



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 3

III КВАРТАЛ 2016

Информационно-
аналитический
материал

ФИНАНСОВОЕ ОБОЗРЕНИЕ
УСЛОВИЯ ПРОВЕДЕНИЯ
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКИ

МОСКВА

УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

Банк России продолжает публикацию ежеквартального информационно-аналитического материала «Финансовое обозрение: условия проведения денежно-кредитной политики».

Целью данного обозрения является дальнейшее повышение прозрачности денежно-кредитной политики Банка России путем более подробного, по сравнению с Докладом о денежно-кредитной политике, освещения ситуации в финансовой сфере, оценка которой является важной составной частью экономического анализа и прогнозирования, служащего основой для принятия Банком России решений по денежно-кредитной политике. Обозрение содержит анализ денежно-кредитных условий, тенденций в различных секторах финансового рынка, комментарии важных событий, оценки направлений дальнейшего развития. Серьезное внимание уделяется рассмотрению функционирования звеньев трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

В обозрении также представлены результаты углубленного анализа отдельных вопросов реализации денежно-кредитной политики. В третьем выпуске обозрения дана характеристика операций carry trade на российском финансовом рынке и описана специфика ситуации с валютной ликвидностью, сложившейся в конце сентября 2016 г., представлена модель влияния решений Банка России по ключевой ставке на доходность ОФЗ, а также исследовано влияние кредитной политики банков на спрос в экономике на основе индекса неценовых условий кредитования.

Обозрение подготовлено по данным на 1.10.2016.

Электронная версия информационно-аналитического материала размещена на официальном сайте Банка России в разделе «Денежно-кредитная политика» (<http://www.cbr.ru/DKP/>).

Предложения и замечания вы можете направить по адресу monetarypolicyreport@mail.cbr.ru.

СОДЕРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ	3
1. ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК И ЛИКВИДНОСТЬ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА: ПРОВЕДЕНИЕ ДЕПОЗИТНЫХ АУКЦИОНОВ СПОСОБСТВОВАЛО ПОДДЕРЖАНИЮ ОДНОДНЕВНЫХ РУБЛЕВЫХ СТАВОК МБК ВБЛИЗИ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ БАНКА РОССИИ	5
2. ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК: РОСТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ РУБЛЕВЫХ АКТИВОВ СОДЕЙСТВОВАЛ УКРЕПЛЕНИЮ РУБЛЯ	15
3. ФОНДОВЫЙ РЫНОК: НА ФОНЕ ЗАМЕДЛЯЮЩЕЙСЯ ИНФЛЯЦИИ И ВОЗРОСШЕЙ СКЛОННОСТИ К РИСКУ ИНВЕСТОРЫ НАРАЩИВАЛИ ВЛОЖЕНИЯ В ВЫСОКОДОХОДНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ	22
3.1. Ужесточение риторики Банка России скорректировало чрезмерно заниженные рыночные ожидания ставок	22
3.2. Банки предъявляли повышенный спрос на рублевые корпоративные ценные бумаги	25
4. РЫНОК КРЕДИТОВ И ДЕПОЗИТОВ: ПРИ УМЕРЕННОМ СНИЖЕНИИ СТАВОК ПО БАНКОВСКИМ ОПЕРАЦИЯМ СОХРАНЯЛАСЬ НИЗКАЯ КРЕДИТНАЯ АКТИВНОСТЬ НА ФОНЕ ДАЛЬНЕЙШЕГО ПРИТОКА СРЕДСТВ НА ДЕПОЗИТЫ	28
ПРИЛОЖЕНИЕ	36
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК	38
ГЛОССАРИЙ	39
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	48

РЕЗЮМЕ

- **Банк России в III квартале 2016 г. сохранял контроль над краткосрочными ставками рынка межбанковских кредитов, обеспечив их формирование в августе-сентябре вблизи ключевой ставки Банка России.** Приток ликвидности по бюджетному каналу превысил увеличение потребности в ликвидности в результате повышения нормативов обязательных резервов, что привело к возникновению в банковском секторе краткосрочного избытка ликвидности. В результате с середины III квартала Банк России перешел к проведению преимущественно недельных депозитных аукционов вместо аукционов репо.
- **Переход банковского сектора к устойчивому структурному профициту ликвидности, который ожидается в начале I квартала 2017 г., не окажет значимого влияния на положение ставок МБК внутри процентного коридора Банка России.**
- **Ситуация с валютной ликвидностью в III квартале оставалась в целом относительно благоприятной.** Спрос на долларовую ликвидность на денежном рынке по-прежнему предъявляли лишь несколько банков, в целом по банковскому сектору дефицита валюты не наблюдалось. Более низкие рублевые ставки по валютным свопам, формирующиеся в этих условиях, оказывали ограниченное влияние на ставки межбанковских кредитов, не препятствуя эффективной реализации денежно-кредитной политики Банком России. Рост стоимости долларовых заимствований 30 сентября был вызван преимущественно внешними факторами и носил временный характер.
- **Стабильная внешнеэкономическая конъюнктура и уменьшение волатильности курса рубля способствовали снижению оценок рискованности вложений в российские финансовые активы и усилению притока средств нерезидентов на внутренний финансовый рынок.** Это стало одним из основных факторов **укрепления рубля** и сохранения его волатильности на пониженном уровне в августе-сентябре, что **ограничило риски роста инфляционных ожиданий экономических агентов, связанных с динамикой валютного курса.** При этом произошедшее укрепление рубля в условиях более благоприятной внешней конъюнктуры способствовало снижению инфляции во II-III кварталах 2016 года.
- **Спрос иностранных участников рынка на российские активы также являлся одним из основных факторов снижения доходности ОФЗ в III квартале.** Кроме того, он способствовал успешному доразмещению в сентябре **российских суверенных еврооблигаций** и смягчению условий заимствования на внешнем рынке капитала для компаний и банков. **Наличие внешних источников фондирования** для отдельных российских корпоративных заемщиков снижало с их стороны спрос на фондирование на внутреннем рынке. Это **облегчало для остальных заемщиков доступ к внутренним источникам фондирования**, что в целом вносило некоторый вклад в смягчение денежно-кредитных условий.
- Как и иностранные участники рынка, **российские банки наращивали вложения в облигации**, отдавая при этом предпочтение корпоративным облигациям по сравнению с ОФЗ, что объясняется их желанием увеличить доходность своих портфелей ценных бумаг. Рост вложений банков и других инвесторов **в облигации нефинансовых организаций расширял источники фондирования данных организаций**, и это приводило к некоторому смягчению денежно-кредитных условий.
- **Банк России принял решение понизить ключевую ставку до 10,0% годовых в сентябре 2016 г.** в условиях замедления инфляции, ослабления инфляционных ожиданий и неустойчи-

вой экономической активности. При этом **для закрепления тенденции к устойчивому снижению инфляции Банк России сообщил о намерении поддерживать ключевую ставку на достигнутом уровне до конца 2016 г.**, поскольку участники финансового рынка прогнозировали более быстрое снижение ключевой ставки, чем это закладывается в прогнозы Банка России, хотя их инфляционные ожидания (извлеченные из ОФЗ-ИН) оставались выше цели Банка России по инфляции в 4%. В результате указанный **жесткий сигнал Банка России вызвал повышательную коррекцию** долгосрочных **ставок** на денежном рынке и рост доходности кратко- и среднесрочных ОФЗ.

- **На кредитном и депозитном рынке по итогам III квартала наблюдалось умеренное снижение ставок**, сопоставимое со снижением доходности на рынке корпоративных облигаций и долгосрочных ставок денежного рынка.
- **В реальном выражении депозитные ставки изменились слабо и сохраняли привлекательность для вкладчиков.** В сочетании с сохранением склонности населения к сбережению в условиях неуверенности в будущей динамике доходов это обеспечивало сохранение притока средств населения на банковские депозиты, преимущественно в крупные и надежные банки.
- **В III квартале банки продолжали придерживаться осторожной кредитной политики, тщательно отбирая заемщиков.** При этом они постепенно возвращались на отдельные сегменты рынка, связанные с более высоким кредитным риском (например, МСП, строительство), что вело к росту соответствующих премий за риск, включаемых в ставки по кредитам, и ограничивало снижение среднерыночных кредитных ставок.
- В этих условиях **темп прироста кредитного портфеля банков по итогам III квартала был близок к нулю.** Такая динамика кредитования объяснялась заинтересованностью банков во вложениях в облигации, частичным удовлетворением спроса на деньги за счет использования средств Резервного фонда, а также сокращением спроса на кредиты в связи со стремлением предприятий ряда отраслей сократить свою долговую нагрузку.
- **Замещение кредитов облигациями в структуре банковских активов** способствовало небольшому смягчению денежно-кредитных условий для компаний, представленных на рынке облигационных заимствований в качестве эмитентов, и некоторому ужесточению денежно-кредитных условий для компаний (преимущественно небольших), не имеющих возможности привлекать средства на этом рынке.
- Несмотря на некоторое смягчение денежно-кредитных условий, их жесткость остается достаточной для того, чтобы обеспечить снижение инфляции до 4% к концу 2017 года. **Умеренная жесткость денежно-кредитных условий проявлялась в устойчивом росте депозитов на фоне низких темпов увеличения средств, предоставленных банками нефинансовому сектору экономики.** Сохранявшаяся склонность населения к сбережению, медленное наращивание заимствований компаний и населения сдерживали рост внутреннего спроса в экономике, что **способствовало снижению инфляционных рисков.** В целом динамика основных денежно-кредитных показателей укладывается в рамки базового прогноза Банка России.

1. ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК И ЛИКВИДНОСТЬ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА: ПРОВЕДЕНИЕ ДЕПОЗИТНЫХ АУКЦИОНОВ СПОСОБСТВОВАЛО ПОДДЕРЖАНИЮ ОДНОДНЕВНЫХ РУБЛЕВЫХ СТАВОК МБК ВБЛИЗИ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ БАНКА РОССИИ

• Хотя в целом в банковском секторе наблюдался структурный дефицит ликвидности, Банк России перешел к проведению недельных депозитных аукционов вместо аукционов репо. Потребность в абсорбировании ликвидности была обусловлена сохраняющейся задолженностью банков по операциям рефинансирования на длительные сроки и притоком ликвидности за счет операций Федерального казначейства (ФК) по размещению в банках бюджетных средств.

• Абсорбирование избыточной ликвидности за счет депозитных аукционов Банка России и повышения нормативов обязательных резервов (НОР) привело к росту ставок денежного рынка и их сближению с ключевой ставкой Банка России в августе-сентябре 2016 года.

• В IV квартале 2016 г. Банк России продолжит абсорбировать избыточную ликвидность, что будет способствовать сохранению ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки Банка России.

• Переход к структурному профициту ликвидности не предполагает автоматического снижения ставок межбанковских кре-

дитов (МБК). Ситуация с ликвидностью определяет структуру операций Банка России, но не направленность денежно-кредитной политики.

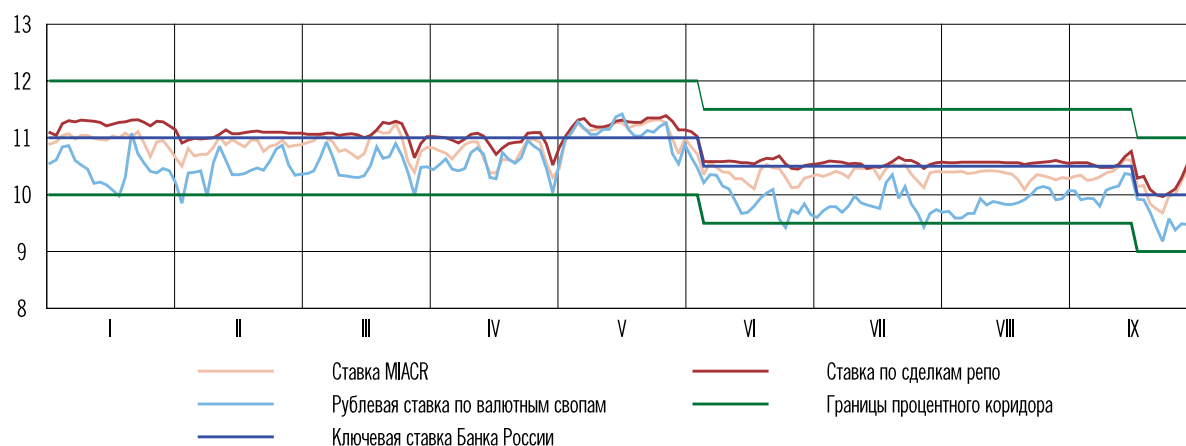
• Ситуация с валютной ликвидностью оставалась относительно благоприятной. Спрос на доллары США на денежном рынке предъявляли лишь несколько банков, что свидетельствует об отсутствии системного дефицита валютной ликвидности в российском банковском секторе.

• Переход к устойчивому структурному профициту ликвидности по-прежнему ожидается в начале I квартала 2017 года.

В III квартале 2016 г. Банк России управлял ставками денежного рынка в условиях притока ликвидности в банковский сектор по бюджетному каналу. Объем средств, поступивших в банковский сектор, превысил рост потребности банков в ликвидности вследствие повышения Банком России обязательных резервных требований. Тем не менее банковский сектор в целом все еще испытывал потребность в привлечении средств у Банка России, хотя ее масштаб в течение квартала снижался. При этом ситуация с ликвидностью у различных бан-

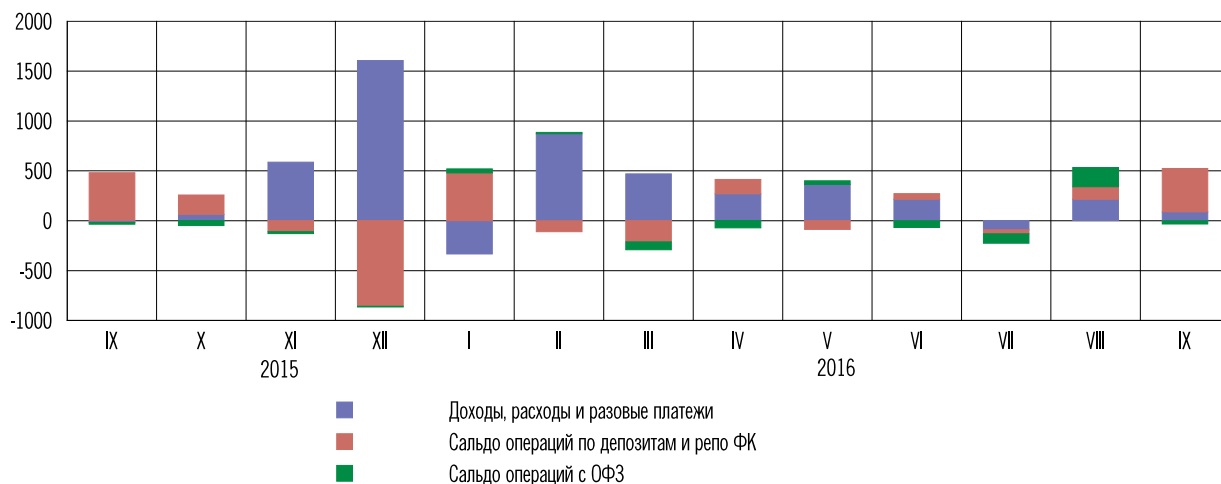
Рисунок 1.1

Процентные ставки в сегменте овернайт рублевого денежного рынка в 2016 г.
(% годовых)



Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 1.2

Операции по бюджетным счетам, операции Федерального казначейства и операции Минфина России с ОФЗ
(млрд руб.)

Источник: расчеты Банка России.

ков была неоднородной. В то время как у одних банков сохранялась потребность в привлечении средств, у других кредитных организаций увеличивался объем избыточной ликвидности, в которой они не нуждались для выполнения обязательных резервных требований и проведения платежей. Наблюдавшееся пограничное состояние между дефицитом и профицитом ликвидности создавало для банков ситуацию неопределенности относительно их собственной ликвидности. В результате ликвидность распределялась между кредитными организациями не вполне эффективно. Банки, сохранявшие задолженность по долгосрочным операциям рефинансирования Банка России¹, не стремились досрочно ее погасить, заместив заимствованиями на денежном рынке. Кроме того, кредитные организации, которые не могли урегулировать потребность в ликвидности или ее избыток с помощью рыночных операций, прибегали к операциям Банка России постоянного действия. По мере формирования устойчивого структурного профицита ликвидности и адаптации банков к данной ситуации объем операций постоянного действия сократится.

Доходы расширенного правительства в III квартале превышали бюджетные рас-

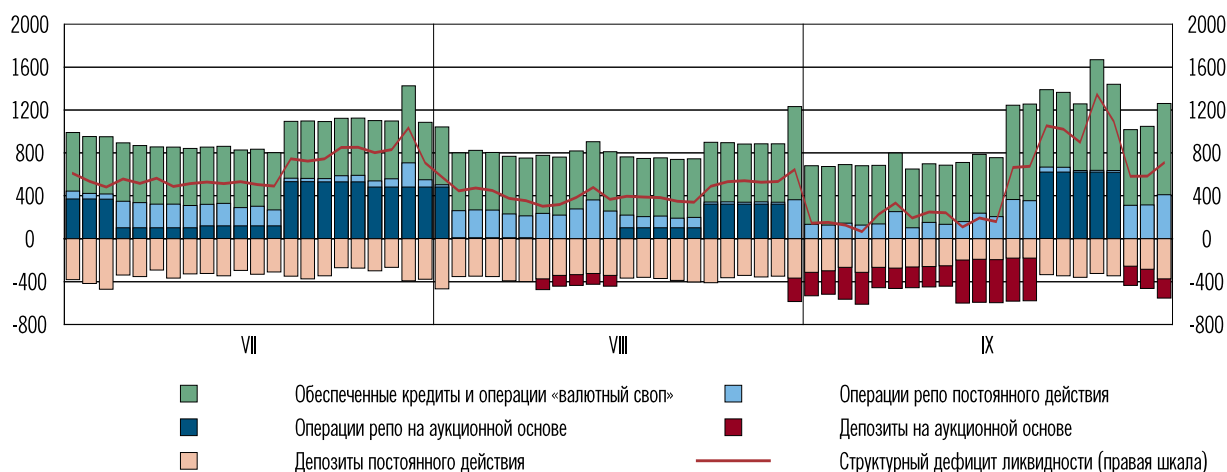
ходы, что способствовало оттоку ликвидности из банковского сектора. Тем не менее в целом по бюджетному каналу наблюдался приток ликвидности (рис. 1.2). Его источником были операции ФК, а также правительства субъектов Российской Федерации по размещению временно свободных средств в банках на депозитах и по договорам репо (Приложение, табл. 1). Притоку ликвидности в банки также способствовали операции Минфина России с ОФЗ: поступление средств в результате погашения ценных бумаг превысило доходы Минфина России от их размещения. Финансирование бюджетных расходов и операций по размещению временно свободных бюджетных средств осуществлялось за счет конвертации средств Резервного фонда в августе в размере 390 млрд руб., а также снижения остатков средств на бюджетных счетах в Банке России.

Кроме того, небольшому притоку ликвидности в банковский сектор способствовали операции Банка России по покупке золота на внутреннем рынке. Действие других факторов формирования ликвидности было близким к нейтральному.

В этих условиях уже в августе задолженность по долгосрочным операциям рефинансирования превысила совокупную потребность банковского сектора в привлечении средств у Банка России. Для абсорбирования сформировавшегося краткосрочного избытка ликвидности в середине августа Банк России начал проводить основные операции по управлению ликвидно-

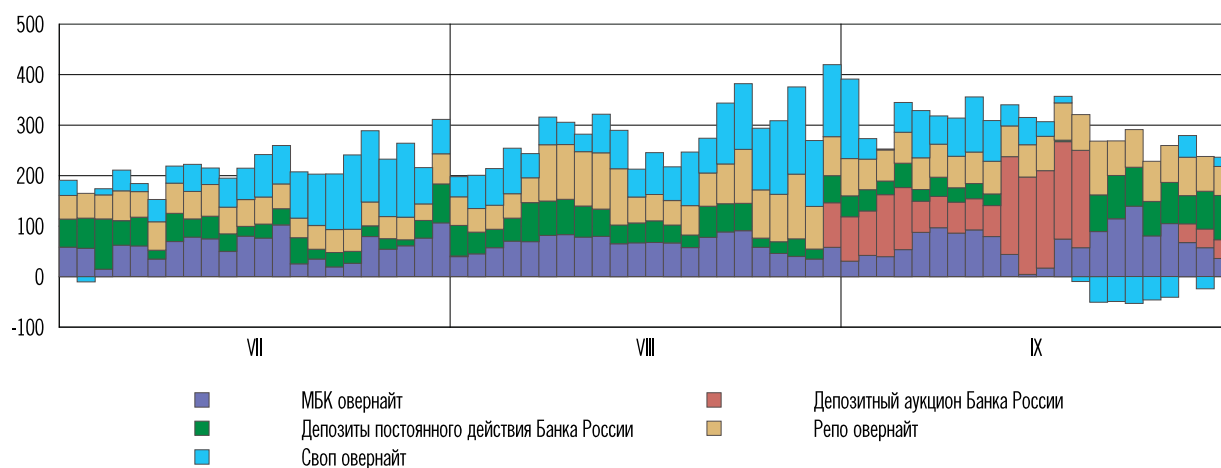
¹ По кредитам, обеспеченным нерыночными активами, предоставленным в июле 2015 г. на срок 18 месяцев, и кредитам, предоставленным банкам в рамках специализированных инструментов рефинансирования (Приложение, табл. 2).

Рисунок 1.3

Задолженность банков по операциям рефинансирования и структурный дефицит ликвидности в 2016 г.
(млрд руб.)

Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 1.4

Операции основных кредиторов Банка России на денежном рынке в 2016 г.
(«+» — кредитование, «-» — заимствование, млрд руб.)

Источник: расчеты Банка России.

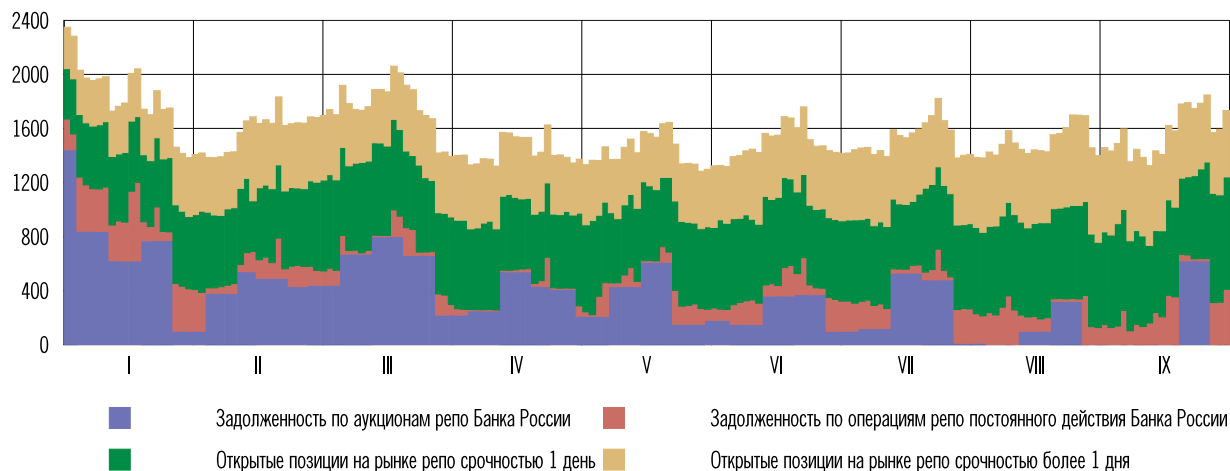
стью главным образом в форме депозитных аукционов вместо аукционов репо. Необходимость предоставления ликвидности с помощью недельных аукционов репо возникала в периоды налоговых платежей, приводящих к временному оттоку ликвидности из банковского сектора.

Проведение депозитных аукционов позволило Банку России абсорбировать избыточную ликвидность в банковском секторе. Значительный спрос на эти операции Банка России предъявляли «дочки» иностранных банков и некоторые крупные банки, традиционно являющиеся кредиторами на денежном рынке. Указанные кредитные организации снижали объемы размещаемой ликвидности на денежном

рынке, что способствовало более равномерному ценообразованию на рынке и приближению ставок денежного рынка к ключевой ставке Банка России (рис. 1.4). При этом сокращения оборотов однодневного денежного рынка не произошло, операции Банка России способствовали устранению дисбаланса со стороны предложения средств на рынке и более эффективному перераспределению ликвидности.

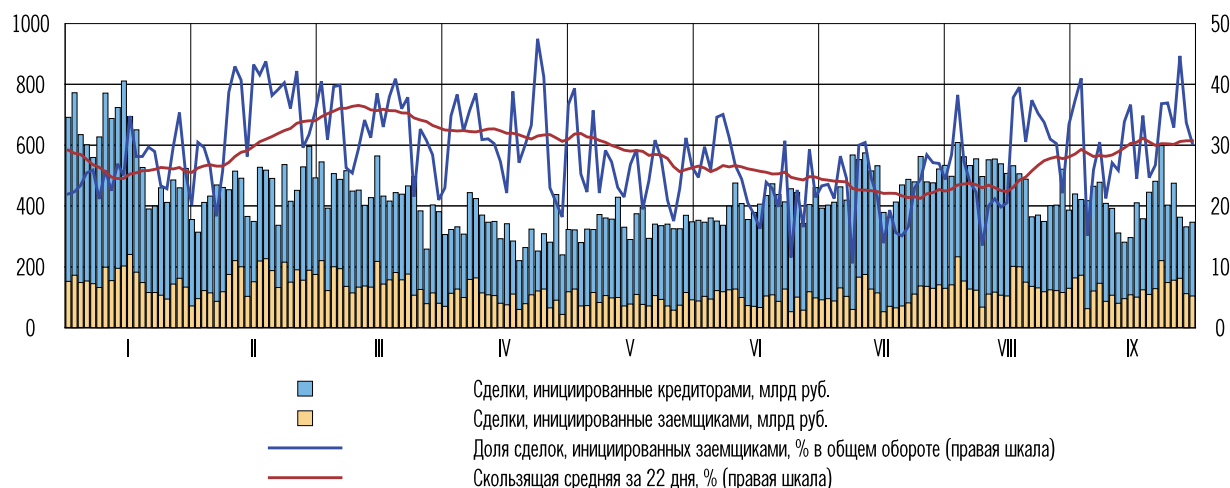
Спрос на депозитные аукционы предъявляли также небольшие банки, не являющиеся участниками денежного рынка и традиционно размещавшие средства на депозитах Банка России по фиксированным ставкам. Таким образом, проведение Банком России недельных депозитных аукционов способствовало сокра-

Рисунок 1.5

Открытые позиции на рынке рублевого репо в 2016 г.
(млрд руб.)

Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 1.6

Обороты однодневного рублевого
рынка МБК в 2016 г.

Источник: расчеты Банка России.

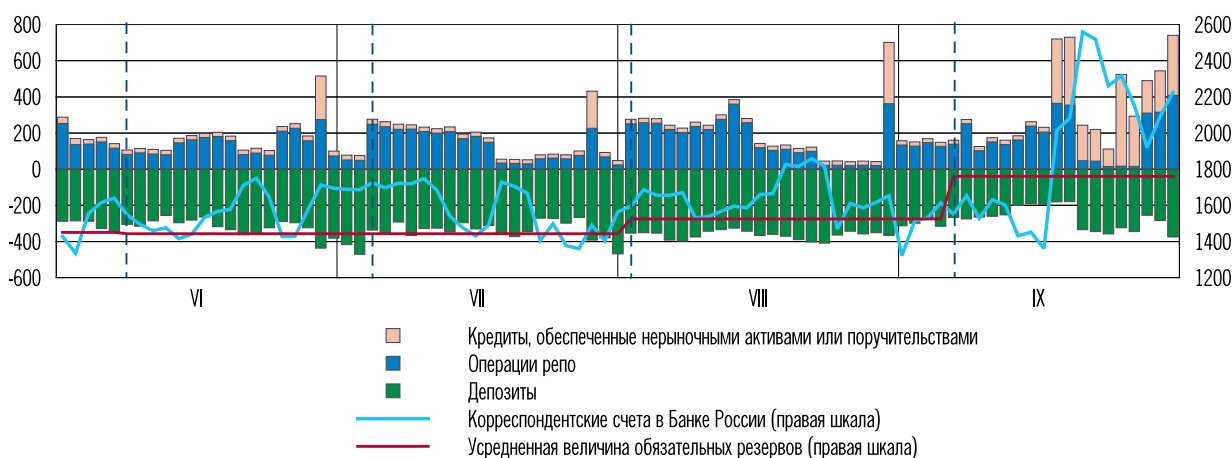
щению объемов операций постоянного действия по абсорбированию ликвидности.

Поскольку у части банков сохранилась потребность в привлечении средств, после перехода к проведению депозитных аукционов на первоначальном этапе эти банки переключились на операции репо по фиксированной ставке, в результате чего задолженность по ним возросла. Однако этим банкам удалось **постепенно заместить операции постоянного действия Банка России заимствованиями на биржевом рынке репо**, привлекая ликвидность, в том числе у крупных участников денежного рынка. В этих условиях объемы открытых позиций на биржевом рынке репо увеличивались (рис. 1.5), тогда как объемы операций репо

Банка России по фиксированной ставке в сентябре 2016 г. постепенно сокращались.

В условиях сегментированного денежного рынка предложение средств со стороны крупных банков, в том числе получателей бюджетных средств, а также низкие рублевые ставки на рынке валютных свопов способствовали формированию ставок МБК в июле-первой половине августа 2016 г. на уровне несколько ниже ключевой ставки Банка России. **Изменение направления основных операций Банка России и повышение нормативов обязательных резервов привели к сдвигам в структуре операций основных участников денежного рынка.** Предложение средств со стороны банков, являющихся основными кредиторами

Рисунок 1.7

Корреспондентские счета банков в Банке России и операции постоянного действия в 2016 г.*
(млрд руб.)

* Вертикальными пунктирными линиями обозначены периоды усреднения обязательных резервов.
Источник: расчеты Банка России.

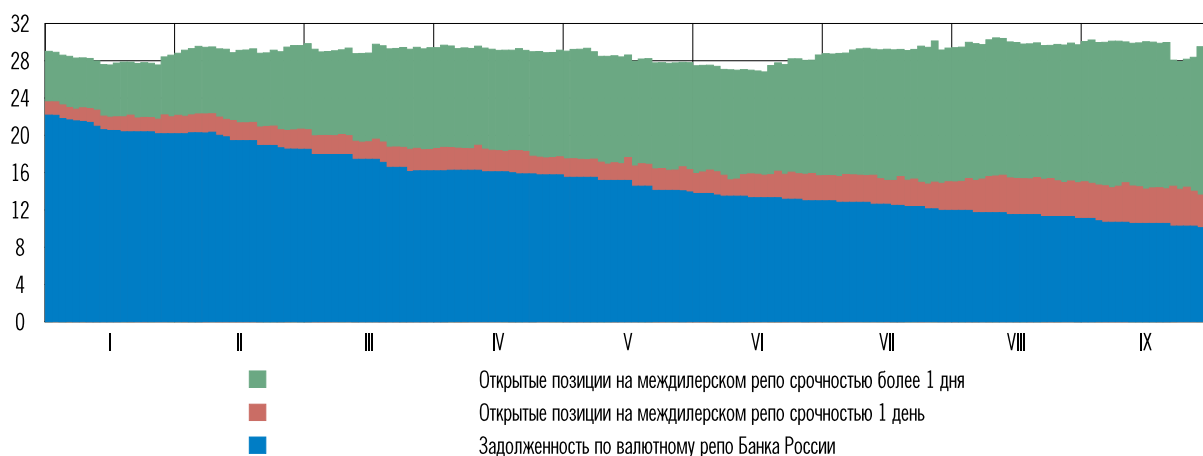
на денежном рынке, ожидаемо снизилось, тогда как спрос на привлечение средств со стороны заемщиков возрос² (рис. 1.6), что создало условия для формирования равновесия между спросом и предложением на уровне, близком к ключевой ставке. **На этом фоне произошел рост ставок денежного рынка и их сближение с ключевой ставкой Банка России.**

Во второй половине сентября реализация стратегии по усреднению обязательных резервов отдельными банками способствовала некоторому росту ставок денежного рынка относительно ключевой ставки Банка России. На фоне ожиданий снижения ключевой ставки остатки на корреспондентских счетах, которые банки поддерживали в период до заседания Совета директоров Банка России 16 сентября, были ниже уровня, необходимого им для выполнения новых нормативов обязательных резервов. В этот период наблюдался высокий спрос банков на депозитные операции Банка России как на аукционной основе, так и по фиксированным ставкам. Банки стремились разместить средства по относительно высоким ставкам либо уменьшить объем привлечения средств у Банка России или на денежном рынке, чтобы впоследствии выполнить обязательные резервные требования, привлекая средства по более низким ставкам.

В результате в последующие недели периода усреднения банкам было необходимо существенно нарастить корреспондентские счета. Банк России учитывал изменения спроса кредитных организаций на ликвидность при установлении лимитов по своим операциям. Поскольку спрос на ликвидность существенно возрос со стороны всех банков, некоторые крупные кредитные организации были готовы привлекать средства по ставкам выше ключевой. Тем не менее ряд банков, которым в результате повышения нормативов обязательных резервов и запаздывающего выполнения усреднения было необходимо существенно нарастить корреспондентские счета, не могли оперативно изменить объем привлечения средств на денежном рынке даже по относительно высоким ставкам. Поскольку в банковском секторе в целом наблюдался избыток ликвидности, Банк России проводил в этот период преимущественно депозитные аукционы. В результате данным кредитным организациям пришлось прибегать к операциям постоянного действия по предоставлению ликвидности. В частности, впервые за длительный период времени отдельные банки предъявляли спрос на кредиты постоянного действия, обеспеченные нерыночными активами, не приходящийся на последние дни месяца (рис. 1.7). Обычно в конце месяца отдельные системно значимые кредитные организации привлекают кредиты Банка России для улучшения показателей краткосрочной ликвидности, рассчитываемых по состоянию на эти даты.

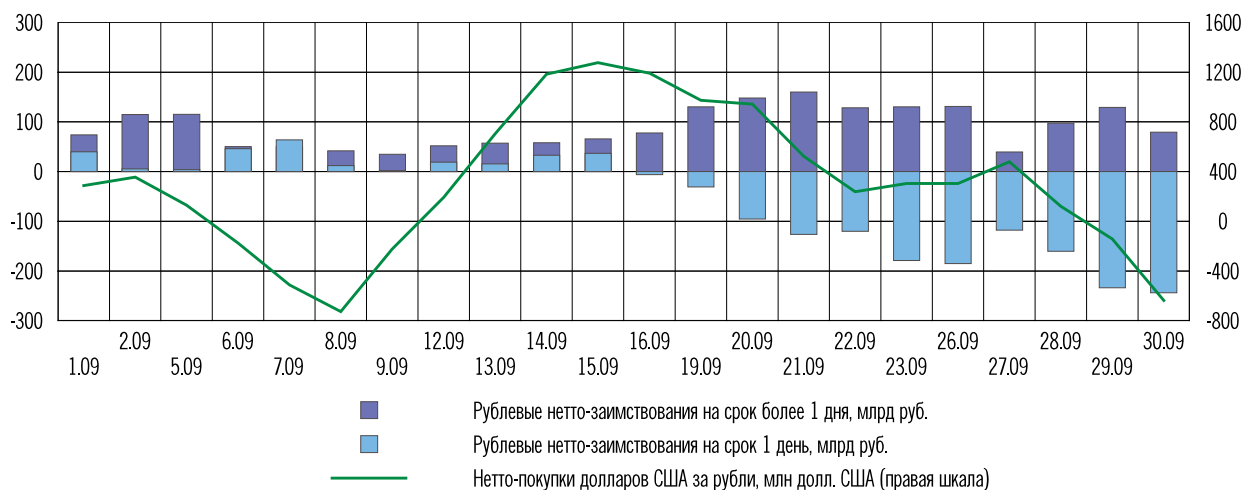
² Активность заемщиков на рынке МБК увеличилась, на что указывает рост объемов сделок, инициированных ими.

Рисунок 1.8

Открытые позиции на рынке валютного репо в 2016 г.
(млрд долл. США)

Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 1.9

Внебиржевые конверсионные операции и сделки валютный своп банков-нерезидентов
(«+» — заимствование/покупка, «-» — кредитование/продажа)

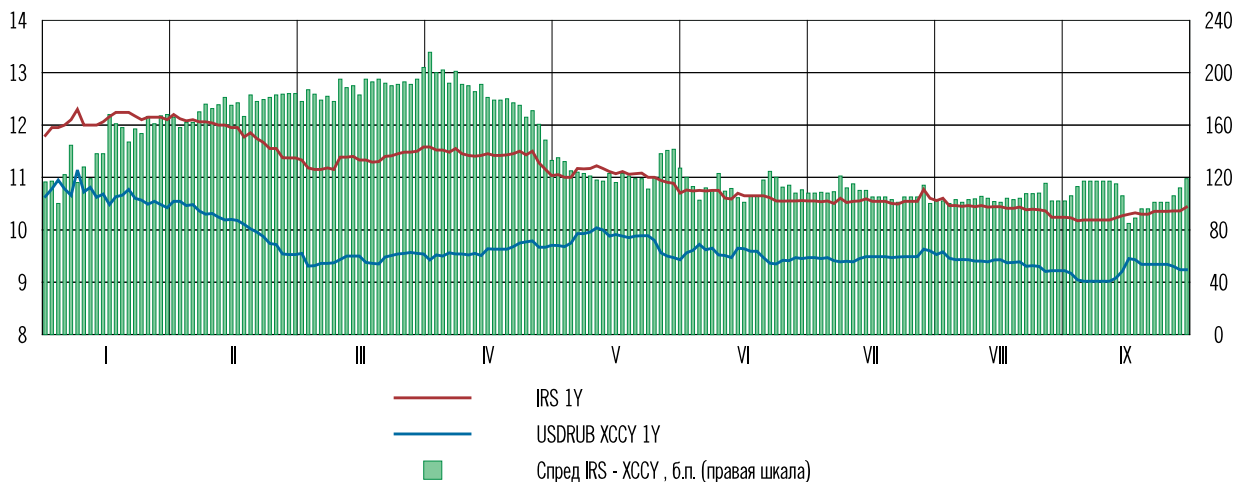
Источник: расчеты Банка России.

Ситуация на внутреннем валютном денежном рынке продолжала оказывать понижающее давление на краткосрочные ставки МБК. В условиях постепенного сокращения задолженности по валютному репо Банка России сохранялся высокий спрос на долларовую ликвидность со стороны некоторых крупных банков. Указанные кредитные организации продолжали привлекать значительные объемы долларов США на рынке валютных свопов. В результате рублевые ставки по валютным свопам находились в нижней половине процентного коридора Банка России. Также эти банки продолжали наращивать долларовые заимствования на рынке валютного репо. В этих условиях объемы открытых по-

зиций на данном рынке достигли своего исторического максимума (рис 1.8).

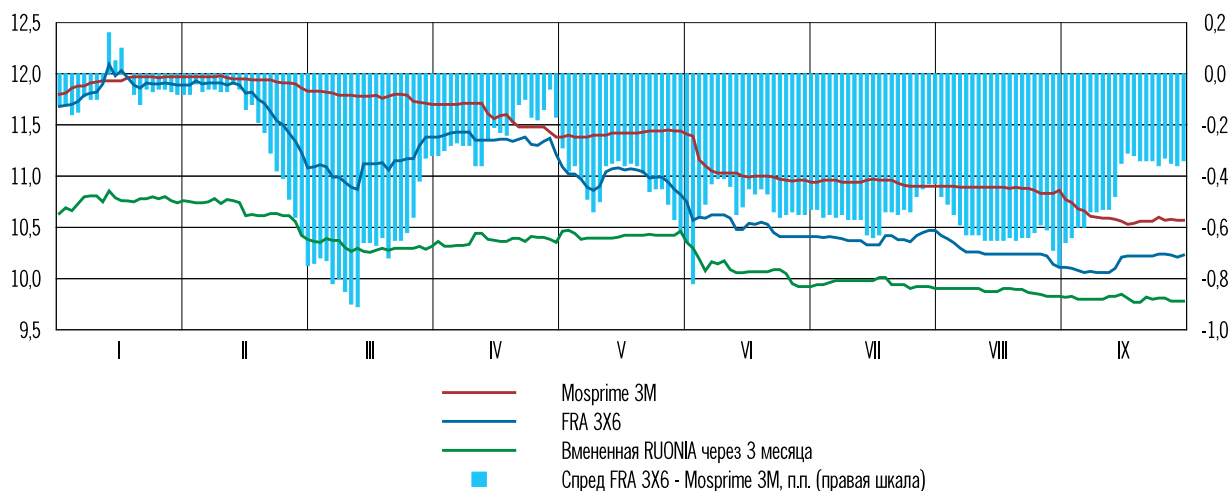
В отдельные периоды понижающее давление на рублевые ставки по валютным свопам и, в меньшей степени, на рублевые ставки МБК оказывали также операции банков-нерезидентов. Например, в сентябре на фоне высокого спроса на риск на глобальных рынках и роста цен на нефть указанные банки увеличили вложения в российские активы (раздел 2). Часть приобретенных рублей они размещали на рынке валютных свопов (рис. 1.9). На этом фоне расширялся спред между ставкой МБК и ставкой по валютным свопам, отражая увеличение стоимости долларов США на российском денежном рынке (врезка 1).

Рисунок 1.10

Долгосрочные ставки денежного рынка в 2016 г.
(% годовых)

Источники: Thomson Reuters, расчеты Банка России.

Рисунок 1.11

Спред FRA 3X6 — Mosprime 3M в 2016 г.
(% годовых)

Источники: Thomson Reuters, расчеты Банка России.

Совет директоров Банка России 16 сентября 2016 г. принял решение снизить ключевую ставку до 10,0% годовых, учитывая замедление инфляции и снижение инфляционных ожиданий при сохранении неустойчивой экономической активности. В то же время в июле-августе 2016 г. долгосрочные ставки денежного рынка продолжили постепенно снижаться, отражая усиление ожиданий участников рынка относительно смягчения денежно-кредитной политики в будущем. Вместе с тем их инфляционные ожидания (из ОФЗ-ИН) в этот период сохранялись на уровне, превышающем цель Банка России по инфляции. В этих условиях Банк России для закрепления тенденции к устой-

чивому снижению инфляции указал на необходимость поддержания ключевой ставки на достигнутом уровне до конца 2016 года.

На жесткий сигнал Банка России о будущей направленности денежно-кредитной политики долгосрочные ставки денежного рынка (котировки IRS и XCCY срочностью более 1 года) отреагировали повышением (рис. 1.10). Поскольку рублевые кривые денежного рынка используются многими банками для формирования кривых трансфертного ценообразования, это ограничит масштабы дальнейшего снижения ставок по кредитам и депозитам нефинансового сектора.

Во второй половине сентября ожидания смягчения денежно-кредитной политики в IV квартале 2016 г. ослабли, хотя и сохранились несмотря на заявление Банка России о намерении не менять ключевую ставку до конца 2016 года. Спред между ставками RUB FRA 3x6 и Mosprime 3M сузился, стабилизировавшись на уровне -30 б.п., а вмененная ставка RUONIA через 3 месяца, заложенная в кривую доходности ROISfix, – на уровне 9,8% годовых (рис. 1.11). Это свидетельствует об ожиданиях снижения ключевой ставки Банка России на 20–30 б.п. в IV квартале 2016 года.

До конца 2016 г. в банковском секторе сформируется переходное состояние, когда в отдельные дни будет возникать как дефицит, так и профицит ликвидности. В этих условиях Банк России продолжит преимущественно абсорбировать ликвидность с помощью недельных операций. Исключениями могут быть периоды между формированием существенного оттока ликвидности в результате налоговых платежей и перечислений средств в федеральный бюджет по итогам приватизаций государственных компаний и возвратом данных средств в банковский сектор в форме операций ФК по размещению временно свободных бюджетных средств или бюджетных расходов. В конце декабря структурный дефицит ликвидности временно возрастет из-за сокращения объема средств (размещен-

ных Федеральным казначейством в банковском секторе, которые будут необходимы для проведения плановых бюджетных расходов) и сезонного увеличения объема наличных денег в обращении.

По сравнению с прогнозом, представленным в предыдущем выпуске Финансового обозрения, оценка задолженности банков по операциям рефинансирования Банка России (потребности в операциях абсорбирования) на конец 2016 г. не изменилась и составляет от 0,9 до 1,5 трлн руб. (Приложение, табл. 1). Размер структурного дефицита ликвидности в конце 2016 г. может при этом составить 0,5–1,1 трлн рублей³.

Оценка сроков перехода банковского сектора к устойчивому структурному профициту ликвидности также не изменилась. Масштабный приток ликвидности по бюджетному каналу в конце 2016 г. и сезонное снижение объема наличных средств в обращении после новогодних каникул приведут к существенному снижению потребности банковского сектора в привлечении средств у Банка России уже в первые рабочие недели 2017 года. За счет проведения депозитных аукционов Банк России продолжит абсорбировать рублевую ликвидность у кредитных организаций. Это будет способствовать сохранению ставок МБК и репо вблизи ключевой ставки Банка России.

³ Предпосылки прогноза рассмотрены в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018–2019 годов».

Врезка 1.**О ситуации с валютной ликвидностью в конце сентября 2016 года**

В последний день сентября произошел резкий рост долларовых ставок в еврозоне (рис. 1-1). По всей видимости, это было связано с тем, что банки США закрыли лимиты на европейские банки из-за опасений банковского кризиса в ЕС в связи с проблемами Deutsche Bank. В результате в этот день на **российском денежном рынке стоимость долларов США также значительно увеличилась, а рублевые ставки по свопам на доллар-рубль снизились**, опустившись практически до нуля вечером 30 сентября (рис. 1-2).

Дополнительными факторами, обусловившими рост стоимости долларов США 30 сентября на российском денежном рынке, стали:

Закрытие лимитов зарубежных банков на российские кредитные организации, как из-за проблем Deutsche Bank, так и из-за «эффекта конца квартала» (иностранные банки в конце квартала могут сокращать операции с российскими банками).

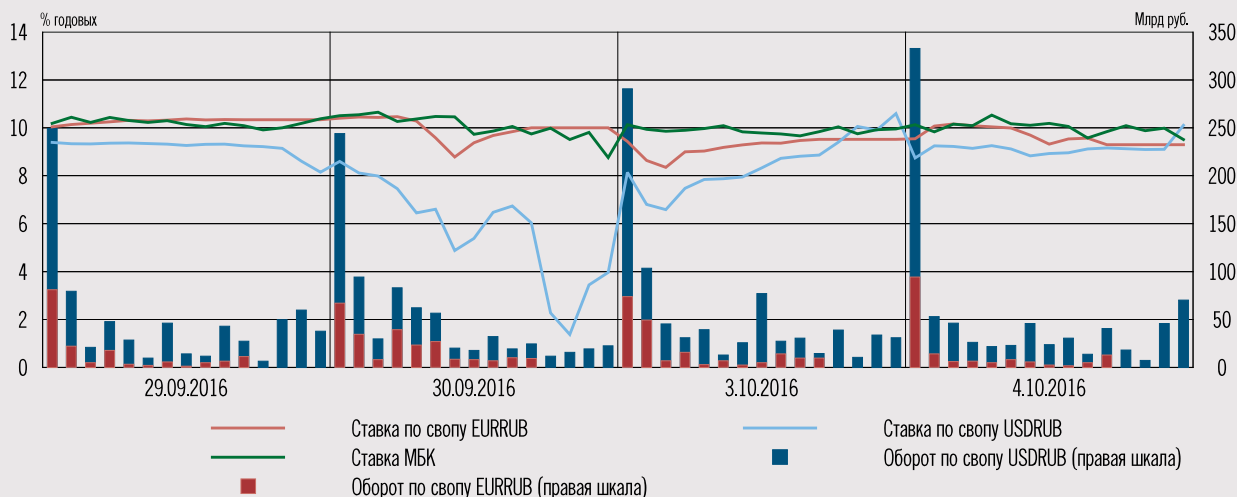
Кроме того, отдельные банки несколько сократили рублевые заимствования (предложение долларов) на рынке валютных свопов.

Рисунок 1-1

Долларовые ставки в 2016 г.
(% годовых)

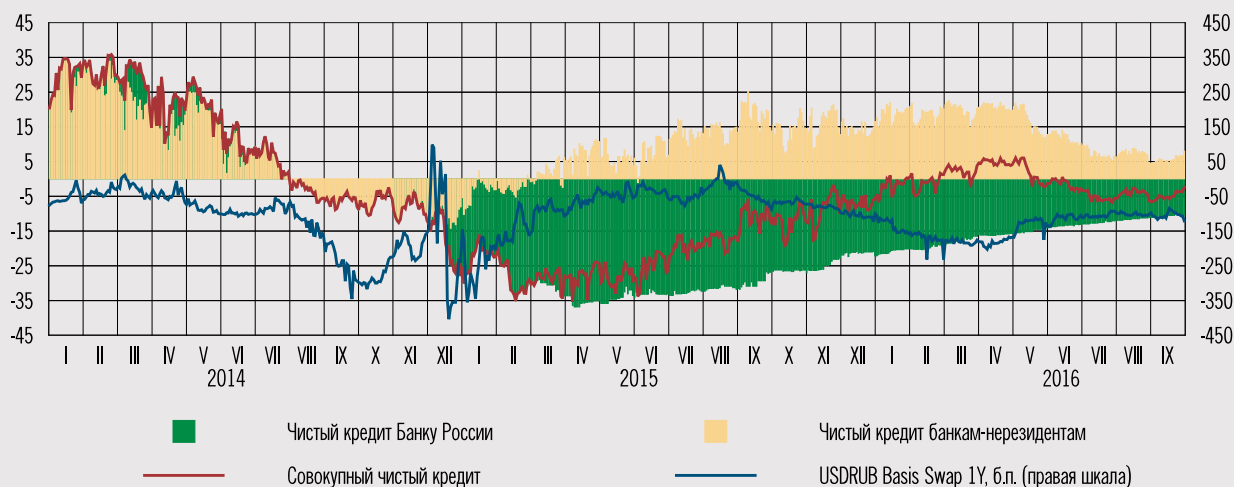
Источник: Thomson Reuters.

Рисунок 1-2

Ставки и обороты по однодневым валютным свопам USDRUB и EURRUB

Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 1-3

Чистый кредит банков-резидентов в иностранной валюте по операциям на денежном рынке
(млрд долл. США)

Источник: расчеты Банка России.

Напротив, некоторые кредитные организации в этот день испытывали дополнительную потребность в долларах США из-за «маржин-коллов» по долларовому репо, обеспеченному еврооблигациями Russia-30 (30 сентября стоимость этих бумаг снизилась из-за предстоявшей 5 октября выплаты купона).

«Дочки» банков-нерезидентов являются рублевыми нетто-кредиторами, которые в значительных объемах размещают рублевую ликвидность посредством валютных свопов, не испытывая при этом потребности в долларовых заимствованиях. Данные банки 30 сентября, несмотря на очень низкие ставки, практически не снизили рублевое кредитование на данном рынке. Частично это объясняется строгими внутренними процедурами риск-менеджмента указанных кредитных организаций: они не могут легко переместить рубли с рынка валютных свопов на рынок МБК или репо.

Снижение рублевых ставок по валютным свопам на доллар-рубль не привело к падению прочих рублевых ставок денежного рынка, в том числе по однодневным свопам на евро-рубль. При этом 30 сентября оборот по данным операциям увеличился, поскольку для привлечения долларов США отдельные банки могли привлекать рубли через свопы евро-рубль, размещая их через свопы доллар-рубль (делая таким образом синтетический своп евро-доллар), в том числе через операции с Банком России.

В целом **ситуация с валютной ликвидностью в сентябре – начале октября 2016 г. оставалась относительно благоприятной**. Падение ставок по свопам на доллар-рубль 30 ноября 2016 г. носило краткосрочный характер, и состояние рынка валютных свопов достаточно быстро нормализовалось. Значительный спрос на доллары США на денежном рынке предъявляли лишь несколько банков, что свидетельствует об отсутствии системного дефицита валютной ликвидности в российском банковском секторе. Это подтверждает показатель чистого кредита банков в иностранной валюте, находящийся на уровне начала 2016 г. (рис. 1–3).

2. ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК: РОСТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ РУБЛЕВЫХ АКТИВОВ СОДЕЙСТВОВАЛ УКРЕПЛЕНИЮ РУБЛЯ

• В июле – начале августа влияние снижения цен на нефть на динамику курса рубля было частично компенсировано продажами валютной выручки со стороны крупнейших российских экспортеров под выплату дивидендов. Это способствовало снижению зависимости курса рубля от цен на нефть и уменьшению курсовой волатильности.

• Уменьшение волатильности курса рубля привело к росту привлекательности рублевых активов и притоку в них средств нерезидентов, что стало одним из основных факторов укрепления рубля. Кроме того, приток средств иностранных участников ограничивал колебания курса рубля, вызванные динамикой цен на нефть в августе-сентябре, и способствовал сохранению эластичности курса рубля по ценам на нефть и курсовой волатильности на низком уровне.

В июле – первой половине августа курс рубля оказался под давлением снижения цен на нефть на фоне роста буровой активности в США и обострившихся опасений относи-

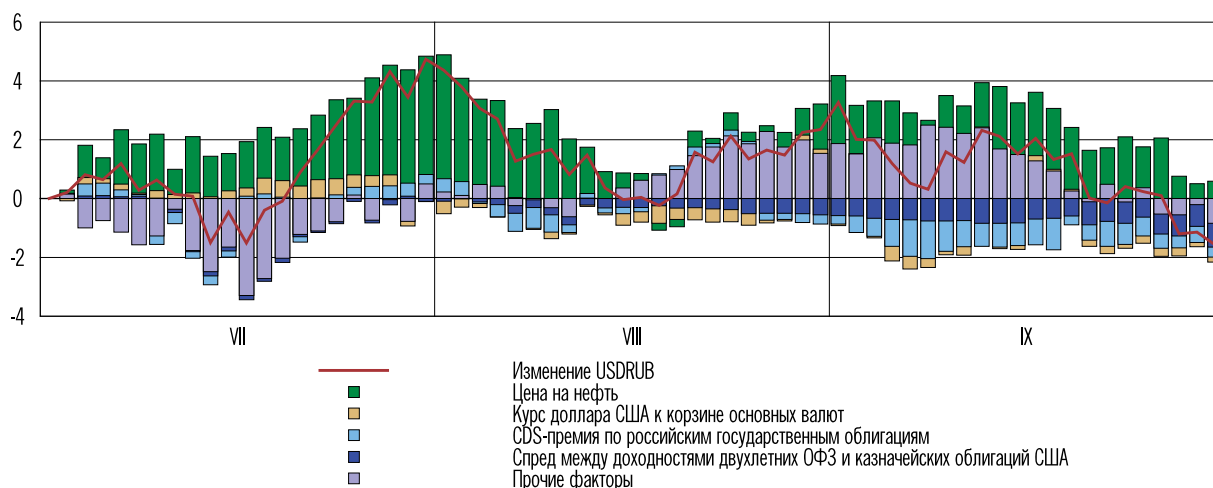
тельно избытка предложения нефти на мировом рынке (рис. 2.1).

Ослаблению рубля в этот период препятствовали продажи российскими экспортерами валютной выручки для выплаты дивидендов за первое полугодие 2016 г., которые стартовали и достигли пика в июле, а завершились в августе. Значительные покупки иностранной валюты нерезидентами в конце июля – начале августа были связаны с обратной конвертацией иностранными акционерами рублевых дивидендов, выплаченных международными банками-депозитариями, администрирующими депозитарные расписки по российским акциям. При этом основной объем конвертации был несколько меньше, чем в 2015 г., и пришелся на конец июля; его влияние на динамику курса рубля было компенсировано ростом нетто-продаж экспортной выручки под выплату налогов (рис. 2.2).

Рост предложения валюты на рынке со стороны экспортеров в июле нивелировал эффект от краткосрочного снижения цен на нефть, в результате чего эластич-

Рисунок 2.1

Декомпозиция изменений курса доллара США к рублю по модели IGARCH в 2016 г.
(п.п.)



Источники: Thomson Reuters, расчеты Банка России.

Рисунок 2.2

Нето-покупки долларов США за рубли по группам участников валютного рынка в 2016 г. (млн долл. США)

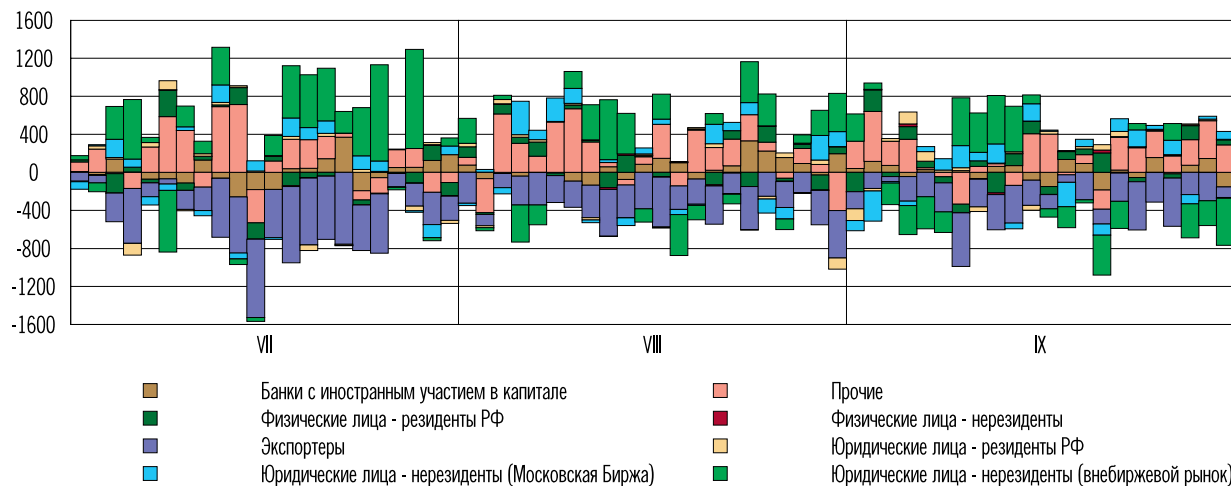


Рисунок 2.3

Оценка волатильности курса доллара США к рублю по модели MV IGARCH в 2016 г. (п.п.)

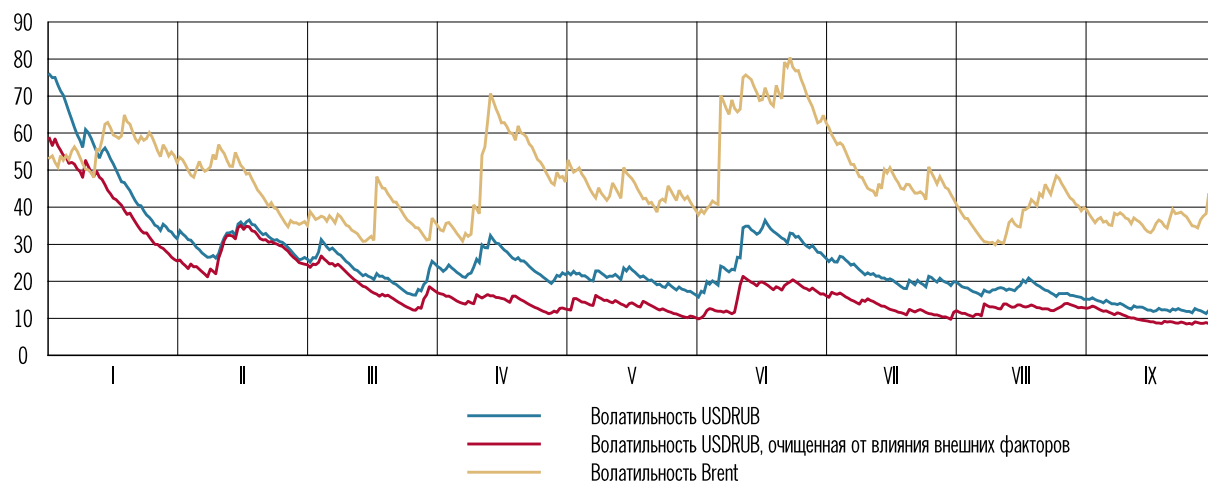


Рисунок 2.4

Эластичность курса доллара США к рублю по цене на нефть марки Brent



Рисунок 2.5

Одномесечная вмененная волатильность курса доллара США к рублю и валют-аналогов в 2016 г. (п.п.)



Источники: Thomson Reuters, расчеты Банка России.

Рисунок 2.6

Индекс волатильности VIX и фондовый индекс MSCI ACWI



Источник: Thomson Reuters.

ность курса рубля по ценам на нефть заметно снизилась (рис. 2.4). Снижение эластичности способствовало также уменьшению волатильности курса рубля до минимальных уровней с начала 2015 г. (рис. 2.3). При этом по состоянию на конец квартала вмененная волатильность курса рубля почти сравнялась со средним значением вмененной волатильности валют-аналогов¹ (рис. 2.5).

Снижение волатильности курса рубля способствовало росту привлекательности

рублевых активов для целей операций carry trade. На это указывает увеличение показателя carry-to-risk ratio (рис. 2.7), который в начале III квартала 2016 г. обновил максимумы конца 2015 года. **Помимо снижения курсовой волатильности росту привлекательности рублевых активов для международных инвесторов способствовала ситуация на мировых финансовых рынках.**

Уже в июле опасения относительно влияния Brexit на ситуацию на мировых рынках заметно ослабли, а склонность к риску повысилась: индекс VIX снизился до уровней начала июня, наблюдавшихся до обострения ситуации вокруг Brexit (рис. 2.6). Вместе с тем

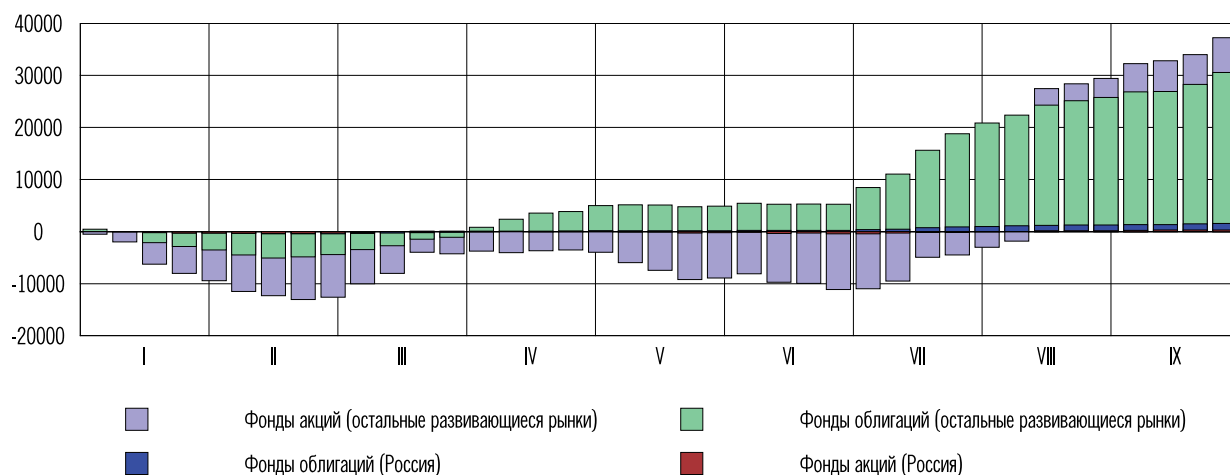
¹ В расчет брались канадский доллар, норвежская крона, мексиканский песо, южноафриканский ранд, турецкая лира, бразильский реал, индийская рупия, индонезийская рупия.

Рисунок 2.7

Коэффициент carry-to-risk ratio по рублевым
финансовым инструментам

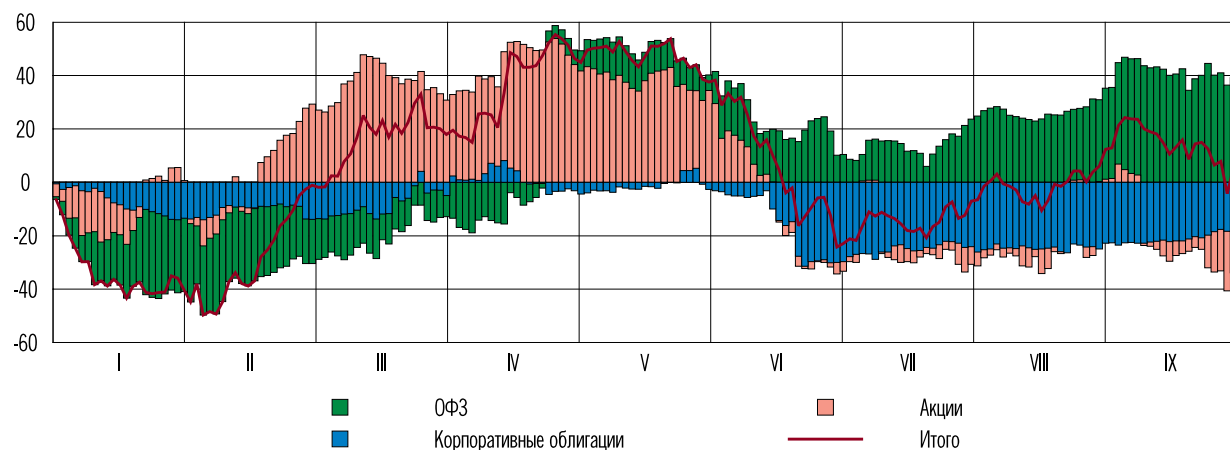
Источники: Thomson Reuters, расчеты Банка России.

Рисунок 2.8

Приток инвестиций в фонды развивающихся стран в 2016 г.
(накопленным итогом, млн долл. США)

Источники: EPFR Global, расчеты Банка России.

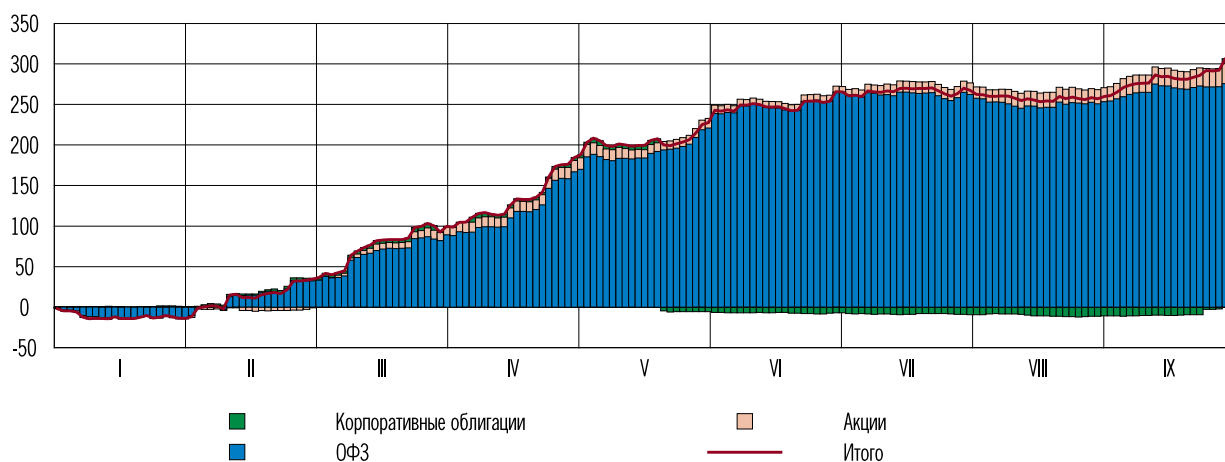
Рисунок 2.9

Нетто-покупки рублевых активов нерезидентами в 2016 г.
(накопленным итогом, млрд руб.)

Источники: Московская Биржа, расчеты Банка России.

Рисунок 2.10

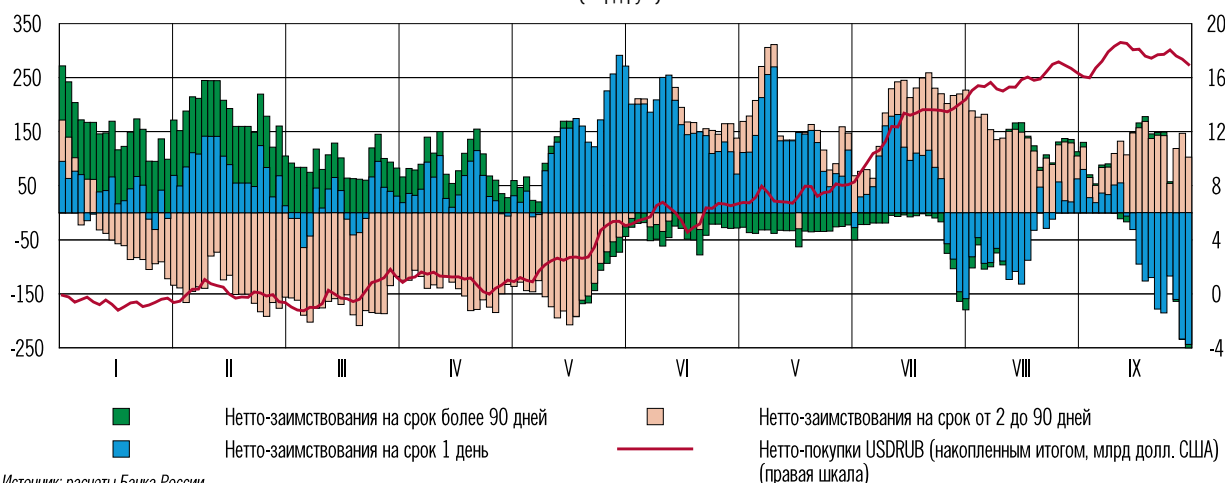
Нетто-покупки рублевых активов банками с иностранным участием в капитале в 2016 г.
(накопленным итогом, млрд руб.)



Источники: Московская Биржа, расчеты Банка России.

Рисунок 2.11

**Нетто-заимствования банков-нерезидентов на рынке валютных свопов
и нетто-покупки нерезидентами долларов США за рубли на рынке спот в 2016 г.**
(млрд руб.)



Источник: расчеты Банка России.

продолжилось снижение доходностей по инструментам, номинированным в валютах стран G10. Под влиянием этих факторов **спрос международных инвесторов на активы на развивающихся рынках, в том числе на российском, повысился**: по данным компании EPFR Global, за III квартал 2016 г. приток средств в фонды, специализирующиеся на вложениях в страны с формирующимися рынками, составил свыше 29 млрд долл. США, из них более 2 млрд долл. США привлекли фонды, ориентированные на Россию (рис. 2.8). О росте спроса на рублевые активы также свидетельствуют данные Московской Биржи (рис. 2.9-2.10; раздел 3). При этом **основной объем операций**

carry trade на российском рынке приходится на операции на валютном рынке и не затрагивает рынок капитала (врезка 2). В частности, в сентябре 2016 г. позиционирование нерезидентов по паре доллар-рубли сместилось в сторону длинных позиций по рублю (рис. 2.11).

Приток средств нерезидентов в рублевые активы стал одним из основных факторов укрепления рубля в III квартале 2016 г., что также ограничивало инфляционные риски. Кроме того, покупки рублей со стороны иностранных участников рынка ограничивали колебания курса, вызванные изменениями цен на нефть. В результате после снижения в июле на фоне дивидендных выплат в августе-сен-

тябре эластичность курса рубля по ценам на нефть и курсовая волатильность остались на низких уровнях.

В условиях сохраняющихся на высоком уровне рублевых процентных ставок, низкой волатильности курса рубля и продолжающегося снижения доходностей активов, номинированных в большинстве валют развитых стран, высокий спрос на рублевые активы со стороны международных инвесторов в IV квартале 2016 г., скорее всего, будет сохраняться. При

реализации сценария снижения цены на нефть спрос на рубли со стороны нерезидентов будет ограничивать масштабы ослабления рубля.

В то же время вероятный рост курса доллара США на международном рынке вследствие ожидаемой нормализации процентной политики ФРС США может способствовать снижению склонности глобальных инвесторов к риску. В этом случае возможно закрытие части длинных рублевых позиций на валютном рынке, которые преобладают в настоящий момент.

Врезка 2.

Виды операций carry trade на российском рынке

Операции carry trade представляют собой привлечение средств в валюте с низкими процентными ставками и размещение привлеченных средств в валюте с высокими процентными ставками. Это позволяет зарабатывать на возникающем процентном дифференциале. Конкретные реализации carry trade могут значительно различаться в зависимости от степени развития и ликвидности различных сегментов финансового рынка. Наиболее распространенными видами сделок carry trade в рублевых инструментах являются:

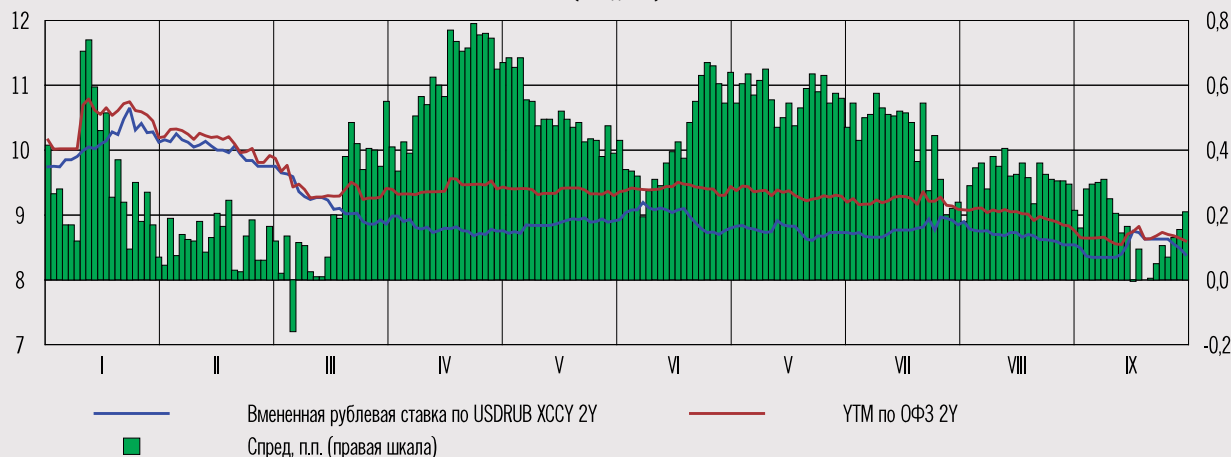
1. Продажа беспоставочных форвардных контрактов (NDF) на курс доллара США к рублю. Такой вид операций распространен преимущественно на офшорном рынке (например, сделки между иностранными инвестиционными фондами и международными банками, имеющими доступ к рублевой ликвидности, – см. информационно-аналитический материал «Финансовое обозрение. Условия проведения денежно-кредитной политики», №2, 2016 г.). Чтобы не брать на себя валютный риск по данной позиции, международные банки обычно хеджируют ее в своем дочернем подразделении в России, которое затем хеджируется на российском рынке посредством комбинации сделок спот и своп (см. следующий пункт).

2. Продажа долларов США за рубли на рынке спот и одновременное заключение buy/sell валютного свопа по той же валютной паре. Из-за низкой ликвидности российского внебиржевого рынка валютных деривативов этот вид операций carry trade является наиболее распространенным.

3. Привлечение валютного фондирования для покупки рублевых активов. С точки зрения распространенности это наиболее редкий вид сделок carry trade, поскольку ликвидность российского рынка инструментов с фиксированной доходностью относительно невысока.

Рисунок 2-1

Спред между доходностью двухлетних ОФЗ и вмененной рублевой ставкой
по двухлетним кросс-валютным свопам на пару доллар США-рубли
(% годовых)



Источники: Thomson Reuters, расчеты Банка России.

4. Покрытый процентный арбитраж (covered interest arbitrage). Предыдущие три вида операций являются так называемым валютным carry trade, при котором валютный риск не хеджируется. Однако операции carry trade могут совершаться посредством привлечения рублевой ликвидности через валютный своп и покупки рублевого инструмента с фиксированной доходностью, например ОФЗ. Валютный риск в этом случае хеджируется, стоимость фондирования равна вмененной рублевой ставке по валютному свопу, а ожидаемая доходность данной сделки измеряется шириной спреда между доходностью рублевого инструмента и стоимостью фондирования (рис. 2-1).

Операции carry trade могут оказывать влияние на денежно-кредитные условия посредством следующих каналов:

- **Смещение кривой доходности ОФЗ.** Существенный спрос нерезидентов на рублевые облигации, в том числе благодаря операциям carry trade, может приводить к снижению доходности облигаций, а закрытие позиций – к ее росту.

- **Рост волатильности валютного курса.** С учетом того, что перепозиционирование нерезидентов на валютном рынке частично зависит и от динамики цены на нефть, в определенные периоды оно может оказывать проциклическое влияние на динамику валютного курса (например, спрос нерезидентов на валюту при закрытии длинных рублевых позиций при падающей цене на нефть). В ситуации, когда закрытие позиций нерезидентов на валютном рынке не будет в должной мере балансироваться потоками со стороны прочих участников рынка¹, это будет приводить к краткосрочному росту курсовой волатильности.

- **Рост волатильности ставок денежного рынка.** Ввиду того, что операции нерезидентов на валютном рынке при взятии длинных/коротких позиций в рубле фондируются на рынке валютных свопов, их перепозиционирование может приводить к дополнительной волатильности ставок денежного рынка (прежде всего ставок по валютным свопам). Так, ставки по валютным свопам в мае устойчиво находились в верхней половине процентного коридора из-за сокращения объема длинных рублевых позиций нерезидентами. При этом в начале августа увеличившийся объем размещения рублевой ликвидности на однодневных валютных свопах, в том числе из-за перепозиционирования иностранных участников рынка, привел к существенному расширению однодневного базиса (спреда между однодневными ставками по валютным свопам и МБК). Повышенная волатильность ставки по свопам, в свою очередь, может приводить к некоторому искажению ценообразования и на других сегментах денежного рынка, в том числе на рынке МБК.

¹ Например, закрытие длинных рублевых позиций (соответственно, спрос на валюту на споте) может происходить в начале календарного месяца, когда предложение экспортной валютной выручки традиционно является достаточно низким.

3. ФОНДОВЫЙ РЫНОК: НА ФОНЕ ЗАМЕДЛЯЮЩЕЙСЯ ИНФЛЯЦИИ И ВОЗРОСШЕЙ СКЛОННОСТИ К РИСКУ ИНВЕСТОРЫ НАРАЩИВАЛИ ВЛОЖЕНИЯ В ВЫСОКОДОХОДНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

3.1. Ужесточение риторики Банка России скорректировало чрезмерно заниженные рыночные ожидания ставок

• В III квартале 2016 г. премии за риски по облигациям снижались и объемы операций с ними росли в условиях стабильной внешнеэкономической конъюнктуры, высокой склонности инвесторов к риску и снижающихся инфляционных ожиданий.

• Участники рынка прогнозировали более быстрое снижение краткосрочных ставок, чем Банк России, в то время как их инфляционные ожидания оставались выше цели Банка России по инфляции в 4%.

• Банк России снизил 16 сентября 2016 г. ключевую ставку, но дал жесткий сигнал относительно ее будущей траектории, что позволило скорректировать краткосрочные рыночные ожидания ставок и сохранить необходимую для дальнейшего снижения инфляции жесткость денежно-кредитных условий.

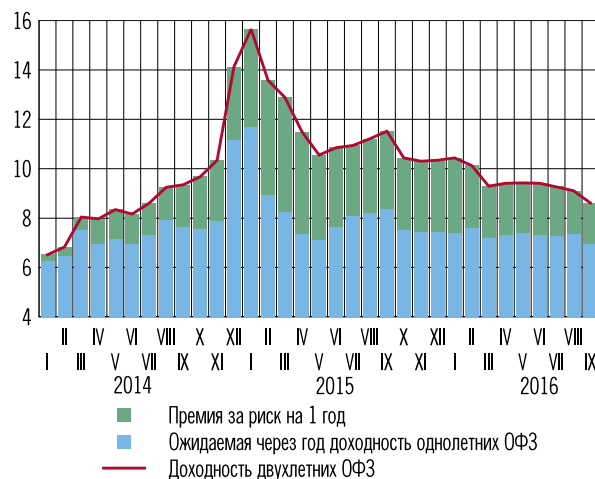
Ценовые тенденции, формировавшиеся в III квартале 2016 г. на внутреннем долговом рынке, в целом способствовали смягчению денежно-кредитных условий: премии за риски инвестирования в российские облигации продолжали снижаться под влиянием сохранения относительно стабильной внешнеэкономической конъюнктуры, роста склонности инвесторов к риску и снижения инфляционных ожиданий участников рынка. Локальные эпизоды повышения волатильности котировок не оказывали существенного влияния на настроения инвесторов, в том числе иностранных, у которых российские облигации пользовались высоким спросом. В сентябре 2016 г. страновая премия за российский риск (CDS-спред по суверенным еврооблигациям России) снизилась на 40 б.п. по сравнению с июнем, до 210 б.п.,

вернувшись к уровню середины 2014 года. Премия за риск по операциям с краткосрочными ОФЗ снизилась на 0,5 п.п., до 1,7 п.п (рис. 3.1), до значений августа 2014 года.

На протяжении III квартала, по данным компании EPFR Global, наблюдался приток средств в иностранные фонды, инвестирующие в российские акции и облигации. В целом за рассматриваемый период этот приток составил 2088 млн долл. США. По данным Московской Биржи, наибольшим спросом у нерезидентов пользовались ОФЗ и корпоративные облигации высоконадежных эмитентов.

В условиях снижения стоимости заимствования, роста спроса нерезидентов, российских банков и коллективных инвесторов повышалась доступность заемных средств для широкого круга эмитентов облигаций (в том числе компаний нефинансового сектора). Эмиссионная активность на внутреннем долговом рынке была высокой (рис. 3.2). Минфин России успешно размещал ОФЗ на аукционах и почти полностью исполнил свой квартальный план заимствования. При этом бумаги с фиксированным купоном (ОФЗ-ПД) по-прежнему пользовались большим спросом у инвесторов

Рисунок 3.1
Декомпозиция доходности двухлетних ОФЗ
(% годовых)

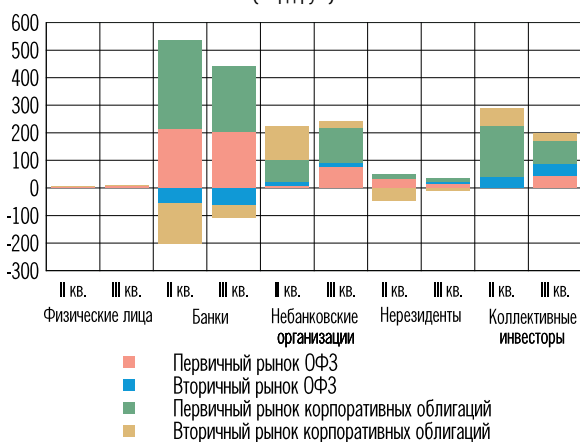


Источники: Московская Биржа, расчеты Банка России.

Рисунок 3.2

Объем покупок облигаций различными типами инвесторов во II и III кварталах 2016 г.*

(млрд руб.)

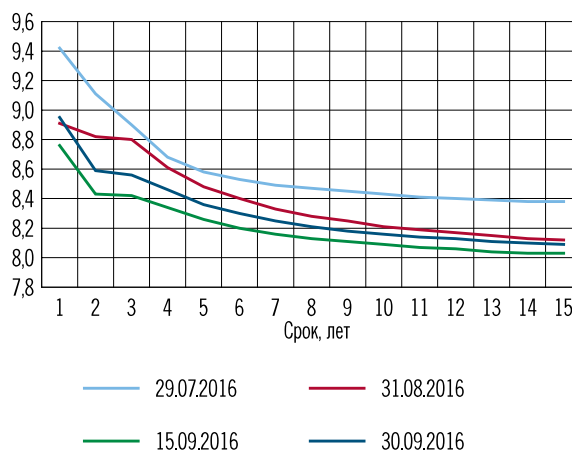


* Для вторичного рынка приведены нетто-покупки (покупки минус продажи).
 Источники: Московская Биржа, расчеты Банка России.

Рисунок 3.3

Кривая доходности ОФЗ

(% годовых)



Источник: Московская Биржа.

по сравнению с облигациями с переменным купоном (ОФЗ-ПК, привязанным к ставке денежного рынка RUONIA), отражая их уверенность в снижении ставок в будущем. В корпоративном сегменте долгового рынка объем размещения облигаций рос на протяжении большей части квартала. На две трети его составляли бумаги надежных эмитентов, которые пользовались высоким спросом у банков, что наряду со снижающимися инфляционными ожиданиями способствовало удешевлению фондирования для эмитентов облигаций. При этом доходность первичного размещения корпоративных облигаций снижалась медленнее инфляции. Это могло свидетельствовать о том, что в условиях сохраняющейся общеэкономической неопределенности **риски инвестирования в бумаги корпоративного сектора по-прежнему оценивались как достаточно высокие**. Спред между доходностью корпоративных облигаций и ОФЗ оставался в диапазоне от 140 до 150 б.п., что на 50–60 б.п. выше, чем в конце 2013 года.

Высокий спрос зарубежных инвесторов на российские финансовые активы и относительная стабильность на мировом финансовом рынке позволили Минфину России успешно доразместить остаток эмиссии нового выпуска российских суверенных еврооблигаций и снизить стоимость заимствования по сравнению с маем 2016 г. на 85 базисных пунктов. **Благоприятной рыночной конъюнктурой воспользовались и корпоративные заемщи-**

ки, которые в сентябре размещали еврооблигации по сниженным ставкам и анонсировали новые эмиссии на ближайшие месяцы. При этом объем размещенных и анонсированных выпусков был максимальным с начала 2014 года.

На фоне замедляющейся инфляции в течение III квартала **снижались и рыночные оценки будущих значений процентных ставок на краткосрочном (до конца 2016 г.) и долгосрочном горизонтах**. При этом участники рынка прогнозировали более быстрое снижение краткосрочных ставок, чем Банк России, хотя их инфляционные ожидания оставались выше цели Банка России по инфляции в 4%. Наиболее сильными их ожидания снижения ставок были в сентябре, в преддверии заседания Совета директоров Банка России. Прогнозируемая участниками рынка на конец 2016 г. ставка RUONIA (извлеченная из ОФЗ-ПК) была ниже своего фактического значения на 60–90 б.п. и ниже ключевой ставки Банка России на 40 базисных пунктов.

Таким образом, принятое Банком России 16 сентября 2016 г. решение снизить ключевую ставку на 50 б.п. было заранее учтено в доходности облигаций, а его жесткий сигнал относительно будущей траектории ключевой ставки, как и рассчитывал регулятор, вызвал повышательную коррекцию доходности кратко- и среднесрочных ОФЗ (рис. 3.3, врезка 3) и рыночных ожиданий в отношении динамики ставок до конца 2016 года. Благодаря этому сохранилась необхо-

Врезка 3.**Анализ реакции доходности ОФЗ на решения Банка России по ключевой ставке**

Принимая решения по ключевой ставке, Банк России учитывает то, какое влияние они окажут на экономику и финансовый рынок. В частности, внимание уделяется процессам, происходящим в сегменте государственных ценных бумаг, являющемся важным элементом процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

В долгосрочном периоде на доходность ОФЗ, согласно оценкам, наиболее существенное влияние оказывают уровень ключевой ставки, инфляционные ожидания и долгосрочный тренд страновой премии за риск¹. На коротком горизонте доходность ОФЗ наиболее чувствительна к краткосрочным колебаниям курса рубля и страновой премии за риск, в которых частично учтены изменения прочих факторов: настроений и спроса инвесторов, колебаний конъюнктуры мировых фондовых рынков, действий зарубежных монетарных регуляторов и других.

При этом если сама динамика ключевой ставки относится к факторам, определяющим долгосрочный уровень доходности, то известие о принятом регулятором решении по ставке и его комментарий в пресс-релизе, публикуемом по итогам заседания Совета директоров, являются факторами, определяющими краткосрочное изменение доходности ОФЗ. Это изменение во многом зависит от степени соответствия принятого решения рыночным ожиданиям. Доходность ОФЗ моментально реагирует на указанные события, но ее окончательная подстройка к своему долгосрочному уровню может происходить в течение одного–двух месяцев. В то же время в отдельные периоды может наблюдаться более продолжительное отклонение доходности от долгосрочного уровня из-за усиления воздействия краткосрочных (в том числе неучтенных прочих) факторов.

Оценка реакции² доходности ОФЗ на публикацию решения Банка России по ключевой ставке осуществлялась посредством построения модели коррекции ошибок (ЕСМ)³. В результате этих расчетов были получены значения долгосрочного уровня доходности ОФЗ и оценки ожиданий участников рынка по ключевой ставке, вмененные в цены ОФЗ.

Рисунок 3-1

Фактический и долгосрочный уровни доходности двухлетних ОФЗ
(% годовых)



Источник: расчеты Банка России.

¹ Пятилетняя CDS-премия по российским суверенным еврооблигациям.

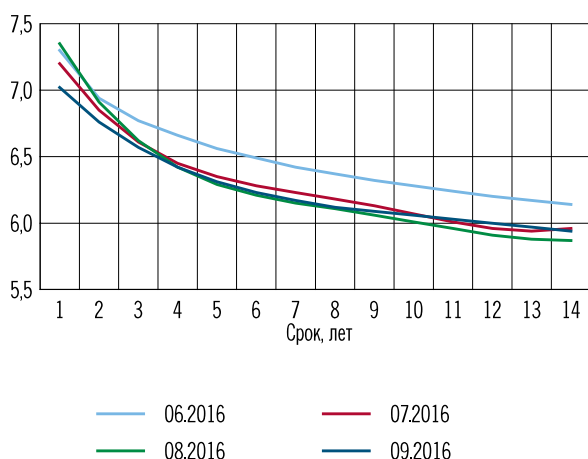
² Реакция доходности ОФЗ оценена на двухдневном периоде, включающем день заседания Совета директоров Банка России и следующий за ним день.

³ Посредством ЕСМ-модели исследуется выборка данных за период с сентября 2013 г. по середину сентября 2016 года. В качестве зависимой переменной модели используется доходность синтетических бескупонных ОФЗ со сроком до погашения два года (интерполированная по методу Нельсона-Зигеля доходность выпусков, имеющих близкий к двум годам срок до погашения). В качестве объясняющих переменных взяты ключевая ставка Банка России, курс доллара США к рублю, инфляционные ожидания (медианные значения опросов Bloomberg об ожидаемом профессиональными участниками финансовых рынков уровне инфляции через два года) и страновая премия за риск.

В сентябре непосредственно перед Советом директоров Банка России отрицательный разрыв между доходностью ОФЗ и ее долгосрочным уровнем увеличился и составил -70 б.п. (рис. 3–1). В то же время ключевая ставка была снижена регулятором 16 сентября 2016 г. на 50 базисных пунктов. Это означает, что участники рынка несколько переоценивали потенциал снижения ставок, который был ограничен из-за необходимости поддержания достаточной для дальнейшего снижения инфляции до 4% степени жесткости денежно-кредитных условий. Поэтому сигнал, данный Банком России рынку в пресс-релизе по итогам заседания Совета директоров, позволил скорректировать вверх значение краткосрочной доходности ОФЗ и сократить до -5 б.п. отклонение доходности ОФЗ от своего долгосрочного уровня, определяемого ключевой ставкой, инфляционными ожиданиями и внешними условиями. Таким образом, принятое Банком России решение позволило скорректировать ожидания рынка до уровня, необходимого для достижения инфляцией цели в 4% к концу 2017 года.

Рисунок 3.4

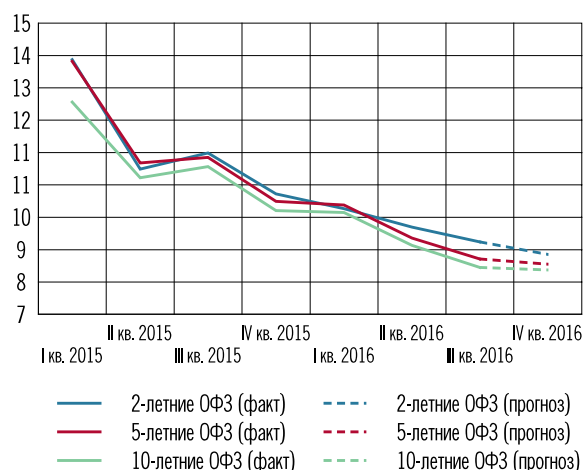
Ожидаемая динамика доходности однолетних ОФЗ (% годовых)



Источники: Московская Биржа, расчеты Банка России.

Рисунок 3.5

Прогноз доходности ОФЗ (% годовых)



Источники: Московская Биржа, Росстат, Bloomberg, расчеты Банка России.

димая для дальнейшего снижения инфляции жесткость денежно-кредитных условий. Однако, несмотря на более жесткую риторику Банка России, в сентябре инфляционные ожидания участников облигационного рынка (извлеченные из ОФЗ-ИН) значительно не изменились. Это может свидетельствовать о том, что для их закрепления на более низком уровне потребуется время.

Средне- и долгосрочные (на сроки свыше 1 года) рыночные ожидания снижения ставок продолжили уменьшаться. Ожидаемая через 1–4 года доходность краткосрочных ОФЗ снизилась на 5–30 б.п. (рис. 3.4), отражая, что в более долгосрочной перспективе участники рынка ожидают от Банка России смягчения денежно-кредитной политики. В целом это соответствует данному регулятором в сентябрьском пресс-релизе сигналу о возможном возобнов-

лении снижения ставок не ранее I–II кварталов 2017 года.

По оценкам Банка России на конец сентября 2016 г., в IV квартале доходность ОФЗ будет консолидироваться вблизи уровней, достигнутых в конце III квартала, на фоне сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики Банка России, прогнозируемой неизменности ставок денежного рынка и некоторого повышения CDS-премии (рис. 3.5).

3.2. Банки предъявляли повышенный спрос на рублевые корпоративные ценные бумаги

• В III квартале 2016 г. на фоне общего роста склонности инвесторов к риску банки предъявляли повышенный спрос

на рублевые корпоративные ценные бумаги (облигации и акции), стремясь увеличить доходность своих портфелей ценных бумаг и частично замещая облигациями кредиты (раздел 4).

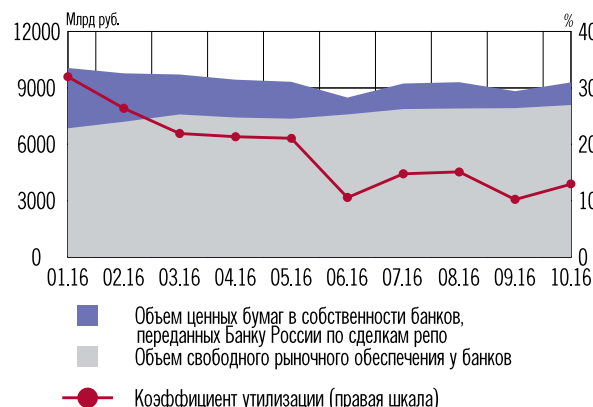
• Объем рыночного обеспечения у банков в III квартале увеличился незначительно. В целом за 2016 г. ожидается его меньший прирост, чем прогнозировал Банк России во II квартале, поскольку в последнее время усиливаются ожидания повышения ставки ФРС США в декабре и связанная с этим неопределенность на финансовых рынках, что может привести к сокращению банками вложений в ценные бумаги.

В III квартале 2016 г. банки предъявляли повышенный спрос на рублевые корпоративные ценные бумаги (облигации и акции), стремясь увеличить доходность своих портфелей ценных бумаг и частично замещая более ликвидными облигациями кредиты. В частности, системно значимые кредитные организации (СЗКО) предпочитали инвестировать средства в корпоративные облигации надежных эмитентов, входящие в Ломбардный список Банка России, доходность которых обеспечивала среднюю премию в 180 б.п. к кривой доходности ОФЗ. Кроме того, привлекая рефинансирование от Банка России, СЗКО более активно, чем ранее, использовали в качестве залога рублевые корпоративные облигации. В августе-сентябре эти бумаги составили около 60% объема ценных бумаг, заложенных СЗКО по операциям рублевого репо с Банком России.

СЗКО были по-прежнему заинтересованы и в приобретении ОФЗ, главным образом для выполнения норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ) (за период действия НКЛ с 1.01.2016 до конца сентября принадлежащий этой группе банков портфель ОФЗ увеличился на 58%). Однако в III квартале возможности банков по дальнейшему столь же интенсивному, как и ранее, наращиванию портфеля этих бумаг были несколько ограничены, поскольку запланированный Минфином России и полностью реализованный на первичном рынке квартальный объем предложения ОФЗ был на 11% меньше, чем во II квартале 2016 года. При этом СЗКО использовали ОФЗ в операциях репо

Рисунок 3.6

Ценные бумаги, принадлежащие банкам и входящие в Ломбардный список Банка России*
(на начало периода)



* С учетом величины дисконтов по операциям репо и поправочных коэффициентов по кредитам Банка России.

Источник: расчеты Банка России.

с Банком России в значительно меньших объемах, чем другие виды бумаг.

В целом за рассматриваемый период СЗКО увеличили покупки рублевых корпоративных облигаций в 12 раз по сравнению со II кварталом, до 58 млрд руб., и на 9% сократили покупки ОФЗ, до 92 млрд рублей. Другие банки предъявляли значительно больший спрос на корпоративные облигации, чем на ОФЗ (объемы покупок составили 139 и 49 млрд руб. соответственно).

Высокий спрос банков на корпоративные бумаги способствовал формированию благоприятных условий заимствования для эмитентов нефинансового сектора, рассматривающих привлечение денежных ресурсов на рынке корпоративных облигаций как альтернативу кредитному финансированию. Таким образом, активные операции банков в корпоративном сегменте долгового рынка через снижение доходности облигаций и увеличение объема операций с ними в целом оказывали смягчающее влияние на денежно-кредитные условия.

На фоне стремления повысить доходность портфелей ценных бумаг у всех групп банков сохранялся высокий спрос на акции: их вложения в долевые ценные бумаги выросли на 4,6% по сравнению с концом II квартала 2016 года. Этому способствовали благоприятная конъюнктура фондового рынка, продолжение выплаты дивидендов отдельными крупными

компаниями в июле-августе, а также положительная переоценка портфеля акций в сентябре.

В III квартале 2016 г. продолжилось уменьшение объема Ломбардного списка Банка России, которое происходило по ряду причин. Во-первых, в июле было принято решение об ужесточении требований к рейтингам новых выпусков корпоративных облигаций, входящих в Ломбардный список. В результате в его состав не было включено около 20% размещенных на первичном рынке в июле-сентябре корпоративных облигаций на общую сумму 83,4 млрд рублей. Во-вторых, в рассматриваемый период было осуществлено погашение значительного объема бумаг, входящих в Ломбардный список. Объем погашенных облигаций превысил в 2 раза соответствующий показатель предыдущего квартала и в 1,6 раза – объем бумаг, включенных в III квартале в Ломбардный список. В результате в III квартале объем Ломбардного списка уменьшился на 2,9% по сравнению со II кварталом, или на 259 млрд руб., до 19,4 трлн руб., а с начала 2016 г. – на 54,2% (Приложение, табл. 3). Несмотря на это, к концу сентября **объем рыночного обеспечения у банков несколько увеличился по сравнению с концом июня (на 0,7%, до 9,3 трлн руб., в том числе у СЗКО – на 1,7%, до 5,5 трлн руб.) вследствие активизации покупок банками качественных корпоративных облигаций.** Коэффициент утилизации рыночного обеспечения снизился с 15% на конец июня до 13% на 1.10.2016 из-за уменьшения задолженности банков по операциям рефинансирования с Банком России (для СЗКО – с 19 до 18% соответственно) (рис. 3.6).

До конца 2016 г. ожидается прирост объема рыночного обеспечения у банков (до 9,3–9,5 трлн руб.). Способствовать этому будет ряд факторов. Так, по планам Минфина России, предельный объем чистого заимствования на внутреннем рынке государственных ценных бумаг в 2016 г. может быть увеличен, и реализовать этот план предполагалось во второй половине ноября – декабре 2016 года. Более двух третей указанного объема может быть размещено среди российских банков, остальное – среди нерезидентов, коллективных инвесторов, небанковских организаций и физических лиц.

Эмиссионная активность в корпоративном сегменте внутреннего облигационного рынка в октябре-ноябре, вероятно, останется высокой. Его участники будут активно использовать имеющееся окно возможностей для привлечения новых займов в преддверии решения ФРС США по ставке в декабре и связанного с этим повышения неопределенности на мировом рынке капитала. В этих условиях объем размещения облигаций на первичном рынке с высокой вероятностью превысит объем погашений. При этом в последнее время вероятность ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США возросла, и по мере приближения к декабрьскому заседанию американского регулятора ожидания повышения им ключевой ставки будут усиливаться. Это может вызвать отток капитала с внутреннего фондового рынка, повышение волатильности котировок и снижение интереса банков к операциям с ценными бумагами. В итоге прогнозируемый прирост объема рыночного обеспечения у банков до конца 2016 г. будет ниже, чем ожидалось во II квартале 2016 г. (9,5–10,0 трлн руб.).

4. РЫНОК КРЕДИТОВ И ДЕПОЗИТОВ: ПРИ УМЕРЕННОМ СНИЖЕНИИ СТАВОК ПО БАНКОВСКИМ ОПЕРАЦИЯМ СОХРАНЯЛАСЬ НИЗКАЯ КРЕДИТНАЯ АКТИВНОСТЬ НА ФОНЕ ДАЛЬНЕЙШЕГО ПРИТОКА СРЕДСТВ НА ДЕПОЗИТЫ

• **Стабилизация ситуации в экономике, снижение ключевой ставки Банка России и ожидания ее дальнейшего понижения в среднесрочной перспективе способствовали некоторому уменьшению ставок на основных сегментах кредитного и депозитного рынков.**

• **На конъюнктуру кредитного и депозитного рынков влияли также сохраняющиеся бюджетные расходы, финансируемые за счет Резервного фонда. Они частично удовлетворяли спрос компаний на денежные средства, который в противном случае потребовал бы привлечения кредитов, а также являлись источником наращивания депозитов нефинансового сектора в банках.**

• **Ослабление конкуренции между банками на депозитном рынке и изменение нормативов взносов в ГК АСВ способствовали дальнейшему снижению депозитных ставок.**

• **Качество кредитного портфеля банков стабилизируется. В краткосрочной перспективе это может благотворно повлиять на восстановление кредитной активности.**

• **В результате стабилизации качества кредитного портфеля операции банков на более рискованных сегментах кредитного рынка умеренно активизируются. Это сдерживает снижение среднерыночных кредитных ставок.**

• **Улучшение финансового результата малых и средних банков способствует замедлению роста концентрации банковского сектора.**

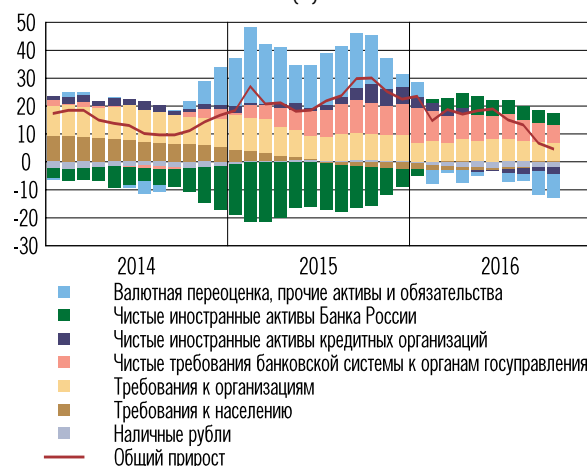
В III квартале 2016 г. на рынке депозитов сохранились основные тенденции, сформировавшиеся в первом полугодии. Одним из определяющих факторов роста предложения средств со стороны населения и организаций оставался сохраняющийся дефицит государственного бюджета, финансируемый за счет средств Резервного фонда. Обязательства банковской системы перед органами

государственного управления продолжали сокращаться, замещаясь депозитами бюджетополучателей и впоследствии внося положительный вклад в динамику депозитов всего нефинансового сектора экономики (рис. 4.1). Так, годовой темп прироста депозитов нефинансового сектора¹ по состоянию на 1.10.2016 составил 4,6%, большая часть этого прироста была обеспечена ростом государственных расходов.

Приток средств по бюджетному каналу на депозиты и текущие счета нефинансового сектора и продолжающееся сокращение структурного дефицита ликвидности способствовали **ослаблению ценовой конкуренции между банками за потенциальных вкладчиков**. Главным образом это проявлялось в неравномерном снижении депозитных ставок отдельных банков (рис. 4.2). Те банки, которые раньше были готовы ради привлечения новых вкладчиков устанавливать одни из самых высоких ставок на рынке – преимущественно, средние и малые банки – в июле-сентябре 2016 г. снижали

Рисунок 4.1

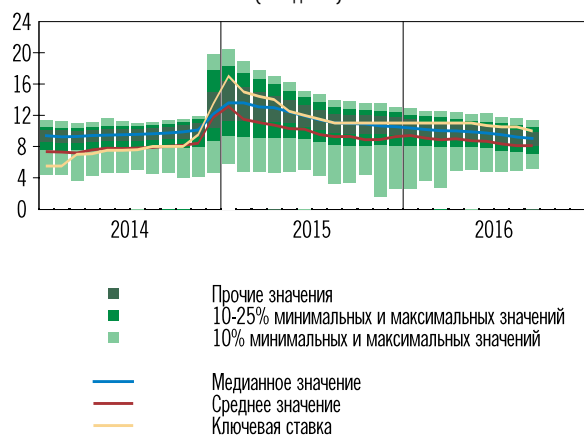
Источники прироста депозитов, входящих в широкую денежную массу (%)



Источник: Банк России.

¹ Здесь и далее приросты балансовых переменных приводятся с исключением валютной переоценки.

Рисунок 4.2
Распределение ставок отдельных банков по долгосрочным рублевым депозитам населения*
(% годовых)



* С исключением 1% максимальных и 1% минимальных ставок.
Источник: Банк России.

свои депозитные ставки опережающими темпами. В то же время крупные банки практически исчерпали потенциал снижения ставок, так как реальные ставки по депозитам в них приблизились к нулевому уровню.

Снижению ставок способствовала и динамика ключевой ставки Банка России. Ожидавшееся участниками рынка решение Банка России о снижении ключевой ставки до 10% годовых в сентябре оказало давление на депозитные ставки, снизив стоимость фондирования на денежном рынке – альтернативном источнике краткосрочных средств для банков. В то же время ослабление ожиданий дальнейшего снижения ставок денежного рынка, связанное с жестким сигналом Банка России (подробнее см. Резюме), будет ограничивать масштаб снижения депозитных ставок в IV квартале 2016 года.

Наконец, для банков **дополнительным стимулом к снижению ставок по депозитным операциям оставалось решение Агентства по страхованию вкладов (АСВ) о повышении базовой ставки страховых взносов**, принятое 12 апреля 2016 года. Согласно решению совета директоров АСВ, с III квартала 2016 г. для банков, участвующих в системе обязательного страхования вкладов, базовая ставка (норматив) отчислений в Фонд страхования вкладов (ФСВ) составляет 0,12% против 0,10% ранее. Повышенные нормативы отчислений в ФСВ, уплачиваемые банками, депозитные ставки которых существенно превышают сред-

нерыночные, определяются на основе базового норматива. После повышения базового норматива сохранение банками депозитных ставок на прежнем, относительно высоком уровне означало бы необходимость выплачивать возросшие взносы в ФСВ. Дальнейшему снижению максимального уровня депозитных ставок в IV квартале 2016 г. будет способствовать принятое советом директоров АСВ 23 июня 2016 г. решение об увеличении с 1 октября 2016 г. повышенного дополнительного норматива отчислений в ФСВ с 200 до 300% от уровня базового норматива.

В результате действия этих факторов за июль-сентябрь ставка по долгосрочным рублевым депозитам снизилась на 0,6 процентного пункта. Снижение ставки по краткосрочным депозитам было более выраженным и составило 1,0 процентного пункта. Снижение номинальных ставок по депозитам населения на все сроки в III квартале отставало от замедления инфляции, и **реальные ставки по депозитам росли, обеспечивая сохранение привлекательности сберегательной модели поведения для населения**. За III квартал депозиты населения в банках увеличились на 1,6%.

Снижение депозитных ставок способствовало дальнейшему перетоку депозитов из средних и малых банков в крупные. Основной причиной данного перетока стало отмеченное выше опережающее снижение средними и малыми банками ставок по вкладам, в результате чего такие банки начали постепенно утрачивать свое основное конкурентное преимущество. На этом фоне депозиты в более надежных крупных банках становились более привлекательными даже при сравнительно низких процентных ставках. В результате продолжался процесс усиления концентрации российского депозитного рынка. Как и во II квартале 2016 г., в III квартале более 85% прироста депозитов населения обеспечивалось группой 30 крупнейших российских банков.

В III квартале 2016 г. **продолжалось замещение краткосрочных депозитов населения долгосрочными**. Стабилизация ситуации в российской экономике и последовательная политика Банка России по снижению инфляции способствовали снижению неопределен-

ности долгосрочных ожиданий экономических агентов. В связи с этим частные вкладчики продолжали возвращаться на долгосрочный сегмент депозитного рынка: прирост долгосрочных депозитов населения в банках по итогам III квартала составил 2,8%, в семь раз превысив аналогичный показатель для краткосрочного сегмента депозитного рынка.

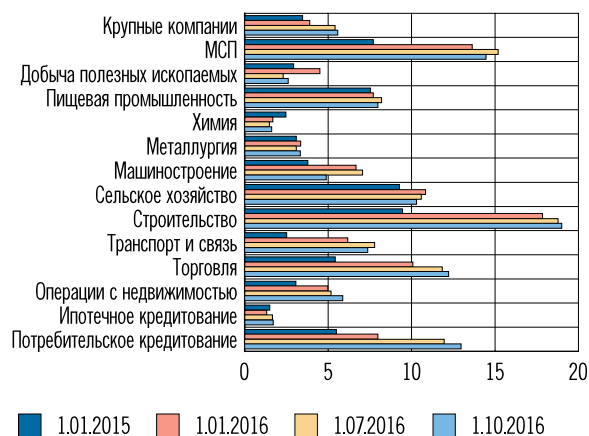
Валютная структура депозитного рынка была менее устойчивой. Опережающий рост рублевых депозитов в июле-августе сменился опережающим ростом валютных депозитов в сентябре. Почти половина сентябрьского прироста валютных депозитов населения приходилась на счета «до востребования», что свидетельствует об отсутствии устойчивых изменений в долгосрочных сберегательных предпочтениях частных вкладчиков. В краткосрочной перспективе можно ожидать дальнейшего опережающего роста рублевых депозитов. Указанные изменения не оказали существенного влияния на **уровень долларизации депозитов населения**, который в целом за квартал **незначительно снизился**.

В сложившихся условиях можно ожидать, что в краткосрочной перспективе темпы снижения депозитных ставок не будут превышать темпов снижения инфляции и инфляционных ожиданий. Соответственно, **реальные ставки будут оставаться на уровне, поддерживающем привлекательность сбережений** для населения (сберегательной модели поведения) и, следовательно, не создающем рисков для достижения Банком России цели по инфляции.

Признаки улучшения ситуации в российской экономике, наметившиеся в первом полугодии 2016 г., сохранились и в III квартале². **Улучшение финансового положения предприятий ряда отраслей способствовало стабилизации качества кредитного портфеля банков.** Рост доли просроченной задолженности в кредитном портфеле банков, существенно замедлившийся в первом полугодии, в III квартале почти приостановился. На отдельных сегментах рынка (машиностроение, транспорт и связь, пищевая промышленность) наблюдалось даже

Рисунок 4.3

Доля просроченной задолженности в банковском портфеле кредитов (%)



Источник: Банк России.

небольшое повышение качества кредитного портфеля. Умеренный рост доли просроченной задолженности отмечался лишь в сегменте кредитования строительства и операций с недвижимостью (рис. 4.3), что может объясняться низким инвестиционным спросом и слабым потенциалом его восстановления в краткосрочной перспективе.

Несмотря на стабилизацию качества кредитного портфеля, **кредитная активность банков все еще оставалась невысокой** (рис. 4.4), что было обусловлено несколькими причинами. Во-первых, бюджетные расходы частично удовлетворяли спрос на деньги и, соответственно, снижали потребность нефинансового сектора в кредитах. Во-вторых, склонность участников кредитного рынка к риску восстанавливалась медленно. Банки отличались низкой склонностью к риску, по-прежнему тщательно отбирая заемщиков и устанавливая значительные риск-премии по кредитам, что сдерживало рост кредитования. Кроме того, банки продолжали замещать кредиты более ликвидным активом — облигациями³. В III квартале прирост требований банковского сектора к организациям обеспечивался преимущественно облигациями, тогда как темпы прироста корпоративного кредитного портфеля были близки к нулю. Замещение кредитов облигациями оказывало нейтральное влияние на денежно-кредитные ус-

² Подробнее — в разделе 1 «Макроэкономические условия» информационно-аналитического сборника «Доклад о денежно-кредитной политике» (<http://cbr.ru/publ/?Prtid=ddcp>).

³ Структура банковского портфеля облигаций в III квартале также изменялась (раздел 3).

Рисунок 4.4



ловия: незначительное снижение стоимости заимствований (за счет более низкой доходности облигаций) сопровождалось усложнением доступа к финансовым ресурсам для компаний, не представленных на облигационном рынке.

В условиях макроэкономической неопределенности **компании-заемщики также избежали чрезмерного наращивания долговой нагрузки**. Более того, кредитование многих отраслей, которые благодаря значительному экспортному потенциалу или вовлеченности в импортозамещение (химия, металлургия, пищевая промышленность) имели устойчивое финансовое положение, в III квартале заметно сократилось (рис. 4.4). По ряду экспертных оценок такая динамика была связана с тем, что предприятия этих отраслей использовали свои доходы для сокращения долговой нагрузки и, соответственно, снижения финансовых рисков. Дополнительным мотивом для сокращения долговой нагрузки компаниями могло быть стремление оптимизировать процентные расходы в условиях ожидаемого в среднесрочной перспективе дальнейшего снижения кредитных ставок.

Исключением стало кредитование сельского хозяйства, резко увеличившееся в III квартале. Наряду с федеральными и региональными программами поддержки сельхозкредитования этому способствовал хороший урожай текущего года. С одной стороны, повышенный урожай сопряжен с дополнительными расходами на его сбор, хранение, транспортировку и обработку,

а с другой стороны, он позволяет сельхозпредприятиям быть уверенными в своей способности выполнить обязательства по привлеченным кредитам.

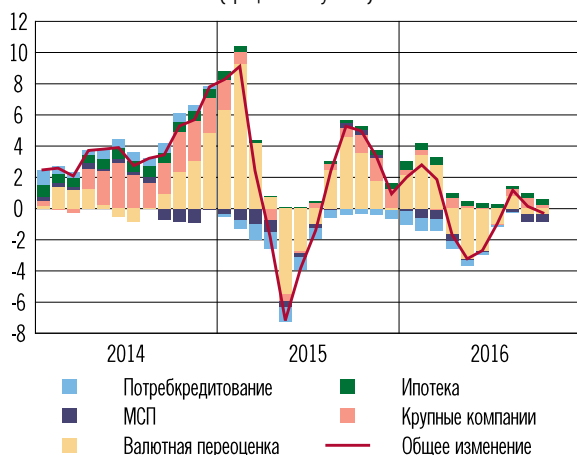
Стабилизация качества кредитного портфеля в III квартале позволила банкам понемногу смягчать неценовые условия кредитования, прежде всего требования к заемщикам.

В условиях, когда многие банки сократили свое присутствие на более рискованных сегментах рынка, отдельные крупные банки воспользовались этим для наращивания своей рыночной доли. В частности, ряд банков предложил программы рефинансирования потребительских кредитов, выданных другими банками. В итоге в III квартале наблюдалось слабое восстановление потребительского кредитования после полутора лет его сокращения (рис. 4.4). Темпы роста потребительского кредитования в III квартале заметно уступали темпам роста номинального ВВП и, следовательно, не были источником инфляционных рисков.

Таким образом, хотя в анализируемый период объемы кредитования росли медленно, **в экономике складывались предпосылки для восстановления кредитной активности**. Стабилизация качества кредитного портфеля банков уменьшала необходимость в формировании новых резервов на возможные потери по ссудам, снижающем финансовый результат банков и ограничивающем кредитную активность. Улучшение ситуации в экономике дает банкам основания ожидать снижения кредитных рисков и более активно наращивать кредитные операции, в том числе и на сегментах рынка, сопряженных с более высоким риском (признаки этого уже проявляются на розничном сегменте рынка). Одновременно стабилизация ситуации в экономике способствует росту уверенности заемщиков в будущих доходах и, соответственно, их готовности привлекать новые кредиты. **По мере восстановления экономической и инвестиционной активности можно ожидать сопоставимого или опережающего роста объемов кредитования**, компенсирующего сокращение кредитования в предшествующем периоде. Тем не менее в среднесрочной перспективе можно ожидать сохранения осторожной политики как банков, так и заемщиков,

Рисунок 4.5

Вклад отдельных элементов в трехмесячный прирост портфеля кредитов банков российским заемщикам
(процентных пунктов)



Источник: Банк России.

поэтому **восстановление кредитования будет умеренным и не создаст существенных инфляционных рисков.**

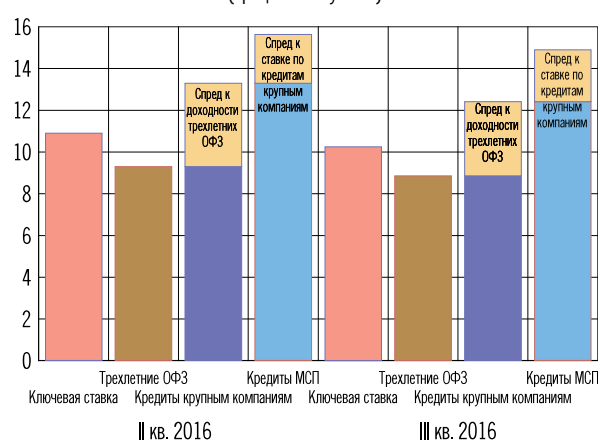
В июле-августе 2016 г. сохранялась тенденция к постепенному снижению ставок по кредитам конечным заемщикам. На большинстве сегментов рынка снижение было слабым, что стало результатом взаимодействия двух групп факторов, оказывающих противоположное влияние на кредитные ставки.

Снижению кредитных ставок способствовало уменьшение Банком России ключевой ставки. Более того, заметное замедление инфляции формировало у участников рынка ожидания дальнейшего снижения ключевой ставки в долгосрочной перспективе. Это проявлялось в том числе в том, что доходность трехлетних ОФЗ складывалась на уровне ниже ключевой ставки (подробнее см. подраздел 3.1). Снижению кредитных ставок способствовало **также продолжившееся в III квартале 2016 г. удешевление банковского фондирования.** Благодаря этому, банки имели возможность снижать кредитные ставки, существенно не сокращая свой чистый процентный доход.

Основным фактором, сдерживавшим снижение кредитных ставок, стало **восстановление активности банков на более рискованных сегментах кредитного рынка.** Прежде всего началось возвращение банков в сегмент потребительского кредитования. Менее заметным было восстановление интереса банков к кредитованию малого и среднего предприниматель-

Рисунок 4.6

Декомпозиция ставок в корпоративном сегменте российского кредитного рынка
(процентных пунктов)



Источник: Банк России.

ства⁴. Поскольку в объемах новых кредитов выросла доля более рискованных операций (рис. 4.5), **структура ставок по кредитам также претерпела изменения: в ней выросла доля премии за риск** (рис. 4.6). Индикатором риск-премии может служить спред между ставками для более и менее рискованных категорий заемщиков (спреды ставки по кредитам к доходности трехлетних ОФЗ⁵ или ставки по кредитам малым и средним предпринимателям к ставке по кредитам крупным компаниям)⁶.

Медленное снижение среднерыночных ставок было связано с постепенным отходом банков от политики кредитного рационирования, проявлявшемся в смягчении или неужесточении неценовых условий кредитования (врезка 4). Стремясь дополнительно привлечь большее количество заемщиков, банки продолжили

⁴ Сокращение банковского портфеля кредитов МСП в III квартале, отраженное на рис. 4.4 и 4.5, связано исключительно с отзывом лицензий у ряда банков – держателей крупных портфелей кредитов малому бизнесу. По группе банков, действовавших на протяжении всего квартала, портфель рублевых кредитов МСП вырос на 0,5%.

⁵ Этот индикатор в анализируемый период немного сократился в связи с различиями в скорости трансмиссии импульсов денежно-кредитной политики на разные сегменты рынка: доходность облигаций «отыграла» ожидание сентябрьского снижения ключевой ставки уже в III квартале 2016 г., тогда как на рынке кредитов крупным компаниям в указанный период только начал проявляться эффект снижения ключевой ставки в июне.

⁶ Более подробно данный подход к анализу кредитных рисков представлен в работе «Interest rate pass-through since the financial crisis» // BIS Quarterly Review, September 2013.

расширять спектр направлений кредитования, увеличивать максимальный размер и срок кредита для различных категорий заемщиков, смягчая или не ужесточая требования к финансовому положению заемщиков. Наибольшее смягчение неценовых условий кредитования по-прежнему наблюдалось на розничном сегменте кредитного рынка.

Таким образом, под воздействием описанных выше факторов средневзвешенный рыноч-

ный уровень кредитных ставок в июле-августе 2016 г. снижался слабо. Подобная динамика ставок по кредитам свидетельствует о том, что **банки, возвращаясь на более рискованные сегменты рынка, сохраняют осторожность и учитывают возможные кредитные риски в ставках по кредитам.** В связи с этим активизация операций на данных сегментах рынка не должна стать источником нестабильности в банковском секторе, способной снизить

Врезка 4.

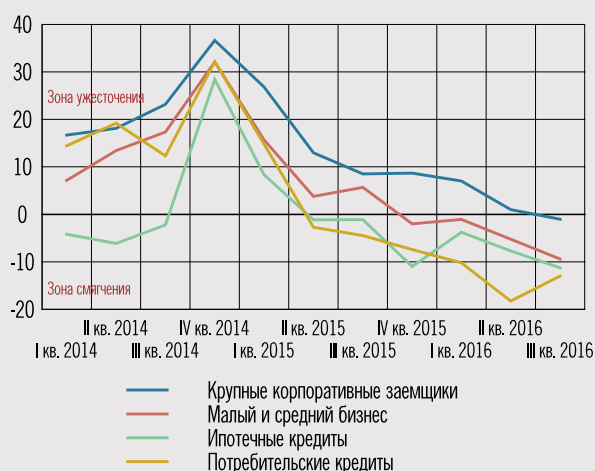
Неценовые условия кредитования основных категорий заемщиков

Заключая кредитный договор и отбирая потенциальных заемщиков, банки используют широкий спектр неценовых условий кредитования, таких как максимальные размер и срок кредита, требования к финансовому положению заемщиков, требования к обеспечению по кредиту, спектр направлений кредитования. В определенной степени эти условия являются для банков взаимозамещающими инструментами управления кредитными рисками. Например, более тщательный отбор заемщиков может компенсировать риски, связанные с удлинением сроков кредитования. Поэтому анализ отдельных неценовых условий кредитования вне их связи друг с другом не всегда позволяет выявить изменения в ситуации на кредитном рынке. Для более системного анализа ситуации на основных сегментах кредитного рынка Банк России разработал сводный индекс неценовых условий кредитования. Данный индекс строится с помощью агрегирования индивидуальных ответов банков относительно отдельных неценовых условий кредитования¹. Как и в случае с индексом изменения условий кредитования в целом, источником данных являются предоставляемые кредитными организациями в рамках общероссийского обследования анкеты условий банковского кредитования.

Анализ динамики отдельного индекса неценовых условий кредитования позволяет оценить изменения во времени в политике кредитного рациирования, которую российские банки начали активно проводить с начала 2014 года. Данная политика была направлена на снижение кредитных рисков и заключалась прежде всего в ужесточении требований к финансовому положению заемщиков и требований к обеспечению по кредиту. Указанные неценовые условия кредитования во многом обусловили общее ужесточение неценовых условий кредитования практически до середины 2015 г. (рис. 4-1). Несмотря на постепенное снижение ключевой ставки Банка России в 2015–2016 гг., доступность кредитов для нефинансового сектора экономики оставалась ограниченной. В результате на фоне относительно невысоких ставок² наблюдалось снижение кредитной активности, что характерно для периодов стабилизации кредитного рынка после шоков.

Рисунок 4-1

Индекс неценовых условий банковского кредитования
(процентных пунктов)



Источник: Банк России.

¹ По итогам ежеквартального обследования кредитной политики банков. Подробнее – в ежеквартальном информационно-аналитическом бюллетене «Изменение условий банковского кредитования» (<http://cbr.ru/DKP/>).

² Во втором полугодии 2015 г. средняя ставка по долгосрочным рублевым кредитам организациям составила 14,2% годовых при инфляции 15,1%.

Ко II кварталу 2015 г. некоторые банки начали постепенно пересматривать свои бизнес-модели и смягчать отдельные неценовые условия кредитования с целью укрепления позиций на тех сегментах кредитного рынка, которые были оставлены частью их конкурентов. Поскольку проблема растущих кредитных рисков сохраняла остроту, основной целью таких банков было привлечение заемщиков, способных своевременно и в полном объеме осуществлять выплаты по кредитам. Рост конкуренции кредитных организаций за качественных заемщиков выражался, в частности, в увеличении банками максимального срока по кредиту, максимально-го размера кредита, а также в расширении спектра возможных направлений кредитования при сохранении жестких требований к заемщику. Смягчение отдельных неценовых условий кредитования отразилось в постепенном снижении индекса неценовых условий кредитования уже со II квартала 2015 года. При этом значения индексов для групп ипотечных и потребительских кредитов в указанный период перешли в отрицательную область, что позволяет говорить о начале свертывания банками политики кредитного рационирования для данных категорий заемщиков.

Значимое смягчение неценовых условий кредитования в целом для большинства категорий заемщиков началось только с середины 2016 г., когда наблюдалась заметная стабилизация ситуации на мировых рынках, а также снижение общей макроэкономической неопределенности. В сегменте кредитования крупных компаний банки традиционно проводили наиболее консервативную политику и ужесточали требования к финансовому положению и обеспечению по кредиту для этой категории заемщиков.

Согласно предварительным данным обследования условий банковского кредитования, в III квартале 2016 г. сохранилась тенденция к смягчению неценовых условий кредитования населения и малого и среднего бизнеса. При этом доля банков, отметивших это, выросла по сравнению со II кварталом 2016 года. Более того, впервые с начала 2014 г. банки перестали ужесточать неценовые условия кредитования для крупных компаний, что стало результатом общей стабилизации макроэкономической ситуации в стране и отсутствия видимых рисков со стороны внешнего сектора.

В целом динамика построенного индекса неценовых условий кредитования с начала 2016 г. позволяет ожидать дальнейшего расширения доступности банковских кредитов для заемщиков нефинансового сектора. В свою очередь, дальнейшее смягчение неценовых условий кредитования для всех категорий заемщиков будет способствовать оживлению кредитной активности в российской экономике. При этом в настоящее время неценовые условия кредитования, несмотря на некоторое смягчение, остаются достаточно жесткими, что означает нежелание банков существенно увеличивать кредитные риски. В указанных условиях восстановление кредитной активности будет умеренным и, с одной стороны, приведет к укреплению эффективности кредитного канала денежной трансмиссии, с другой – не создаст чрезмерного инфляционного давления, препятствующего достижению Банком России целевого уровня инфляции в конце 2017 года.

эффективность реализации денежно-кредитной политики. Кроме того, осторожная политика формирования ставок банками будет сдерживать снижение реальных кредитных ставок. Благодаря этому восстановление кредитной активности будет соразмерным ситуации в экономике и не станет источником существенных инфляционных рисков.

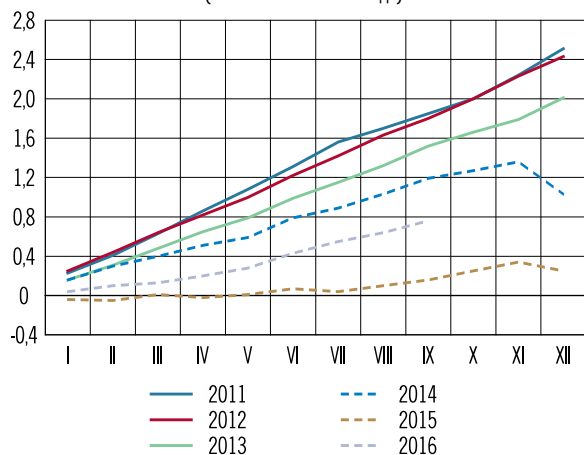
В III квартале продолжалось улучшение финансового состояния российских банков. Стабилизация качества банковских активов, связанная с оживлением в экономике и постепенным вымыванием проблемных кредитов из банковского портфеля, способствовала снижению значимости основного источника давления на прибыль банков – отчислений в резервы на возможные потери. Еще в первом полугодии

2016 г. из-за необходимости формировать резервы прибыль банковского сектора уменьшилась почти в два раза (рис. 4.8). В III квартале новые проблемные активы выявлялись реже, отчисления в резервы резко сократились, благодаря чему темпы роста прибыли приблизились к уровню аналогичного периода 2014 г. (рис. 4.7).

Большая часть прибыли использовалась банками для восстановления собственного капитала, который за июль-август увеличился на 1% (за первое полугодие – незначительно сократился). Растущий капитал создавал предпосылки для дальнейшего наращивания активов банков или для замещения менее рискованных активов более рискованными (и, соответственно, более доходными).

Рисунок 4.7

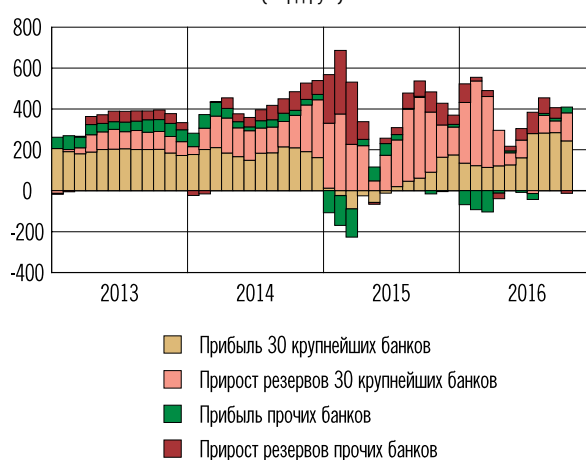
Внутригодовая динамика финансового результата банковского сектора (% активов на начало года)



Источник: Банк России.

Рисунок 4.8

Отдельные показатели финансовых потоков банковского сектора (млрд руб.)



Источник: Банк России.

Если в 2015 г. и в первой половине 2016 г. финансовый результат банковского сектора отличался крайней неоднородностью – почти вся прибыль приходилась на ограниченный круг крупных банков (рис. 4.8), то в анализируемом периоде прибыль банковского сектора распределялась более равномерно. В условиях постепенной стабилизации ситуации в российской экономике конкурентные преимущества малых и средних банков (прежде всего гибкость и индивидуальный подход к клиентам) стали более значимы. В итоге на малые и средние банки (не входящие в группу 30 крупнейших) в III квартале приходилось свыше 10% общей прибыли банковского сектора.

Улучшение финансового положения малых и средних банков создавало предпосылки для их активизации и замедления роста концентрации банковского сектора. Доля 30 крупнейших банков в активах банковского сектора по итогам III квартала изменилась незначительно (возросла менее чем на 5 б.п.).

Малые и средние банки более активны на сегментах кредитного рынка, требующих индивидуального подхода к заемщику. К примеру, если в корпоративном кредитном портфеле 30 крупнейших банков доля кредитов малому и среднему предпринимательству составляла 11%, то у прочих банков этот показатель был больше почти в три раза. Малые и средние банки более активны при кредитовании таких отраслей, как торговля, строительство, деревообработка. Поэтому в результате замедления роста концентрации банковского сектора будет восстанавливаться активность на этих сегментах кредитного рынка. Кроме того, в среднесрочной перспективе рост числа участников кредитного и депозитного рынков будет способствовать усилению конкуренции, в том числе ценовой, между их участниками и, соответственно, повышению эффективности процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Таблица 1

Динамика факторов формирования ликвидности
банковского сектора
(трлн руб.)

	2015					2016			
	I квар- тал	II квар- тал	III квар- тал	IV квар- тал	Год	I квар- тал	II квар- тал	III квар- тал	Прогноз
Факторы формирования ликвидности	1,4	0,5	1,2	0,6	3,8	1,7	0,7	0,7	[3,0; 3,4]
– изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции	0,2	0,2	0,8	1,2	2,3	1,0	0,8	0,7	[3,2; 3,5]
– изменение наличных денег в обращении	1,3	-0,1	0,0	-0,7	0,5	0,6	-0,2	0,0	[-0,5; -0,4]
– интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке и операции по покупке монетарного золота	-0,1	0,4	0,4	0,1	0,8	0,1	0,1	0,1	0,4
– регулирование обязательных резервов кредитных организаций в Банке России	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Изменение свободных банковских резервов (корреспондентские счета и депозиты)	-0,4	0,0	0,1	0,4	0,1	0,4	-0,4	0,5	[0,6; 0,8]
Прирост задолженности по операциям рефинансирования Банка России	-1,8	-0,6	-1,1	-0,2	-3,7	-1,2	-1,1	-0,3	[-2,8; -2,2]
Задолженность по операциям рефинансирования Банка России (+) / потребность в операциях абсорбирования ¹ (-) (на конец периода)	5,6	5,0	3,9	3,7	3,7	2,5	1,4	1,1	[0,9; 1,5]

¹ Потребность в операциях абсорбирования представляет собой разницу между объемом депозитов кредитных организаций, размещенных в Банке России, и задолженностью по операциям рефинансирования Банка России. Депозитные операции Банка России постоянного действия входят в состав свободных банковских резервов и не учтены в потребности в абсорбировании.

Источник: Банк России.

Таблица 2

Задолженность кредитных организаций по основным операциям
рефинансирования Банка России и требования по операциям абсорбирования
(на начало дня, трлн руб.)

	1.01.2015	1.04.2015	1.07.2015	1.10.2015	1.01.2016	1.04.2016	1.07.2016	1.10.2016
Задолженность по операциям рефинансирования	7,4	5,6	5,0	3,9	3,7	2,5	1,4	1,3
Задолженность по операциям репо	2,8	2,0	1,8	1,2	1,7	0,8	0,6	0,4
– на аукционной основе	2,7	1,9	1,6	0,9	1,4	0,7	0,4	0,0
– постоянного действия	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4
Задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами или поручительствами	4,4	3,5	3,0	2,6	1,8	1,4	0,5	0,5
– на аукционной основе	2,4	2,9	2,7	2,4	1,6	0,7	0,2	0,2
– постоянного действия	2,1	0,6	0,3	0,1	0,2	0,6	0,2	0,3
Задолженность по ломбардным кредитам, кредитам под залог золота, кредитам овернайт и другим кредитам	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
Задолженность по операциям «валютный своп»	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Требования по операциям абсорбирования	0,8	0,3	0,3	0,3	0,6	0,4	0,4	0,6
Требования по депозитам	0,8	0,3	0,3	0,3	0,6	0,4	0,4	0,6
– на аукционной основе								0,2
– постоянного действия	0,8	0,3	0,3	0,3	0,6	0,4	0,4	0,4

Источник: Банк России.

Таблица 3

Структура Ломбардного списка Банка России

(по типу ценных бумаг, на 30.09.2016)

Тип ценной бумаги	Количество выпусков, шт.	Объем эмиссии/ капитализации, млрд руб.	Объем эмиссии с учетом дисконтов/ коэфф., млрд руб.	Погашение облигаций, входящих в Ломбардный список Банка России (до конца 2016 г.)	
				Количество выпусков, шт.	Объем эмиссии, млрд руб.
Государственные и региональные облигации					
ОФЗ	37	5354	5354		
Региональные облигации	108	386	378	12	10
Корпоративные облигации					
Облигации кредитных организаций и Внешэкономбанка	200	1 275	1 166	12	64
Облигации некредитных организаций	335	3 506	3 263	9	76
Облигации ипотечных агентств	22	124	118		
Облигации с ипотечным покрытием	65	227	206	1	5
МФО	14	62	59	1	5
Еврооблигации					
Государственные еврооблигации	13	2 469	2 419		
Корпоративные еврооблигации	124	6 003	5 358	4	118
Региональные еврооблигации	1	29	26	1	26
Общий итог (облигации)	919	19 434	18 347	40	304

Источник: расчеты Банка России.

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

Врезка 1. О ситуации с валютной ликвидностью в конце сентября 2016 года	13
Врезка 2. Виды операций carry trade на российском рынке	20
Врезка 3. Анализ реакции доходности ОФЗ на решения Банка России по ключевой ставке	24
Врезка 4. Неценовые условия кредитования основных категорий заемщиков	33

ГЛОССАРИЙ

Базисный пункт (б.п.)

Одна сотая процентного пункта (п.п.).

«Бегство в качество» (Flight to Quality)

Переток средств инвесторов из более рискованных активов в менее рискованные, вызванный снижением склонности к риску в условиях роста неопределенности на финансовых рынках и повышения волатильности их основных показателей.

Бивалютная корзина

Индекс курса рубля, рассчитанный как сумма 55 центов доллара США и 45 евроцентов в рублях.

Валовой кредит Банка России кредитным организациям

Включает кредиты в рублях, предоставленные Банком России кредитным организациям (в том числе банкам с отозванной лицензией), просроченную задолженность и просроченные проценты по кредитам, средства в рублях, предоставленные Банком России кредитным организациям посредством операций репо, а также сделок «валютный своп» по покупке Банком России долларов США и евро за рубли.

Вмененная волатильность (Implied Volatility) валютного курса

Значение волатильности валютного курса, закладываемое в рамках модели Блэка-Шоулза в текущие рыночные цены валютных опционов (как правило, опционы «около денег» – at-the-money).

Долларизация депозитов (кредитов)

Доля депозитов (кредитов) в иностранной валюте в общем объеме депозитов (кредитов) банковского сектора.

Задолженность кредитных организаций по операциям рефинансирования Банка России

Задолженность кредитных организаций перед Банком России в рублях по кредитам, предоставленным под залог ценных бумаг, нерыночных активов, поручительств, золота, операциям репо, а также сделкам «валютный своп» по покупке Банком России долларов США и евро за рубли.

Защитные активы

Активы, традиционно считающиеся наименее рискованным вложением, цены которых демонстрируют положительную динамику в периоды ухудшения конъюнктуры на международном финансовом рынке.

Индекс волатильности VIX

Рассчитываемый Чикагской опционной биржей (Chicago Board of Options Exchange) индекс 30-дневной вмененной волатильности фондового индекса S&P 500. Индекс VIX рассчитывается как взвешенная средняя премий по опционам call и put на индекс S&P 500 с большим диапазоном цен исполнения.

Индекс волатильности цен нефти CBOE (OVX)

Индекс, рассчитываемый Чикагской биржей опционов (CBOE) по методологии индекса VIX и отражающий рыночные ожидания волатильности цены на нефть на горизонте 30 дней.

Индекс доллара США (DXY)

Индекс курса доллара США, рассчитанный как среднее геометрическое взвешенное курса доллара США к корзине из шести мировых валют (EUR, JPY, GBP, CAD, SEK, CHF).

Индекс потребительских цен (ИПЦ)

ИПЦ характеризует изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для непроизводственного потребления. Рассчитывается Федеральной службой государственной статистики как отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. ИПЦ рассчитывается на основе данных о фактической структуре потребительских расходов и поэтому является основным индикатором стоимости жизни населения.

Индекс номинального эффективного курса рубля

Индекс номинального эффективного курса рубля отражает динамику курса рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России. Рассчитывается как средневзвешенное изменение номинальных курсов рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России. В качестве весов используются доли внешнеторгового оборота России с каждой из этих стран в совокупном внешнеторговом обороте России со странами – основными торговыми партнерами.

Индекс реального эффективного курса рубля

Рассчитывается как средневзвешенное изменение реальных курсов рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России. При этом реальный курс рубля к иностранной валюте рассчитывается с учетом номинального курса рубля к данной валюте и соотношения уровня цен в России и соответствующей стране. При расчете реального эффективного курса в качестве весов используются доли внешнеторгового оборота России с каждой из этих стран в совокупном внешнеторговом обороте России со странами – основными торговыми партнерами. Индекс реального эффективного курса рубля отражает изменение конкурентоспособности российских товаров относительно товаров стран – основных торговых партнеров.

Индекс условий банковского кредитования

Обобщающий показатель изменения условий банковского кредитования, который рассчитывается Банком России по результатам ежеквартального обследования ведущих российских банков – участников кредитного рынка следующим образом: (доля банков, сообщивших о существенном ужесточении условий кредитования, в процентах) + 0,5 x (доля банков, сообщивших об умеренном ужесточении условий кредитования, в процентах) – 0,5 x (доля банков, сообщивших об умеренном смягчении условий кредитования, в процентах) – (доля банков, сообщивших о существенном смягчении условий кредитования, в процентах). Измеряется в процентных пунктах.

Индекс RGBEY

Индекс RGBEY (Russian Government Bond Effective Yield to Redemption) – эффективная доходность к погашению государственных облигаций России, рассчитываемая как средняя валовая доходность к погашению без учета дюрации выпусков облигаций.

Индексы MSCI

Группа индексов, рассчитываемых компанией Morgan Stanley Capital International. Рассчитываются как индексы по отдельным странам (в том числе России), так и глобальные индексы – по различным регионам, по развитым/развивающимся странам и «мировой» индекс.

Индекс ММВБ

Индекс ММВБ – композитный индекс российского фондового рынка, рассчитываемый ЗАО «ФБ ММВБ» (далее – Биржа) на основе номинированных в российских рублях цен сделок с наиболее ликвидными и капитализированными акциями, допущенными к обращению на Бирже.

Индекс РТС

Индекс РТС – композитный индекс российского фондового рынка, рассчитываемый Биржей на основе номинированных в долларах США цен сделок с наиболее ликвидными и капитализированными акциями, допущенными к обращению на Бирже.

Ключевая ставка Банка России

Процентная ставка по основным операциям Банка России по регулированию ликвидности банковского сектора. Является индикатором направленности денежно-кредитной политики. Устанавливается Советом директоров Банка России.

Контрциклическая валюта

Валюта, традиционно демонстрирующая укрепление в периоды нестабильности на мировых рынках и/или спада в мировой экономике. К этой категории валют относятся, в частности, доллар США, японская иена и швейцарский франк.

Коридор процентных ставок Банка России (процентный коридор)

Основа системы процентных ставок Банка России. Процентный коридор имеет следующую структуру: центр коридора задается ключевой ставкой Банка России; верхняя и нижняя границы, симметричные относительно ключевой ставки, формируются процентными ставками по операциям постоянного действия на срок 1 день (депозитным операциям и операциям рефинансирования).

Кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS)

Страховой контракт, предоставляющий защиту от дефолта по базовым обязательствам (суверенным или корпоративным ценным бумагам с фиксированной доходностью). Это кредитный дериватив, позволяющий покупателю контракта приобрести страховку от некоего кредитного события эмитента базового обязательства путем оплаты аннуитетной премии (CDS-спреда) продавцу страховки.

Ликвидность банковского сектора

Средства кредитных организаций, поддерживаемые на корреспондентских счетах в Банке России в целях осуществления платежных операций и выполнения обязательных резервных требований.

Ломбардный список Банка России

Перечень ценных бумаг, принимаемых в обеспечение по операциям рефинансирования Банка России.

Направленность денежно-кредитной политики

Характеристика воздействия денежно-кредитной политики на экономику. Жесткая направленность предполагает сдерживающее воздействие денежно-кредитной политики на экономическую активность с целью снижения инфляционного давления, в то время как мягкая направленность денежно-кредитной политики предполагает стимулирование экономики с возможным созданием давления на инфляцию в сторону ее увеличения.

Нерыночные активы, принимаемые в обеспечение по кредитам Банка России

Векселя и кредитные требования, принимаемые в обеспечение по кредитам Банка России в соответствии с Положением Банка России от 12.11.2007 № 312-П «О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных активами или поручительствами».

Неценовые условия банковского кредитования

Условия выдачи кредита банком помимо его стоимости для заемщика, такие как максимальный размер и срок предоставления средств, требования к обеспечению по кредиту и финансовому положению заемщика.

Обязательные резервы

Средства, поддерживаемые кредитными организациями на корреспондентских счетах в Банке России и на счетах по учету обязательных резервов с целью выполнения обязательных резервных требований. К обязательным резервным требованиям относятся нормативы обязательных резервов и коэффициент усреднения обязательных резервов.

Операция «валютный своп»

Сделка, состоящая из двух частей: изначально одна сторона сделки обменивает определенную сумму в национальной или иностранной валюте на эквивалентное количество другой валюты, предоставляемой второй стороной сделки, а затем по истечении срока сделки стороны производят обратный обмен валют (в соответствующем объеме) по заранее установленному курсу. Операции «валютный своп» Банка России используются для предоставления кредитным организациям рефинансирования в рублях и иностранной валюте (долларах США).

Операции на открытом рынке

Операции, которые проводятся по инициативе центрального банка. К ним относятся проводимые на аукционной основе операции рефинансирования и абсорбирования (аукционы репо, депозитные аукционы и другие), а также операции по покупке и продаже финансовых активов (государственных ценных бумаг, иностранной валюты, золота).

Операции постоянного действия

Операции предоставления и абсорбирования ликвидности, проводимые Банком России по инициативе кредитных организаций.

Операция репо

Сделка, состоящая из двух частей: изначально одна сторона сделки продает ценные бумаги другой стороне, получая за них денежные средства, а затем по истечении определенного срока выкупает их обратно по заранее установленной цене. Операции репо Банка России используются для предоставления кредитным организациям ликвидности в рублях и иностранной валюте в обмен на обеспечение в виде ценных бумаг.

Операции «тонкой настройки»

Нерегулярные операции по предоставлению или абсорбированию ликвидности, которые проводятся Банком России при существенном отклонении спроса на ликвидность от ее предложения в отдельные дни, которое не может быть урегулировано с помощью механизма усреднения. Операции «тонкой настройки» проводятся в форме аукционов репо или депозитных аукционов на срок 1–6 дней.

Плавающая процентная ставка по операциям Банка России

Процентная ставка, привязанная к уровню ключевой ставки Банка России. В случае принятия Советом директоров Банка России решения об изменении ключевой ставки с соответствующей даты по ранее предоставленным по плавающей ставке кредитам применяется процентная ставка, скорректированная на величину изменения ключевой ставки.

Покрытый процентный арбитраж (Covered Interest Arbitrage)

Операции процентного арбитража с хеджированием валютного риска. Примером такой операции является привлечение рублевой ликвидности через валютный своп и покупка рублевого инструмента с фиксированной доходностью, например ОФЗ. Стоимость фондирования данной операции равна вмененной рублевой ставке по валютному свопу, а ожидаемая доходность измеряется шириной спреда между доходностью рублевого инструмента и стоимостью фондирования.

Премия за риск рыночного портфеля акций

Согласно модели оценки долгосрочных финансовых активов (Capital asset pricing model) рассчитывается как разница между доходностью рыночного портфеля акций и доходностью безрискового актива. В качестве доходности безрискового актива, как правило, используется доходность государственных ценных бумаг (например, ОФЗ). Измеряется в процентных пунктах.

Процентный коридор

См. статью «Коридор процентных ставок Банка России».

Проциклическая валюта

Валюта, традиционно демонстрирующая укрепление в периоды роста мировой экономики. К этой категории валют относятся, в частности, евро, канадский доллар и австралийский доллар.

Реализованная волатильность валютного курса (Realized Volatility)

Мера волатильности валютного курса, рассчитанная на основании исторических данных за заданный промежуток времени. Как правило, в качестве реализованной волатильности используется среднеквадратичное отклонение дневных логарифмических приращений валютного курса.

Режим плавающего валютного курса

По действующей классификации Международного валютного фонда в рамках режима плавающего валютного курса центральный банк не устанавливает ориентиров, в том числе операционных, для уровня или изменения курса, позволяя курсообразованию происходить под влиянием рыночных факторов. При этом центральный банк оставляет за собой право осуществлять покупки иностранной валюты для пополнения международных резервов либо нерегулярное воздействие на внутренний валютный рынок для сглаживания волатильности курса национальной валюты или предотвращения его чрезмерных изменений.

Режим таргетирования инфляции

Режим денежно-кредитной политики, при котором установлено, что главной целью центрального банка является обеспечение ценовой стабильности. В рамках данного режима устанавливается и объявляется количественная цель по инфляции, за достижение которой ответственен центральный банк. Обычно в рамках режима таргетирования инфляции воздействие денежно-кредитной политики на экономику осуществляется через процентные ставки. Решения принимаются в первую очередь на основе прогноза развития экономики и динамики инфляции. При этом важным элементом данного режима является практика регулярного разъяснения общественности принимаемых центральным банком решений, что обеспечивает подотчетность и информационную открытость центрального банка.

Риск-нейтральная мера (Risk-neutral Measure)

Теоретическая вероятностная мера, получаемая из предположения, что текущая стоимость опциона равняется математическому ожиданию выплаты по данному инструменту в будущем, дисконтированному по безрисковой ставке.

Спред по CDS

Премия, выплачиваемая покупателем CDS продавцу, как правило, выраженная в базисных пунктах от номинала долга и выплачиваемая с определенной периодичностью.

Средства на счетах расширенного правительства

Средства на счетах в Банке России по учету средств федерального бюджета, бюджетов субъектов Российской Федерации, местных бюджетов, государственных внебюджетных фондов и внебюджетных фондов субъектов Российской Федерации и местных органов власти.

Структурный дефицит ликвидности банковского сектора

Состояние банковского сектора, характеризующееся существованием устойчивой потребности у кредитных организаций в привлечении ликвидности за счет операций с Банком России. Обратная ситуация – наличие устойчивой потребности у кредитных организаций в размещении средств в Банке России – представляет собой структурный профицит ликвидности. Расчетный уровень структурного дефицита/профицита ликвидности представляет собой разницу между задолженностью по операциям рефинансирования и операциям абсорбирования Банка России.

Текущий дефицит ликвидности

Превышение спросом банковского сектора на ликвидность ее предложения в текущий день. Обратная ситуация – превышение предложением банковской ликвидности спроса на нее в конкретный день – представляет собой текущий профицит ликвидности.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

Процесс воздействия решений в области денежно-кредитной политики (в частности, решения центрального банка относительно изменения процентных ставок по своим операциям) на экономику в целом и прежде всего на ценовую динамику. Важнейшим каналом трансмиссии денежно-кредитной политики является процентный канал, действие которого основано на влиянии политики центрального банка на изменения процентных ставок, по которым субъекты экономики могут размещать и привлекать средства, а через них – на решения о потреблении, сбережении и инвестировании и, таким образом, на уровень совокупного спроса, экономическую активность и инфляцию.

«Улыбка» волатильности (Volatility Smile)

Зависимость вмененной волатильности от страйка (цены исполнения) опциона. Каждому страйку соответствует определенная дельта опциона, которая равна первой производной стоимости опциона по цене базового актива и отражает приблизительную вероятность относительно риск-нейтральной меры того, что опцион будет исполнен «в деньгах».

Усреднение обязательных резервов

Право кредитной организации на выполнение установленных Банком России нормативов обязательных резервов за счет поддержания доли обязательных резервов на корреспондентских счетах в Банке России. При этом средний объем средств на корреспондентских счетах за установленный период должен составлять не меньше величины, которая рассчитывается как произведение нормативной величины обязательных резервов и коэффициента усреднения обязательных резервов.

Факторы формирования ликвидности банковского сектора

Изменения статей баланса центрального банка, оказывающие влияние на ликвидность банковского сектора, но не являющиеся результатом операций центрального банка по управлению ликвидностью. К факторам формирования ликвидности относятся изменение объема наличных денег в обращении и остатков на счетах расширенного правительства в Банке России, операции Банка России на внутреннем валютном рынке (кроме операций, направленных на регулирование ликвидности банковского сектора), а также изменение объема обязательных резервов, депонированных кредитными организациями на счетах по учету обязательных резервов в Банке России.

Фондирование

Процесс привлечения банком заемных средств (кредитов Банка России, депозитов населения и организаций, выпуск облигаций и так далее) либо все подобные заемные средства.

Центральный контрагент

Организация, берущая на себя риски по заключаемым участниками в ходе биржевых торгов сделкам, выступая посредником между сторонами: продавцом для каждого покупателя и покупателем для каждого продавца, которые заменяют свои договорные отношения друг с другом соответствующими договорными обязательствами с центральным контрагентом.

Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором

Совокупное сальдо операций субъектов частного сектора с иностранными активами и обязательствами, отражаемых в финансовом счете платежного баланса.

Чистый кредит Банка России кредитным организациям

Валовой кредит Банка России кредитным организациям за вычетом остатков средств на корреспондентских счетах в валюте Российской Федерации (включая усредненную величину обязательных резервов) и депозитных счетах кредитных организаций в Банке России, вложений кредитных организаций в облигации Банка России (по фиксированной на начало текущего года стоимости), а также требований кредитных организаций к Банку России по рублевой части операций «валютный своп» по предоставлению долларов США за рубли.

Эластичность

Показатель степени зависимости одной экономической переменной от другой экономической переменной. Эластичность отражает отношение амплитуды колебания зависимой переменной к амплитуде колебания переменной-фактора.

Brexit

Референдум о выходе Великобритании из ЕС, который состоялся 23.06.2016.

Butterfly (BF)

Опционная позиция из опционов с одинаковыми сроками исполнения, котировка которой рассчитывается по формуле:

$$BF = (CALL + PUT - 2 \cdot ATM) / 2,$$

где CALL и PUT – значения вмененной волатильности для call- и put-опционов с соответствующими дельтами;

ATM – значение вмененной волатильности для опциона «при деньгах» (at-the-money).

Данная котировка отражает «тяжесть» хвостов распределения оценок будущих колебаний курса относительно риск-нейтральной меры.

Carry-to-risk ratio

Отношение дифференциала трехмесячной вмененной рублевой ставки по беспоставочному форвардному контракту на курс доллара США к рублю и трехмесячной долларовой ставки LIBOR к трехмесячной вмененной волатильности курса доллара США к рублю.

Carry trade

Стратегия заимствования по низким ставкам с последующим инвестированием привлеченных денежных средств в финансовые активы с более высокой доходностью. Используется участниками валютного и фондового рынков с целью получения дохода от положительной разницы процентных ставок привлечения и размещения в разных валютах или на разные сроки.

Cross-currency Basis Swap

Валютно-процентный своп, подразумевающий обмен номиналами и процентными платежами в разных валютах, котировка которого отражает премию к одной из плавающих ставок.

Cross-currency Swap (XCCY)

Валютно-процентный своп, подразумевающий обмен номиналами и процентными платежами в разных валютах, при этом ставка по одной валюте фиксирована.

Direct Market Access (DMA)

DMA (прямой доступ к рынку) – технология, обеспечивающая прямое, минуя брокера, взаимодействие участника финансового рынка с книгой заявок торговой площадки при отправке торгового приказа на покупку/продажу финансового инструмента посредством торгового терминала.

Fed Funds Effective (FFE)

Фактическая средневзвешенная по объемам процентная ставка по операциям кредитования свободными средствами на корреспондентских счетах в ФРС США, совершаемым между американскими банками (фактическая ставка по сделкам МБК между американскими банками).

Fed Funds Target Range

Целевой диапазон ставки по сделкам МБК между американскими банками, устанавливаемый Комитетом по операциям на открытом рынке ФРС США.

Forward Rate Agreement (FRA)

Соглашение о будущей процентной ставке по некоторому будущему обязательству, согласно которому на дату исполнения стороны обязуются компенсировать различия в сумме процентных платежей, рассчитанных исходя из оговоренной и фактической ставок и оговоренного номинала.

High-Frequency Trading (HFT)

HFT (высокочастотная торговля) – разновидность алгоритмической торговли, характеризующаяся высокой скоростью отправки торговых приказов на торговую площадку, высоким коэффициентом отношения количества приказов на покупку/продажу финансовых инструментов к фактическому количеству сделок по покупке/продаже, а также использованием высокопроизводительного программного и аппаратного обеспечения в торговой инфраструктуре.

Interest Rate Swap (IRS)

Процентный своп, в котором платежи с фиксированной ставкой обмениваются на платежи с плавающей ставкой.

Overnight basis

Спред между однодневными рублевыми ставками по валютным свопам и МБК. Будучи взят с обратным знаком, данный показатель отражает премию к ставке LIBOR overnight USD, которую банки платят за привлечение долларовой ликвидности на срок 1 день на внутреннем денежном рынке.

Overnight Index Swap (OIS)

Процентный своп, в котором платежи с фиксированной ставкой обмениваются на платежи с плавающей ставкой, определяемой исходя из однодневных ставок денежного рынка за соответствующий период времени.

Risk Reversal (RR)

Опционная позиция, котировка которой рассчитывается как разница значений вмененной волатильности для call- и put-опционов с соответствующими дельтами и одинаковыми сроками исполнения (дельта опциона приблизительно равна оценке участниками рынка вероятности его исполнения «в деньгах»). Данная котировка отражает асимметричность распределения оценок будущих колебаний курса относительно риск-нейтральной меры.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

- АИЖК – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию
- ВВП – валовый внутренний продукт
- ВЛА – высоколиквидные активы
- ВЭБ – Внешэкономбанк
- ГК АСВ – Государственная корпорация «Агентство по страхованию вкладов»
- ДДКП – Департамент денежно-кредитной политики Банка России
- ДКП – денежно-кредитная политика
- ДКУ – денежно-кредитные условия
- ЕС – Европейский союз
- ЕЦБ – Европейский центральный банк
- ИПЦ – индекс потребительских цен
- МБК – межбанковские кредиты
- МСП – малое и среднее предпринимательство
- МФО – международная финансовая организация
- НКЛ – норматив краткосрочной ликвидности
- НОР – нормативы обязательных резервов
- НПФ – негосударственный пенсионный фонд
- ОАО – открытое акционерное общество
- ОПЕК – Организация стран – экспортеров нефти (Organization of the Petroleum Exporting Countries)
- ОФЗ – облигации федеральных займов
- ОФЗ-ИН – облигации федерального займа с номиналом, индексируемым на инфляцию
- ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом
- ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом
- ПАО – публичное акционерное общество
- ПКЛ – показатель краткосрочной ликвидности
- РКО – расчетно-кассовое обслуживание
- СЗКО – системно значимые кредитные организации
- СФР – страны с формирующимися рынками
- УБК – условия банковского кредитования
- УК – управляющая компания

ФБ ММББ – Фондовая биржа ММББ

ФК – Федеральное казначейство

ФСВ – Фонд страхования вкладов

ФРС – Федеральная резервная система

ЕМ – Emerging Markets (формирующиеся рынки)

EPFR Global – Emerging Portfolio Fund Research Global (название компании)

G10 – Group of Ten (Группа десяти)

IGARCH – Integrated Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (интегрированная обобщенная авторегрессионная модель условной гетероскедастичности)

MIACR – Moscow Interbank Actual Credit Rate (фактическая ставка по предоставленным межбанковским кредитам)

MSCI ACWI – Morgan Stanley Capital International All Country World Index (фондовый индекс, рассчитываемый компанией Morgan Stanley Capital International и отражающий ситуацию на мировом фондовом рынке)

MV – multivariate (многомерная)

NDF – Non-Deliverable Forward (беспоставочный форвардный контракт)

OTC – Over-The-Counter (внебиржевой)

ROISfix – RUONIA Overnight Interest Rate Swap (индикативная ставка (фиксинг) по операциям процентный своп на ставку RUONIA)

RUONIA – Ruble OverNight Index Average (индикативная взвешенная рублевая депозитная ставка «овернайт» российского межбанковского рынка)

UST – United States Treasuries (облигации Казначейства США)

Y – year (год)

YTM – yield to maturity (доходность к погашению)

