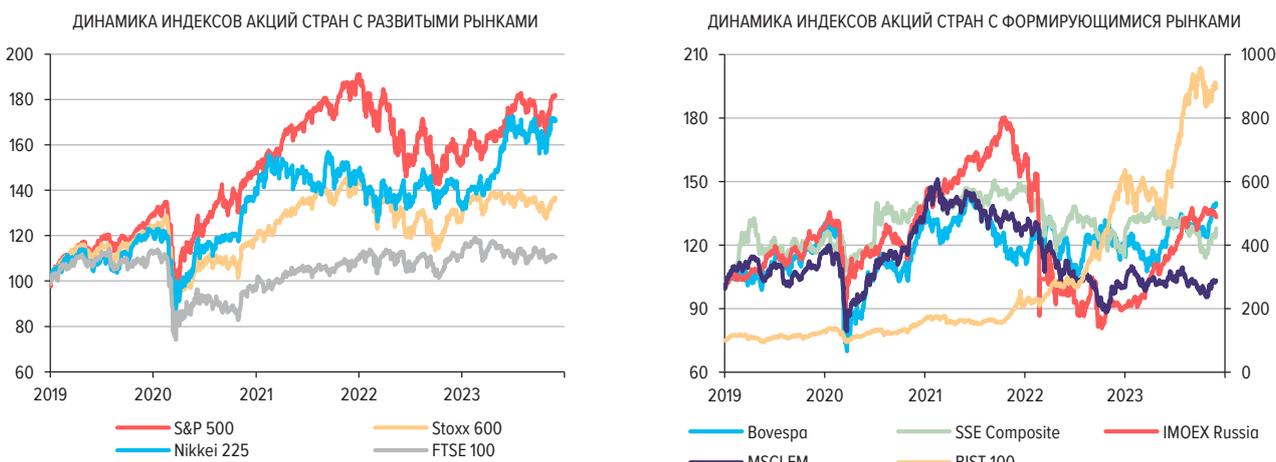
Рис. 18



Источники: Сbonds, расчеты Банка России.

ИНДЕКСЫ АКЦИЙ ПРЕИМУЩЕСТВЕННО РОСЛИ (02.01.2019 = 100)

Рис. 19

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

ДИНАМИКА ДЕНЕЖНЫХ АГРЕГАТОВ В ОКТЯБРЕ БЫЛА НЕОДНОРОДНОЙ

Рис. 20

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

Даты отсечения данных:

- в разделе «Денежный рынок и ставки овернайт (RUONIA)» – 30.11.2023;
- в разделах «Кривые доходности денежного и долгового рынков» и «Другие сегменты финансового рынка» – 30.11.2023;
- в разделе «Кредитно-депозитный рынок» – 01.11.2023, для оперативных данных – 30.11.2023.

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, к. В

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2023