



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 1
I квартал 2016

Информационно-
аналитический
материал

ФИНАНСОВОЕ ОБОЗРЕНИЕ
Условия проведения
денежно-кредитной
политики

Москва

УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

Банк России начинает 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 будет содержать анализ тенденций в различных секторах финансового рынка, комментарии относительно важных событий, оценки направлений дальнейшего развития. Постоянно будет уделяться внимание рассмотрению функционирования звеньев трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

В Обозрении также будут публиковаться результаты углубленного анализа отдельных вопросов реализации денежно-кредитной политики. В первом выпуске Обозрения вашему вниманию представлены обоснование выбора операционного ориентира денежно-кредитной политики Банка России, модель оценки волатильности валютного курса, а также анализ влияния импульсов денежно-кредитной политики Банка России на доходность государственных облигаций.

Обозрение подготовлено по данным на 1.04.2016.

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

Вы можете направить предложения и замечания по адресу monetarypolicyreport@mail.cbr.ru.

Содержание

Резюме	3
1. Денежный рынок и ликвидность банковского сектора: предстоящий переход к структурному профициту не мешает Банку России управлять ставками денежного рынка	5
2. Валютный рынок: снижение цен на нефть не привело к значительному ухудшению рыночной конъюнктуры	13
3. Фондовый рынок: высокий спрос на долгосрочные низкорискованные активы и замедление роста рыночного обеспечения у банков	19
3.1. Спрос на «длинные» бумаги и значительная инверсия кривой доходности отражают рыночные ожидания снижения инфляции и ставок в будущем	19
3.2. Замедляется рост объема рыночного обеспечения у банков	22
4. Кредиты и депозиты: банки и их клиенты продолжают «бегство в качество», рублевые инструменты приходят на смену валютным	25
Приложение	30
Перечень врезок	32
Глоссарий	33
Список сокращений	41

РЕЗЮМЕ

- Финансирование бюджетного дефицита в 2016 г. средствами Резервного фонда может привести к формированию структурного профицита ликвидности до конца текущего года.
- Переход к структурному профициту ликвидности не окажет существенного влияния на возможности Банка России по управлению ставками денежного рынка. В то же время возможны определенные изменения в работе трансмиссионного механизма, например уменьшение влияния на формирование ставок по депозитам в условиях снижающейся конкуренции между банками за вкладчиков и ликвидность.
- Рост волатильности курса рубля был обусловлен в основном резкими колебаниями цен на нефть, при этом эластичность курса от нефтяных цен не изменилась, что свидетельствует об устойчивой ситуации на внутреннем валютном рынке.
- Не наблюдалось роста спроса населения на наличную иностранную валюту и перетока их средств с рублевых на валютные депозиты, что свидетельствует об адаптации экономических агентов к режиму плавающего валютного курса.
- Интерес инвесторов к рублевым активам увеличивался по мере восстановления цен на нефть, при этом спросом на фондовом рынке в первую очередь пользовались наименее рискованные инструменты – ОФЗ. Участники рынка с учетом наблюдаемого замедления инфляции и предполагаемого ее дальнейшего снижения по-прежнему ожидали смягчения денежно-кредитной политики Банка России в течение 2016 года. В этих условиях сохранялся высокий спрос на «длинные» бумаги и значительная инверсия кривой доходности ОФЗ.
- Повышение кредитных рисков, осторожная политика банков и слабый спрос на кредиты продолжали сдерживать рост кредитования.
- Долларизация кредитов и депозитов снижалась благодаря замещению валютных операций рублевыми в сочетании с укреплением рубля.
- До конца 2016 г. можно ожидать роста капитала банков, увеличения срочности их пассивов и прекращения ухудшения качества кредитного портфеля, что будет способствовать восстановлению кредитной активности.

1. ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК И ЛИКВИДНОСТЬ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА: ПРЕДСТОЯЩИЙ ПЕРЕХОД К СТРУКТУРНОМУ ПРОФИЦИТУ НЕ ПОМЕШАЕТ БАНКУ РОССИИ УПРАВЛЯТЬ СТАВКАМИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

- В I квартале 2016 г. потребность банков в рефинансировании продолжила снижаться. По оценкам Банка России, финансирование бюджетного дефицита в 2016 г. средствами Резервного фонда может привести к формированию структурного профицита ликвидности до конца текущего года.
- Переход к структурному профициту ликвидности не окажет существенного влияния на возможности Банка России по управлению ставками денежного рынка.
- Однодневные рублевые ставки на денежном рынке в I квартале 2016 г. снизились из-за возросшего спроса на валютную ликвидность со стороны отдельных банков, замещавших на денежном рынке более дорогие заимствования по операциям валютного репо Банка России.
- По оценкам Банка России, на фоне сохранения потребности отдельных банков в валютной ликвидности во II квартале 2016 г. однодневные рублевые ставки по валютным свопам продолжат формироваться в нижней половине процентного коридора Банка России.
- Несмотря на локальный высокий спрос, в целом ситуация с валютной ликвидностью остается стабильной.
- Проводимая умеренно жесткая денежно-кредитная политика Банка России и ожидаемое участниками рынка на этом фоне дальнейшее замедление инфляции усилили их ожидания снижения ключевой ставки в течение 2016 года.

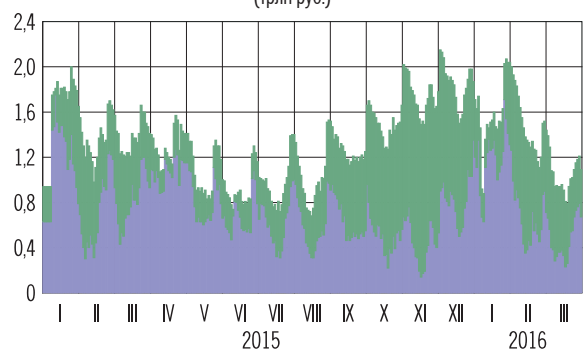
В январе-марте 2016 г. **потребность кредитных организаций в привлечении средств Банка России существенно сократилась**. Это было вызвано притоком ликвидности в банковский сектор за счет превышения расходов расширенного правительства над его доходами, сезонного снижения объема наличных денег в обращении и прочих операций (Приложение, табл. 1). По сравнению с аналогичным

периодом предыдущего года значительно изменилась структура источников поступления ликвидности. В 2015 г. основной приток средств был вызван снижением объема наличных денег в обращении. В 2016 г. значимое влияние на ликвидность оказывали операции по бюджетным счетам и прочие операции.

Операции Федерального казначейства по размещению временно свободных бюджетных средств в кредитных организациях сглаживали влияние бюджетных потоков на потребность банковского сектора в ликвидности. В январе – начале февраля 2016 г. Федеральное казначейство активно размещало временно свободные бюджетные средства на банковских депозитах и по договорам репо (рис. 1.1). Задолженность банков по этим операциям к концу первой декады февраля возросла на 0,8 трлн руб., до 1,0 трлн рублей. При этом существенная часть бюджетных средств была размещена с помощью новых для Федерального казначейства операций – репо на срок 14 дней. В конце февраля – марте для финансирования возросших бюджетных расходов Федеральное казначейство значительно сократило объемы проводимых операций. В результате к концу I квартала задолженность банков по операциям

Рисунок 1.1

Динамика остатков средств Федерального казначейства на счетах в Банке России, размещенных на депозитах кредитных организаций и по договорам репо
(трлн руб.)



■ Остатки средств на едином счете Федерального казначейства в Банке России
■ Задолженность по временно свободным средствам федерального бюджета, размещенным на депозитах кредитных организаций и по договорам репо

Источник: Банк России.

Федерального казначейства составила 0,4 трлн рублей, приблизившись к уровню начала года.

Дополнительный приток ликвидности был обусловлен перечислением средств со счетов ГК АСВ в Банке России кредитным организациям для санации проблемных банков и выплат страхового возмещения вкладчикам в объеме около 0,1 трлн рублей.

Снижение потребности кредитных организаций в операциях рефинансирования Банка России привело к сокращению объема предоставления им средств в рамках аукционов репо на срок 1 неделя и кредитов, обеспеченных нерыночными активами (Приложение, табл. 2).

С начала 2016 г. систематически увеличивается спрос банков на операции постоянного действия Банка России в последний рабочий день месяца (рис. 1.2). Так, с помощью операций репо и кредитов под залог нерыночных активов или поручительств постоянного действия банки привлекали дополнительно от 0,2 до 0,8 трлн рублей. Данные операции позволяли банкам увеличивать уровень остатков средств на корреспондентских и депозитных счетах в Банке России по состоянию на первое число месяца, при этом банки гасили кредиты на следующий день вне зависимости от срока привлечения средств по кредитному договору.

До конца 2016 г. **ожидается дальнейшее снижение задолженности кредитных организаций по операциям рефинансирования Банка России.** В связи с этим для сохранения контроля над ставками денежного рынка Банк России продолжит сокращать объем предоставления средств банкам на кредитных аукционах на длительные сроки.

По итогам 2016 г. ожидается формирование дефицита федерального бюджета, который будет профинансирован преимущественно за счет средств Резервного фонда. По оценкам Банка России, если объем трат средств Резервного фонда превысит 3% ВВП, **возможен постепенный переход от дефицита к профициту ликвидности банковского сектора** (Приложение, табл. 1).

Реализация денежно-кредитной политики в системе коридора процентных ставок **позволяет Банку России управлять ставками денежного рынка при любой ситуации с ликвидностью банковского сектора.** Гра-

ницы процентного коридора Банка России по-прежнему будут эффективно сдерживать колебания ставок межбанковского рынка, поскольку при принятии решений о заключении сделок кредитные организации всегда учитывают альтернативу в виде операций постоянного действия Банка России. В связи с этим ставки, по которым кредитные организации размещают средства на денежном рынке, скорее всего, не будут ниже минимальной стоимости размещения средств в Банке России.

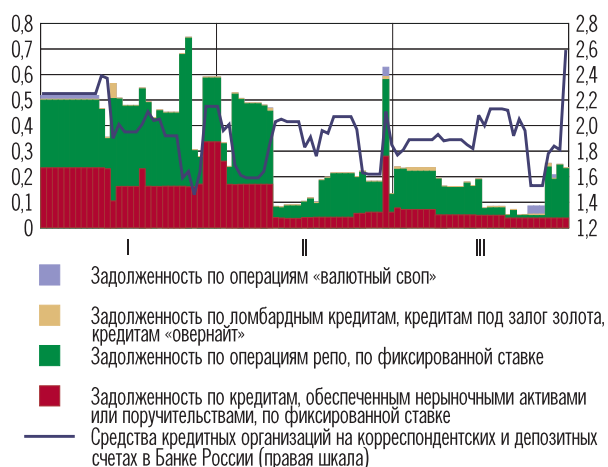
При переходе к структурному профициту ликвидности Банк России продолжит заключать сделки с кредитными организациями по ставкам, близким к ключевой. Место недельных аукционов репо в качестве основных операций по регулированию ликвидности займут депозитные аукционы на срок 1 неделя. При необходимости Банк России может возобновить выпуск собственных облигаций. Банки будут стремиться разместить избыточные средства по более высоким ставкам на аукционах Банка России, а Банк России с помощью своих рыночных операций – абсорбировать всю избыточную ликвидность. Поэтому, если кредитные организации станут размещать средства в Банке России в объеме лимитов на его аукционах, ставки межбанковского рынка будут формироваться вблизи ключевой ставки.

В то же время даже в условиях сохранения структурного дефицита ликвидности возможно возникновение потребности в проведении операций абсорбирования ликвидности. Это связано с большим объемом ранее предоставленных банкам кредитов на длительные сроки. В случае если банки не воспользуются возможностью досрочного погашения кредитов, Банк России будет изымать избыточную ликвидность с помощью своих операций. Тем не менее, по оценкам Банка России, во II квартале 2016 г. устойчивой потребности в проведении депозитных операций по абсорбированию ликвидности не возникнет.

На фоне неравномерного поступления ликвидности в банковский сектор по бюджетному каналу в течение переходного периода задолженность банков по операциям рефинансирования (в частности, операциям постоянного действия) может сохраняться на достаточно высоком уровне. Бюджетные средства поступают

Рисунок 1.2

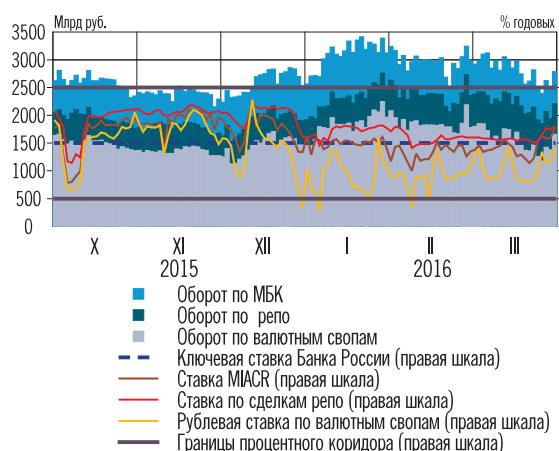
Объем операций Банка России постоянного действия и средства на корреспондентских счетах в Банке России
(на конец дня, трлн руб.)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.3

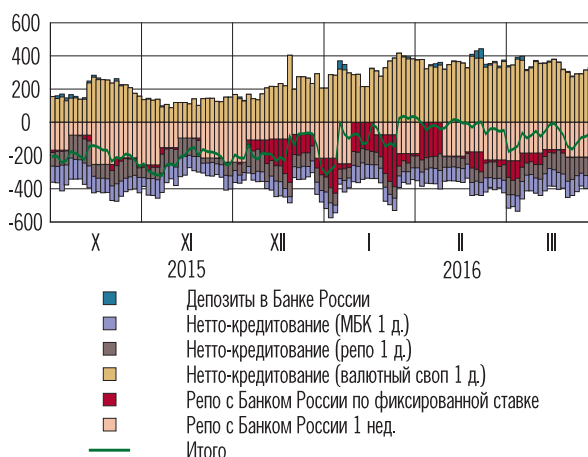
Процентные ставки и обороты в сегменте «овернайт» рублевого денежного рынка



Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 1.4

Рублевые операции четырех основных заемщиков валютного репо с Банком России на денежном рынке
(«+» — кредитование, «-» — заимствование, млрд руб.)



Источники: Московская Биржа, расчеты Банка России.

преимущественно в крупные кредитные организации, поэтому необходимо время, чтобы эти средства перераспределились в банковском секторе, а банки смогли изменить структуру своих операций. Ожидается, что по мере адаптации банковского сектора к новым условиям ликвидность будет более эффективно перераспределяться на денежном рынке и потребность банков в операциях рефинансирования Банка России сократится.

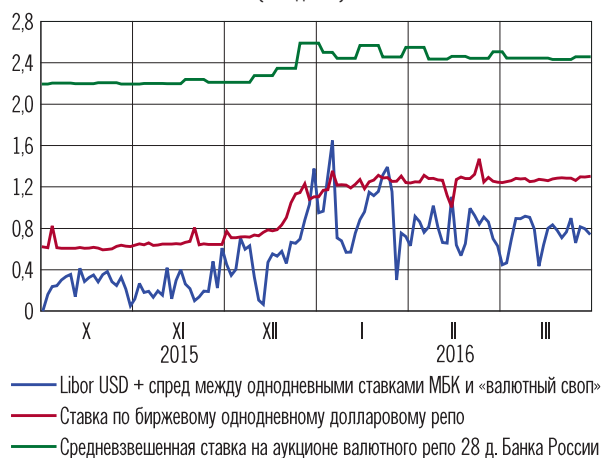
Действующая система инструментов денежно-кредитной политики позволит Банку России и после перехода к структурному профициту ликвидности сохранить контроль над краткосрочными ставками межбанковского кредитного рынка. Тем не менее возможны определенные изменения в работе трансмиссионного механизма — меньшее влияние на ценообразование ставок по депозитам в условиях снижающейся конкуренции между банками за вкладчиков и ликвидность (подробнее — см. раздел 4).

В I квартале 2016 г. **однодневные рублевые ставки МБК и репо в среднем снизились** по сравнению с IV кварталом 2015 г. (рис. 1.3). При этом основной причиной снижения стало более масштабное **уменьшение однодневных рублевых ставок по валютным свопам в условиях повышенного спроса на валютную ликвидность** на внутреннем рынке (Приложение, табл. 3).

Высокий спрос на долларовую ликвидность на внутреннем денежном рынке наблюдался

со стороны отдельных крупных банков во второй половине декабря 2015 — марте 2016 года. Занимая рубли с помощью МБК или репо (в том числе с Банком России по фиксированной процентной ставке), эти участники рынка затем размещали их посредством операций «валютный своп», привлекая доллары США (рис. 1.4). В результате увеличилось предложение рублевой ликвидности и снизились однодневные вмененные рублевые ставки на рынке валютных свопов, которые в I квартале 2016 г. формировались в нижней половине процентного коридора Банка России. Это привело также к росту оборотов рублевого денежного рынка (Приложение, табл. 3).

Рисунок 1.5

**Стоимость привлечения иностранной валюты
на внутреннем рынке**
(% годовых)

Источники: Thomson Reuters, расчеты Банка России.

Рисунок 1.6

**Ставка MIACR и ставки отсеечения
на аукционах репо Банка России**
(% годовых)

Источник: расчеты Банка России.

Спрос на валютную ликвидность со стороны отдельных банков повысился по причине погашения ими существенной части задолженности по операциям годового валютного репо Банка России. Несмотря на то что Банк России определял лимиты по аукционам валютного репо с учетом объемов погашения по проведенным ранее операциям, отдельные банки предпочли заместить часть задолженности по указанным операциям заимствованиями на денежном рынке. Это было обусловлено тем, что **стоимость привлечения долларовой ликвидности на денежном рынке ниже, чем посредством валютного репо Банка России** (рис. 1.5). Наличие возможности относительно дешево занимать иностранную валюту на рынке и тот факт, что спрос предъявляется на нее со стороны небольшого количества участников, свидетельствуют о **стабильной ситуации с валютной ликвидностью в российском банковском секторе.**

В I квартале 2016 г. сохранялись высокие средневзвешенные ставки на аукционах рублевого недельного репо Банка России (рис. 1.6). Такая ситуация связана с тем, что с помощью данных операций активно привлекали средства главным образом банки, возможности которых по урегулированию ликвидности на денежном рынке ограничены. Альтернативой для них были операции постоянного действия Банка России (по фиксированной ставке), что заставляло эти банки заявлять высокие

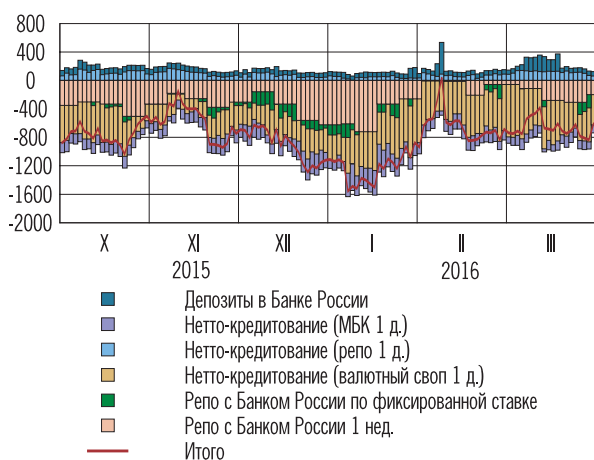
ставки (и повышенные объемы) на аукционах с целью гарантировать себе требуемый объем ликвидности.

В этих условиях крупные банки предпочитали привлекать рублевую ликвидность преимущественно на денежном рынке (рис. 1.7). При этом **снижение рублевых ставок на рынке валютных свопов существенно увеличило привлекательность рублевых заимствований с помощью данных операций.** В результате ряд банков стал активно привлекать ликвидность на данном сегменте денежного рынка, уменьшая относительно более дорогие заимствования на рынке МБК. Таким образом, операции этих банков частично компенсировали понижающее давление на рублевые ставки по валютным свопам.

Снижение однодневных рублевых ставок по операциям «валютный своп» также повлияло на структуру операций банков с иностранным участием в капитале. Указанные банки преимущественно являются рублевыми нетто-кредиторами на денежном рынке. Снижение ставок на рынке валютных свопов в отдельные дни приводило к тому, что некоторые банки с иностранным участием предпочитали размещать рублевую ликвидность на депозиты Банка России (рис. 1.8).

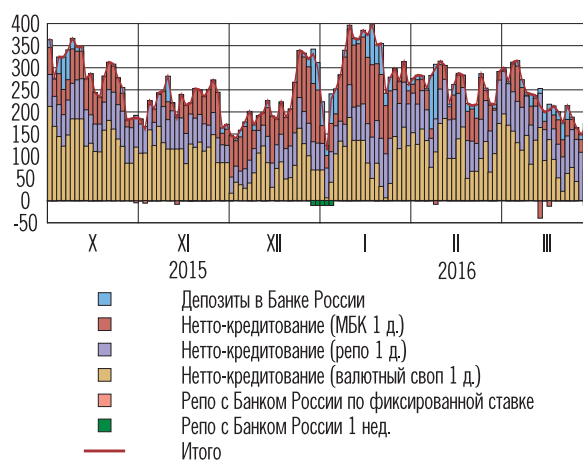
Таким образом, наличие значительного спреда между ставками по однодневным рублевым МБК и операциям «валютный своп» может приводить к увеличению объемов операций

Рисунок 1.7

Рублевые операции банков с государственным участием на денежном рынке
(«+» — кредитование, «-» — заимствование, млрд руб.)

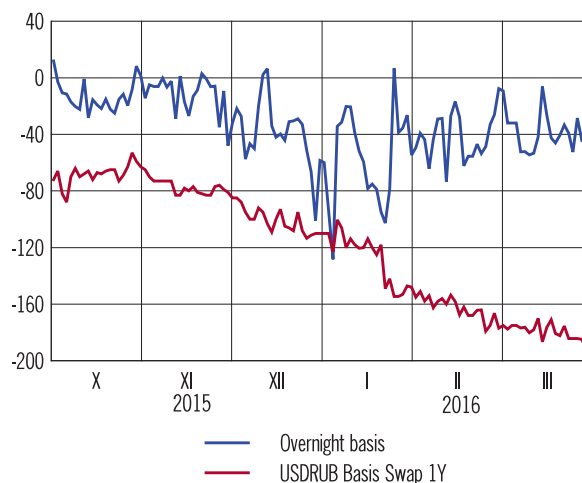
Источники: Московская Биржа, расчеты Банка России.

Рисунок 1.8

Рублевые операции банков с иностранным участием в капитале на денежном рынке
(«+» — кредитование, «-» — заимствование, млрд руб.)

Источники: Московская Биржа, расчеты Банка России.

Рисунок 1.9

Overnight Basis и USDRUB Basis Swap 1Y
(базисных пунктов)

Источники: Thomson Reuters, расчеты Банка России.

постоянного действия Банка России. Операции репо Банка России в этом случае могут использоваться банками, привлекающими валютную ликвидность на рынке валютных свопов, как источник рублевого фондирования. При этом при снижении ставки по операциям «валютный своп» ниже нижней границы процентного коридора начинает увеличиваться объем депозитов в Банке России.

Также стоит отметить, что снижение вмененной рублевой ставки по валютным свопам воздействует не только на однодневные ставки на других сегментах денежного рынка (МБК, репо), но и на дальние участки кривых доходностей. Так, рост спроса на валютную ликвидность на внутреннем рынке отразился и на снижении краткосрочных ставок валютных свопов на внешнем рынке. Это, в свою очередь, способствовало коррекции всей оффшорной кривой валютных свопов и увеличению стоимости валютных заимствований на более длительные сроки. В частности, в абсолютном выражении выросли котировки USDRUB Basis Swap 1Y (рис. 1.9).

Во II квартале 2016 г. предстоят значительные погашения по годовому валютному репо Банка России. В связи с этим, а также учитывая более низкую стоимость заимствования иностранной валюты на денежном рынке, рыночные заимствования отдельных крупных банков в иностранной валюте, скорее всего, останутся высокими. В этих условиях вмененные

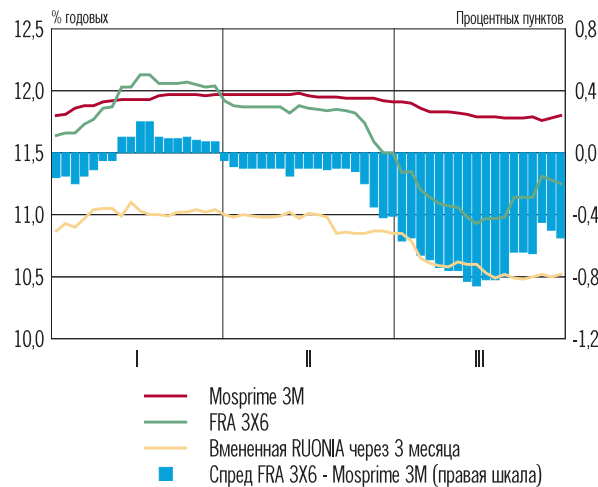
однодневные рублевые ставки по валютным свопам продолжают формироваться в нижней половине процентного коридора Банка России. На этом фоне некоторые банки, вероятно, продолжают привлекать значительные объемы рублевой ликвидности на рынке валютных свопов. Таким образом, текущая структура операций основных участников денежного рынка, вероятно, не претерпит существенных изменений во II квартале 2016 года. При этом однодневные рублевые ставки по операциям МБК и репо продолжают формироваться вблизи ключевой ставки Банка России.

В I квартале 2016 г. **усилились рыночные ожидания относительно перспектив смяг-**

чения денежно-кредитной политики Банком России. Спред между ставками Mosprime 3М и RUB FRA 3х6, находившийся около нулевого уровня на протяжении большей части данного периода, расширился в марте 2016 г. до 60 базисных пунктов. Вмененная ставка RUONIA через три месяца, заложенная в кривую доходности ROISfix, к концу марта снизилась до 10,5% годовых (рис. 1.10). Это свидетельствует об ожиданиях снижения ключевой ставки Банка России на 50 б.п. во II квартале 2016 года. Такие ожидания во многом связаны с наблюдаемой нисходящей динамикой инфляции и ожиданиями ее дальнейшего снижения в условиях проводимой в настоящее время Банком России умеренно жесткой денежно-кредитной политики, что в том числе свидетельствует о все большем доверии участников рынка к политике Банка России по снижению инфляции.

Рисунок 1.10

Спред FRA 3X6 – Mosprime 3М



Источники: расчеты Банка России, Thomson Reuters.

Врезка 1. Обоснование выбора операционного ориентира денежно-кредитной политики Банка России

При реализации денежно-кредитной политики центрального банка важным является вопрос об определении операционного ориентира денежно-кредитной политики. Банк России, как и большинство других центральных банков, проводящих политику таргетирования инфляции, стремится при реализации своей денежно-кредитной политики поддерживать однодневные процентные ставки на межбанковском рынке на уровне, соответствующем достижению конечной цели денежно-кредитной политики с учетом оценки инфляционных рисков и перспектив экономического роста (см. «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017–2018 годов»).

При этом вопрос о выборе операционного ориентира в сегменте «овернайт» денежного рынка, включающего в себя рынок межбанковского кредитования, операций репо и «валютный своп», не является очевидным. Так, например, в пользу использования вмененной рублевой ставки по операциям «валютный своп» говорит то, что данный рынок значительно превосходит по своим оборотам как рынок МБК, так и репо. Аргументами в пользу использования средневзвешенной процентной ставки на рынке репо могли бы выступать межсекторальный характер данного рынка¹ и существенная доля операций с центральным контрагентом в общем объеме рынка (что делает ставки по этим операциям, по существу, свободными от кредитного риска). Наконец, ставка по однодневным МБК может рассматриваться в качестве операционного ориентира денежно-кредитной политики по той причине, что основные кривые доходностей на рублевом денежном рынке (Mosprime, ROISfix) формируются именно на основании ставок по данным операциям. В свою очередь, значения ставок на дальнем конце указанных кривых или котировки IRS на трехмесячный Mosprime часто используются кредитными организациями для целей трансфертного ценообразования. Тем самым изменения ставок по однодневным рублевым МБК в теории должны наиболее эффективно транслироваться в изменения ставок по кредитам конечным заемщикам.

¹ Значительные объемы операций на нем осуществляют не только кредитные организации, но и различные финансовые компании.

Вопрос о выборе операционной цели денежно-кредитной политики можно рассматривать и в контексте взаимного влияния процентных ставок на различных сегментах однодневного денежного рынка. Для этих целей можно рассматривать модель вида:

$$s_t = h_t (\Phi(BX_t) + u_t),$$

где $\{s_t\}_{t \in Z} = \{(s_{t1}, \dots, s_{tk})^T\}_{t \in Z}$ – вектор спредов ставок на различных сегментах однодневного денежного рынка к ключевой ставке Банка России в момент времени t ;

$\{h_t\}_{t \in Z}$ – половина ширины процентного коридора в момент времени t ;

$\{X_{ij}\}_{t \in Z, j=1, p}$ – используемый в модели набор объясняющих переменных;

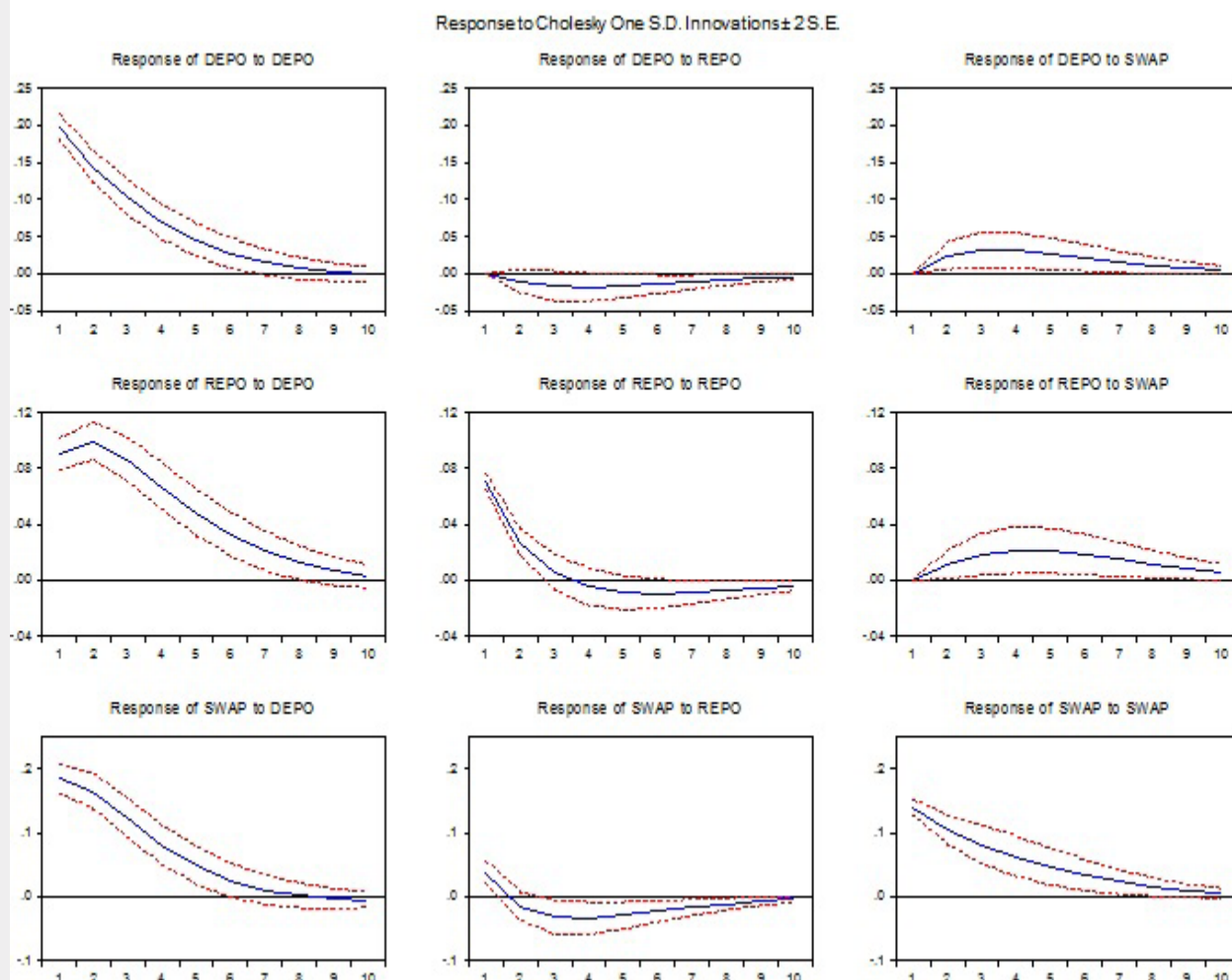
$\Phi(\cdot)$ – монотонно возрастающая непрерывная функция, такая что $\lim_{z \rightarrow -\infty} \Phi(z) = -1$, $\lim_{z \rightarrow +\infty} \Phi(z) = 1$;

$\{u_t\}_{t \in Z}$ – стационарный VAR (1) процесс с нулевым средним, определенный на фильтрованном вероятностном пространстве $(\Omega, \mathcal{F}, (\mathcal{F}_t)_{t \in Z}, P)$, где $(\mathcal{F}_t)_{t \in Z}$ – естественная фильтрация для процесса $\{u_t = Au_{t-1} + \epsilon_t\}_{t \in Z}$, $\epsilon_t \sim N(0, \Sigma)$.

В качестве объясняющих переменных в рассматриваемой модели использовались показатели, отражающие текущую ситуацию с ликвидностью банковского сектора:

- текущий дефицит/профицит ликвидности (часть разрыва ликвидности на дневном горизонте, покрываемого операциями Банка России по предоставлению/абсорбированию ликвидности);
- структурный дефицит ликвидности;
- объем предоставленной/абсорбированной Банком России ликвидности посредством операций тонкой настройки;
- отклонение фактического уровня остатков средств кредитных организаций на корреспондентских счетах в Банке России от оценки спроса на банковские резервы (часть разрыва ликвидности на дневном горизонте, покрываемая за счет работы механизма усреднения обязательных резервов).

Функции импульсного отклика ставок на различных сегментах денежного рынка



В рамках данной спецификации указанной модели можно рассматривать импульсные отклики VAR (1) процесса, описывающего отклонение фактических значений ставок в сегменте «овернайт» денежного рынка от уровня, определяемого текущей ситуацией с ликвидностью.

Как следует из приведенных модельных оценок², именно шоки процентных ставок по однодневным рублевым МБК оказывают наибольшее влияние на другие сегменты рынка, в то время как шоки, происходящие на сегментах операций репо и «валютный своп», не распространяются за их пределы. В значительной мере это объясняется тем фактом, что именно ставки на рынке МБК определяются в полной мере спросом и предложением рублевой ликвидности.

Для сегментов репо и «валютный своп» это не совсем так: часть рынка репо представляет собой операции кредитования ценными бумагами, процентные ставки по которым являются отрицательными; операции «валютный своп» могут использоваться кредитными организациями для целей заимствования не только рублевой ликвидности, но также и долларовой.

В случае повышенного спроса на валютную ликвидность (как, например, во второй половине декабря 2015 – марте 2016 г.) рублевые ставки по операциям «валютный своп» снижаются, что оказывает понижающее давление на ставки по МБК и репо. В подобной ситуации устойчивые шоки ставок по валютным свопам распространяются на процентные ставки на других сегментах денежного рынка.

Поскольку в отсутствие повышенного спроса на валютную ликвидность ставка на рынке МБК значимо влияет на все краткосрочные ставки денежного рынка, в отличие от ставок репо и «валютный своп», именно эта ставка является наиболее подходящей для таргетирования центральным банком. В конечном счете ее нахождение на уровне ключевой ставки Банка России за счет ее влияния на другие сегменты рынка будет способствовать сближению ставок по операциям репо и «валютный своп» с ключевой ставкой Банка России.

² Параметры модели оценивались на основе данных за март-ноябрь 2015 года. Период оценивания выбран так, чтобы на оценки параметров не влияла ситуация дефицита валютной ликвидности.

2. ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК: СНИЖЕНИЕ ЦЕН НА НЕФТЬ НЕ ПРИВЕЛО К ЗНАЧИТЕЛЬНОМУ УХУДШЕНИЮ РЫНОЧНОЙ КОНЪЮНКТУРЫ

- После ослабления рубля в начале 2016 г. с середины февраля наметилась тенденция к его укреплению. Наряду с позитивной динамикой цен на нефть развороту курса способствовал пересмотр участниками рынка ожиданий относительно сроков нормализации денежно-кредитной политики в США.
- Рост волатильности курса рубля был обусловлен в основном резкими колебаниями цен на нефть, при этом эластичность курса от нефтяных цен не изменилась, что свидетельствует об устойчивой ситуации на внутреннем валютном рынке.
- Не наблюдалось роста спроса населения на иностранную валюту, что также свидетельствует об адаптации экономических агентов к режиму плавающего валютного курса.
- По оценкам Банка России, волатильность курса доллара США к рублю во II квартале 2016 г. снизится до 20 п.п. вследствие ожидаемого уменьшения волатильности нефтяных котировок.

В I квартале 2016 г. **динамика курса рубля продолжала определяться преимущественно конъюнктурой на глобальных сырьевых и валютных рынках.** При этом, как и ранее, основную роль в ее формировании занимали цены на нефть, динамика которых значительно влияла на настроения инвесторов на мировых валютных и фондовых рынках, а также отражалась на денежно-кредитной политике ведущих мировых центральных банков.

В январе 2016 г. цены на нефть снизились вследствие усилившихся опасений относительно замедления роста экономики Китая. Кроме того, на нефтяные котировки давили остававшиеся высокими объемы предложения и запасов нефти на мировом рынке. При этом поставки нефти из Ирана после снятия с него санкций увеличились сильнее, чем этого ожидали участники рынка.

В феврале 2016 г. ситуация на нефтяном рынке стабилизировалась. Цены на нефть на-

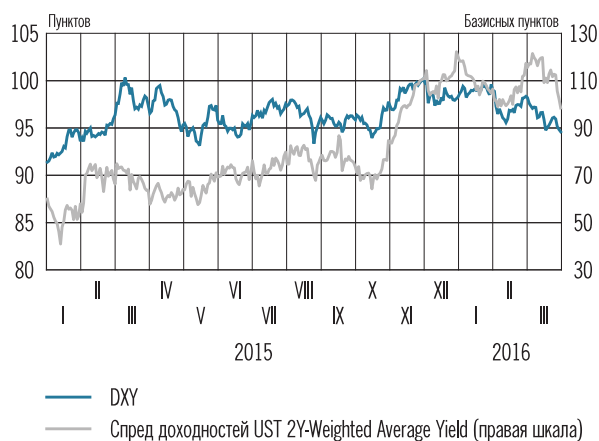
чали повышаться, получив поддержку со стороны сообщений о переговорах России и ряда стран ОПЕК относительно возможного введения ограничений на объем добычи нефти. Росту котировок также благоприятствовали новости о сокращении объема инвестиций в нефтедобывающей отрасли, в частности снижение количества действующих буровых установок в США.

Росту цен на нефть способствовало также ослабление доллара США к большинству мировых валют (рис. 2.3). По итогам I квартала 2016 г. из валют стран G10 доллар США укрепился только к фунту стерлингов, что связано с опасениями выхода Великобритании из состава еврозоны. Помимо уменьшения склонности инвесторов к риску на фоне падения цены на нефть и замедления темпов роста экономики Китая, что оказало поддержку «защитным» валютам (японской иене и в меньшей степени евро и швейцарскому франку) в первой половине квартала, против доллара США играло снижение количества предполагаемых членами Комитета по открытым рынкам ФРС США повышений Fed Funds Target в 2016 году.

Опубликованный 16 марта 2016 г. по итогам заседания Комитета по открытым рынкам

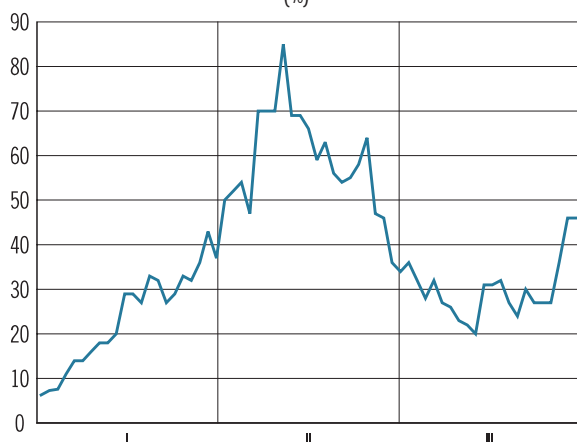
Рисунок 2.1

Динамика индекса курса доллара США DXY и спреда доходностей гособлигаций США и других развитых стран



Источники: Thomson Reuters, расчеты Банка России.

Рисунок 2.2

Вероятность неизменности ставки
ФРС США в 2016 году
(%)

Источник: Bloomberg.

ФРС США обновленный макроэкономический прогноз американского центрального банка предполагает два повышения ставки Fed Funds Target Rate в 2016 г. вместо четырех, которые были заложены в декабрьском прогнозе. В результате, с середины марта ожидания участников рынка относительно дальнейшей траектории краткосрочных ставок в США сместились в сторону их менее быстрого роста (рис. 2.2). По состоянию на конец I квартала 2016 г. форма кривой фьючерсов на Fed Funds Effective предполагает не более одного повышения ключевой ставки ФРС США в 2016 году.

В этих условиях спред между доходностями двухлетних казначейских облигаций США и прочих стран, валюты которых входят в индекс доллара США (DXY)¹, стабилизировался, отражая замедление дивергенции монетарных политик ведущих мировых центральных банков (рис. 2.1). Это будет сдерживать ожидания укрепления доллара США к основным мировым валютам и снизит понижающее давление на цены на нефть со стороны рыночных ожиданий укрепления доллара США (рис. 2.3).

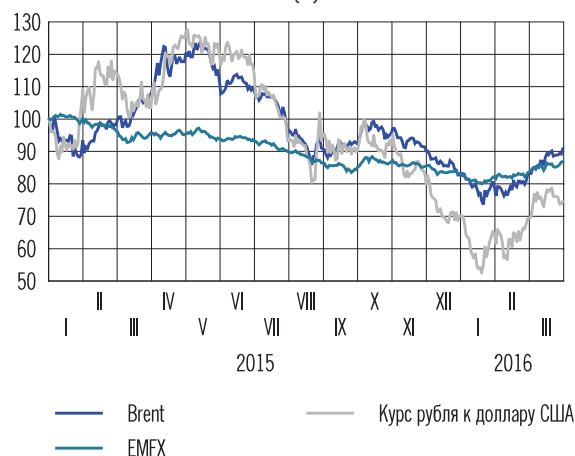
Динамика курса рубля в целом соответствовала валютам-аналогам (рис. 2.4), при этом его большая волатильность по сравнению с прочими валютами сырьевых и развивающихся стран объясняется сохраняющейся высокой эластичностью валютного курса по цене на нефть, во-

Рисунок 2.3

Курс доллара США и цена
на нефть марки Brent

Источник: Thomson Reuters.

Рисунок 2.4

Индексы изменений цены на нефть марки Brent, курса
рубля к доллару США и индекса EMFX
(%)

Источники: Thomson Reuters, расчеты Банка России.

латильность которой в I квартале 2016 г. также возросла. На этом фоне волатильность рубля увеличилась (рис. 2.5). Ее пик пришелся на конец января – начало февраля, когда цены на нефть находились на минимальном уровне, а их волатильность превысила максимумы августа 2015 г. (период предыдущего резкого падения цен на нефть).

Вместе с тем **волатильность USDRUB, очищенная от вклада изменений цен на нефть** (врезка 2), в I квартале 2016 г. **оставалась относительно стабильной**. Это свидетельствует о том, что реализовавшийся **рост волатильности валютного курса имеет преимущественно экзогенный характер** и не связан с конъюнктурой валютного рынка. В этих условиях

¹ Для евро использовались доходности двухлетних немецких гособлигаций; веса различных стран в спреде соответствуют весам валют, входящих в индекс DXY.

Рисунок 2.5

Оценка волатильности курса USDRUB по модели MV IGARCH (процентных пунктов)



Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.6

Динамика котировок risk-reversal и butterfly опционов на курс USDRUB (процентных пунктов)



Источник: Thomson Reuters.

Рисунок 2.7

Оценка эластичности курса USDRUB по цене нефти марки Brent



Источник: расчеты Банка России.

по мере уменьшения масштабов колебаний цен на нефть волатильность рубля продолжит снижаться. По оценкам Банка России, **при реализации во II квартале рыночных ожиданий относительно волатильности Brent на уровне 40 п.п.** (котировка трехмесячных at-the-money опционов на Brent) **волатильность USDRUB снизится до 20 процентных пунктов.** Это ниже ожиданий участников рынка относительно волатильности валютного курса, предполагающих ее нахождение на уровне около 24 процентных пунктов на горизонте 3 месяцев.

На фоне позитивной тенденции в динамике рубля со второй половины февраля также происходила нормализация формы «улыбки» волатильности. К концу марта котировки risk-reversal и butterfly опционов достигли полуторагодовых минимумов, отражая смещение ожиданий участников рынка в сторону менее вероятного ослабления рубля и меньшей вероятности значительных колебаний валютного курса² (рис. 2.6).

Другой особенностью I квартала 2016 г. является то, что несмотря на резкое падение цены на нефть, **чувствительность валютного курса к колебаниям нефтяных котировок увеличилась незначительно** (рис. 2.8). Это свидетельствует о продолжающейся **адаптации экономических агентов к режиму свободно плавающего валютного курса.** В частно-

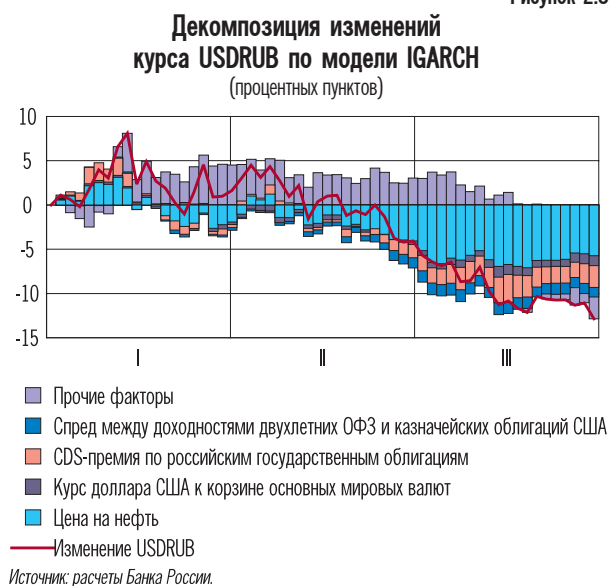
сти, увеличения спроса населения на наличную иностранную валюту в январе на фоне происходящего ослабления рубля не наблюдалось. Нетто-покупки долларов США физлицами-резидентами в рамках DMA на валютном рынке Московской Биржи также были незначительными.

При этом активность физлиц-резидентов как на кассовом, так и на срочном сегменте (большая часть торгового оборота по фьючерсам на USDRUB формируется именно физлицами) валютного рынка Московской Биржи заметно возросла³.

² Котировка BF опционов отражает «тяжесть» хвостов распределения валютного курса относительно риск-нейтральной меры.

³ Рост торговой активности физлиц на валютном рынке Московской Биржи традиционно наблюдается в периоды роста курсовой волатильности.

Рисунок 2.8



По оценкам Банка России, в январе объем предложения валюты со стороны банков, обслуживающих крупнейшие российские экспортные компании, снизился, однако это было компенсировано возросшими объемами продажи иностранной валюты со стороны банков с иностранным участием в капитале (рис. 2.10). В этих условиях, несмотря на увеличение покупок иностранной валюты со стороны некоторых прочих участников рынка (в том числе в целях обратной конвертации выплаченных в декабре 2015 г. рублевых дивидендов российскими компаниями), **спрос и предложение на валютном рынке были относительно сбалансированы**. Это способствовало **сохранению стабильной эластичности валютного курса по цене на нефть** в I квартале 2016 г. (рис. 2.7).

В условиях увеличившейся волатильности рубля в январе-феврале 2016 г. значительно возрос торговый оборот на кассовом сегменте валютного рынка Московской Биржи (рис. 2.9). Основным фактором роста торгового оборота, значительная часть которого формируется HFT-алгоритмами, стало увеличение активности нерезидентов. При этом **нетто-покупки иностранной валюты данными участниками рынка оставались близкими к нулю**, то есть большая часть открываемых позиций носила внутрисдневной характер и не оказывала значительного влияния на валютный курс.

Увеличившаяся во второй половине февраля – марте склонность к риску на фоне восстановления цен на нефть способство-

Рисунок 2.9

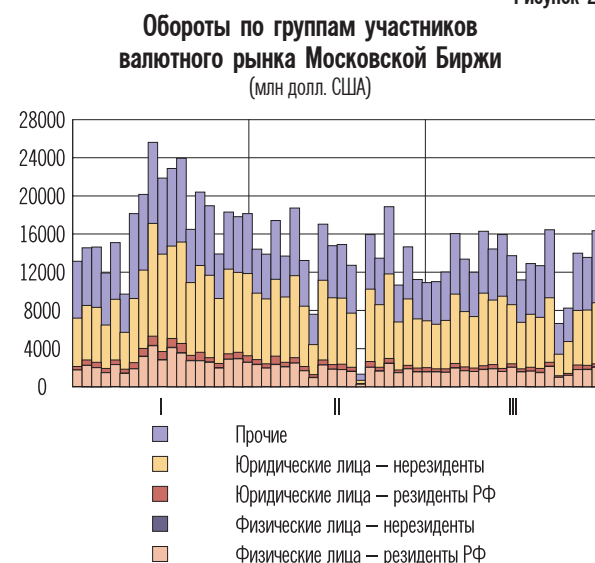
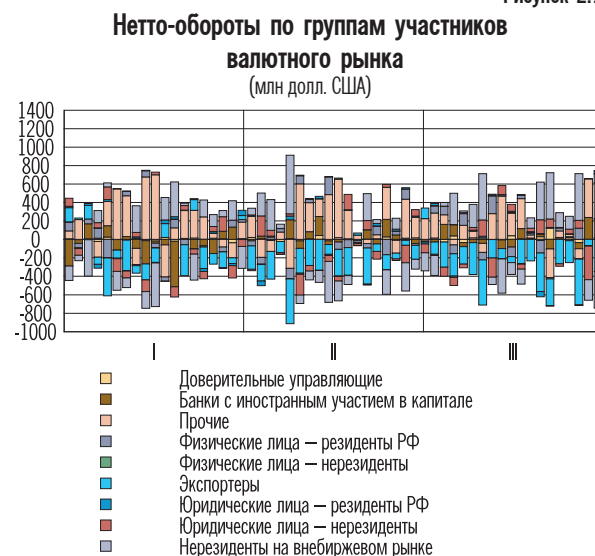


Рисунок 2.10



вала росту интереса к российским активам со стороны нерезидентов и банков с иностранным участием в капитале. Кроме того, в марте возросло предложение экспортной валютной выручки. Это способствовало коррекции курса доллара США к рублю в марте ниже 70 руб. за 1 доллар США.

В рассматриваемый период возросли объемы нетто-продаж иностранной валюты нерезидентами, увеличившими спрос на акции и корпоративные облигации на вторичном рынке, а также ОФЗ на первичном рынке (см. раздел 3). Нетто-продажи иностранной валюты банками с иностранным участием в капитале наблюдались одновременно со значительным ростом спроса с их стороны на акции и ОФЗ. Интерес

иностранных участников к российским активам подтверждается данными компании EPFR Global: в феврале-марте 2016 г. нетто-приток средств в фонды, инвестирующие в российские акции и облигации, составил 842 млн долл. США.

По оценкам Банка России, **рост спроса на российские активы со стороны нерезидентов не привел к избыточному укреплению рубля**, курс которого продолжает форми-

роваться вблизи равновесного уровня. Таким образом, риски ослабления валютного курса вследствие закрытия нерезидентами имеющих длинных позиций в рублевых активах являются незначительными. В этих условиях можно ожидать, что **динамика курса рубля в течение II квартала 2016 г. продолжит определяться преимущественно динамикой мировых цен на нефть**.

Врезка 2. Модель оценки волатильности валютного курса (Multivariate IGARCH модель)

Анализ динамики курса USDRUB и его волатильности важно проводить с учетом цен на нефть и других факторов, которые оказывают влияние на изменения валютного курса. При этом часть факторов может воздействовать на курс рубля опосредованно (например, влияя на склонность глобальных инвесторов к риску). В этих условиях возникает потребность в построении моделей, которые бы описывали совместную динамику большого количества финансовых переменных.

Данная задача может усложняться из-за того, что вариации отдельных переменных (прежде всего валютных курсов, поскольку их волатильность в значительной мере зависит от проводимой курсовой политики центральных банков), а также их ковариации имеют свойство значительно изменяться со временем. Так, например, в первой половине 2015 г. при адаптации экономических агентов к свободно плавающему валютному курсу эластичность USDRUB по цене нефти Brent имела свойство возрастать при уменьшении цены на нефть.

Для анализа волатильности валютного курса, в том числе для оценки вклада в нее различных факторов, можно использовать многомерную IGARCH модель, описывающую совместную динамику большого количества финансовых переменных (курсы валют к доллару США, фондовые индексы, котировки CDS, стоимость гособлигаций различных стран, а также цены на основные сырьевые товары). С учетом того, что все указанные переменные обладают стационарными приращениями, их динамику можно описывать моделью для вектора $\vec{y}_t$ логарифмических приращений указанных переменных вида:

$$\vec{y}_t = H_t^{1/2} \vec{\epsilon}_t,$$

где $\vec{\epsilon}_t$ – стандартный нормальный случайный вектор, а матрица ковариаций описывается процессом вида:

$$H_t = \lambda \vec{y}_{t-1} \vec{y}_{t-1}^T + (1-\lambda) H_{t-1}.$$

Одним из преимуществ данной спецификации является то, что она определяется единственным параметром λ , описывающим скорость, с которой убывают веса слагаемых вида $(\vec{y}_{t-j} \vec{y}_{t-j}^T)_{j \in \mathbb{N}}$ в оценке матрицы ковариаций H_t в текущий момент времени:

$$H_t = \lambda \vec{y}_{t-1} \vec{y}_{t-1}^T + (1-\lambda) H_{t-1} = \lambda \sum_{k=0}^{\infty} (1-\lambda)^k \vec{y}_{t-k-1} \vec{y}_{t-k-1}^T.$$

Вместе с тем для данной спецификации выполняется свойство:

$$E(H_{t+\tau} | \mathcal{F}_t) = H_t, \tau \in \mathbb{N},$$

что подразумевает отсутствие mean reversion в динамике ковариационной матрицы H_t . Вместе с тем использование каких-либо спецификаций моделей, относящихся к классу многомерных GARCH моделей, в рамках которых предполагается наличие свойства mean reversion (в частности, моделей BEKK-семейства), может быть сопряжено с некоторыми трудностями, учитывая большое количество структурных сдвигов в динамике переменных (связанных, например, с изменениями режимов курсовой политики в отдельных странах).

Для извлечения «собственной» волатильности тех или иных показателей (то есть волатильности, очищенной от влияния на рассматриваемый показатель других переменных) может быть использована теорема о нормальной корреляции, описывающая явный вид условного математического ожидания и дисперсии одного гауссовского вектора относительно другого.

Применительно к рассматриваемой задаче из всего множества моделируемых величин выделяется группа переменных $\theta = \{y_t^{i_1}, y_t^{i_2}, \dots, y_t^{i_m}\}$ (остальные показатели обозначены как ε), собственные дисперсии которых требуется оценить, и производится корректировка их дисперсий по формуле (индекс t для простоты везде опускается):

$$D[\theta | \mathfrak{Y}_{t-1}, \varepsilon] = H_{\theta\theta} - H_{\theta\varepsilon} H_{\varepsilon\varepsilon}^{-1} H_{\varepsilon\theta},$$

где $H_{\theta\theta}$, $H_{\theta\varepsilon}$, $H_{\varepsilon\theta}$ и $H_{\varepsilon\varepsilon}$ — подматрицы H_t , отвечающие соответствующим наборам переменных.

Помимо оценок волатильности, модель (также в силу теоремы о нормальной корреляции) позволяет также получать эластичности одних исследуемых показателей по другим в соответствии с формулой:

$$e_{\theta/\varepsilon} = H_{\theta\varepsilon} \cdot H_{\varepsilon\varepsilon}^{-1}.$$

3. ФОНДОВЫЙ РЫНОК: ВЫСОКИЙ СПРОС НА ДОЛГОСРОЧНЫЕ НИЗКОРИСКОВАННЫЕ АКТИВЫ И ЗАМЕДЛЕНИЕ РОСТА РЫНОЧНОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ У БАНКОВ

3.1. Спрос на «длинные» бумаги и значительная инверсия кривой доходности отражают рыночные ожидания снижения инфляции и ставок в будущем

- На внутреннем облигационном рынке наиболее активно размещались облигации с наименьшим риском – ОФЗ, что было связано с сохраняющимися высокими рисками и неопределенностью относительно динамики нефтяных цен и курса рубля.
- Участники рынка по-прежнему ожидают снижения процентных ставок в течение 2016 г., но в середине марта в ответ на сигнал регулятора о возможном сохранении умеренно жесткой денежно-кредитной политики в течение более продолжительного времени они скорректировали краткосрочные оценки в сторону меньшего снижения ставок на горизонте в 1 год.
- Высокий спрос на «длинные» бумаги и значительная инверсия кривой доходности ОФЗ отражали снижение инфляционных ожиданий и растущую уверенность участников рынка в действенности принятых Банком России мер по снижению инфляции в более долгосрочной перспективе.
- Вследствие снижения инфляционных ожиданий, страновой премии за риск и сохранения стабильной ситуации на валютном рынке во II квартале 2016 г. доходность ОФЗ может снизиться на 20–100 б.п. по сравнению с I кварталом 2016 г., наиболее существенно – на длинном участке кривой.

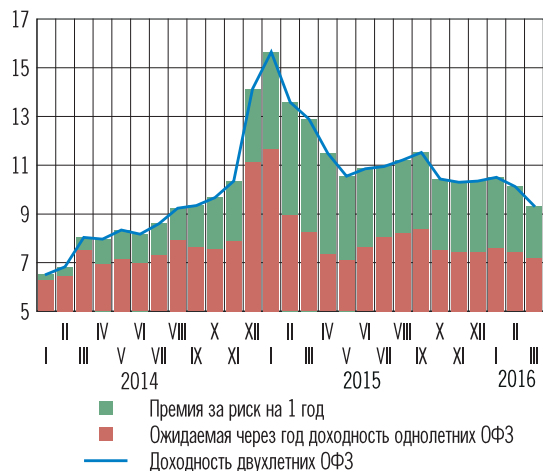
Неопределенность ценовых ожиданий на внутреннем облигационном рынке оставалась высокой вследствие неоднократно изменявшихся в январе-марте 2016 г. внешних условий, динамики курса рубля и связанных с ними инфляционных ожиданий участников рынка.

Временная премия за риск¹, отражающая степень этой неопределенности, существенно превышала свой средний уровень за 2003 – март 2016 г. (0,7% годовых), хотя и несколько снизилась по сравнению с декабрем 2015 г. (рис. 3.1).

На этом фоне в течение рассматриваемого квартала эмиссионная активность в отдельных сегментах рынка заметно различалась. В январе – начале февраля 2016 г. во всех сегментах, кроме сегмента ОФЗ, она была низкой из-за ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры, ослабления рубля и повышения инфляционных рисков. Инвесторы с осторожностью приобретали новые выпуски, предпочитая облигации с наименьшим риском. Корпоративные и региональные эмитенты не желали осуществлять новые облигационные заимствования в условиях возросшей под влиянием негативных факторов доходности ценных бумаг. Со второй половины февраля по середину марта настроения участников российского долгового рынка улучшались. Этому способствовали улучшение внешних условий, нормализация ситуации на внутреннем валютном рынке, замедление инфляции и снижение инфляционных ожиданий в условиях проводимой Банком России умеренно жесткой денежно-кредитной политики. На третью декаду февраля и март пришелся основной объем размещения корпоративных облигаций. Активные покупки этих бумаг осуществляли банки и коллективные инвесторы (рис. 3.2). Во II квартале можно ожидать роста спроса со стороны коллективных инвесторов в связи с перечислением в конце марта пенсионных накоплений из Пенсионного фонда Российской Федерации в негосударственные пенсионные фонды.

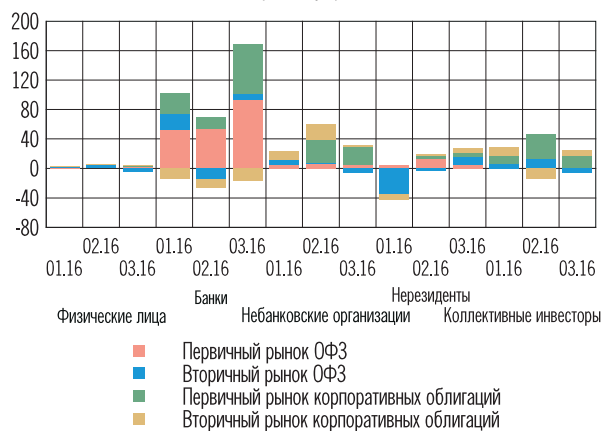
¹ Является компонентом доходности двухлетних ОФЗ (см. Доклад о денежно-кредитной политике №4, декабрь 2015 года. Врезка «Извлечение ожиданий относительно будущих краткосрочных процентных ставок из текущей доходности ОФЗ», www.cbr.ru/dkp).

Рисунок 3.1

Декомпозиция доходности двухлетних ОФЗ
(% годовых)

Источники: Московская Биржа, расчеты Банка России.

Рисунок 3.2

**Объем покупок облигаций
различными типами инвесторов**
(млрд руб.) *

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

В то же время **в государственном сегменте облигационного рынка спрос инвесторов в течение всего рассматриваемого периода был высоким**. Заметный интерес к ОФЗ проявляли российские банки, а также нерезиденты, которых эти ценные бумаги привлекали более высокой доходностью по сравнению с гособлигациями-аналогами других стран с формирующимися рынками.

Минфин России продолжал проводить регулярные аукционы по размещению ОФЗ. Для выполнения плана заимствований на I квартал 2016 г. ведомство было готово предоставлять инвесторам премию к доходности ОФЗ на вторичном рынке. Большая часть аукционов по размещению облигаций прошла с премией к рынку (в IV квартале 2015 г. – только треть), и средневзвешенная премия составила 1,7 б.п. (в IV квартале 2015 г. – дисконт в размере 1,1 б.п.). В то же время чтобы минимизировать будущую нагрузку на бюджет, более половины предложенных выпусков составили ОФЗ с купоном, привязанным к ставке RUONIA (ОФЗ-ПК). Проводимая Минфином России политика наряду с ростом спроса со стороны банков позволила выполнить квартальный план заимствований (250 млрд руб.) на 99,9%.

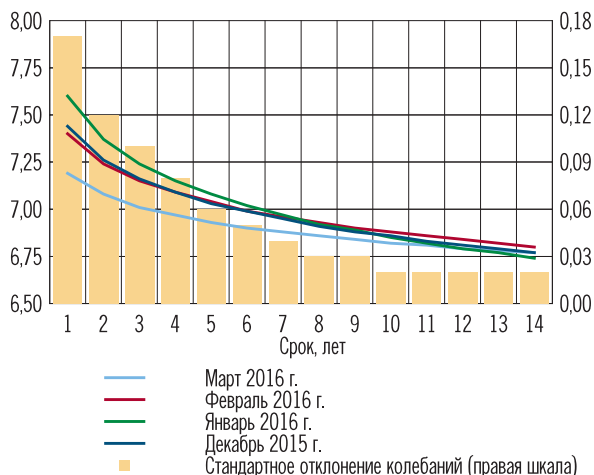
Среди участников рынка преобладали ожидания снижения процентных ставок и доходности в 2016 г., однако оценки масштабов этого снижения существенно варьировались в течение рассматриваемого квартала под влиянием изменения внешнеэкономиче-

ской конъюнктуры, текущего уровня инфляции и инфляционных ожиданий, а также в связи с решениями Банка России. Так, со второй половины февраля по середину марта вследствие улучшения внешних и внутренних условий оценки будущих ставок и доходности на горизонте в 1 год постепенно смещались вниз, а затем стабилизировались. Их снижение прекратилось после принятого Банком России 18 марта 2016 г. решения оставить ключевую ставку без изменений и включения в пресс-релиз более жесткого сигнала рынку в отношении сроков сохранения текущей умеренно жесткой денежно-кредитной политики (врезка 3). Эти решения регулятора были обусловлены сохраняющимися высокими инфляционными рисками. При этом оценки снижения ставок на горизонте более трех лет оставались относительно стабильными, отражая снижающиеся инфляционные ожидания и растущую уверенность участников рынка в действенности принятых Банком России мер по снижению инфляции в более долгосрочной перспективе.

Так, оценки кратко- и среднесрочных процентных ставок снижались более интенсивно, чем долгосрочных. Из-за этого «кривая ожиданий»², иллюстрирующая прогнозируемую участниками рынка будущую динамику доходности однолетних ОФЗ на несколько лет вперед, в течение большей части рассматрива-

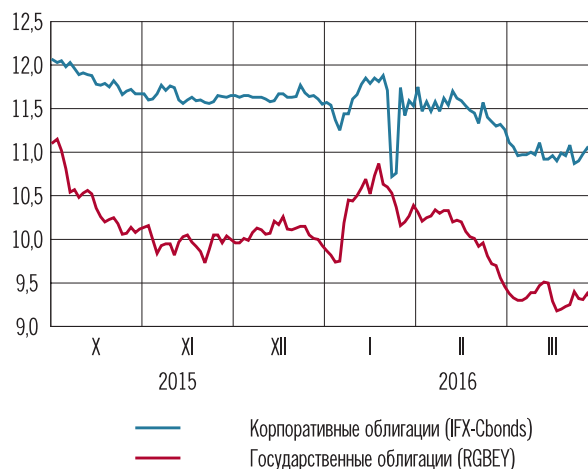
² Форвардная кривая доходности однолетних ОФЗ, скорректированная на оценки премии за риск.

Рисунок 3.3

Ожидаемая динамика доходности однолетних ОФЗ
(% годовых)

Источники: Московская Биржа, расчеты Банка России.

Рисунок 3.4

Доходность облигаций на вторичном рынке
(% годовых)

Источники: Московская Биржа, Сбондс.ру.

емого периода уплощалась (рис. 3.3), но оставалась инвертированной. Такая форма кривой была связана не только с ожиданиями снижения ставок, но и с предпочтениями крупнейших групп инвесторов рынка ОФЗ. Банки проявляли повышенный интерес к «длинным бумагам» с фиксированным купоном (ОФЗ-ПД). Наиболее выраженной эта тенденция была в феврале 2016 г., когда на фоне укрепления рубля и снижения фактической инфляции они активно продавали ОФЗ-ПД сроком менее четырех лет, а также ОФЗ-ПК и ОФЗ-ИН, вкладывая средства в «длинные» ОФЗ-ПД. Наиболее ликвидные «длинные» выпуски ОФЗ пользовались

спросом и у нерезидентов. **Высокий спрос на «длинные» бумаги и значительная инверсия кривой доходности ОФЗ также свидетельствовали о снижении инфляционных ожиданий и росте доверия к политике Банка России.**

Вместе с рыночными ожиданиями изменялось и направление движения доходности облигаций. В январе – начале февраля 2016 г. доходность росла, до середины марта снижалась, а затем колебалась в широком горизонтальном коридоре. Индексы доходности рыночных портфелей государственных (RGBEY) и корпоративных (IFX-Cbonds) облигаций на конец марта

Врезка 3. Влияние импульсов денежно-кредитной политики Банка России на доходность ОФЗ

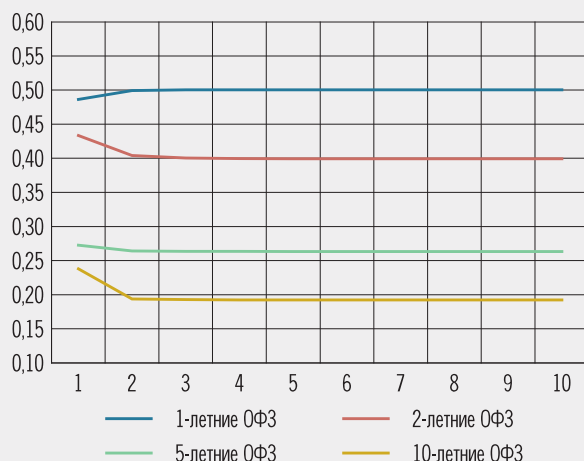
Ценообразование на облигационном рынке определяется широким набором факторов, среди которых большое значение имеют решения центрального банка в области денежно-кредитной политики. В процессе передачи импульсов денежно-кредитной политики рынку ценных бумаг важную роль играет денежный рынок, являющийся первым звеном процентного канала денежной трансмиссии. Импульсы центрального банка полностью и моментально транслируются на ставки денежного рынка, приводя к их изменению, что в свою очередь влияет на динамику доходности финансовых активов (в том числе государственных и корпоративных облигаций) и далее через изменение кредитных ставок – на совокупный спрос и экономический рост.

На основе предположения, что трансмиссия в рамках процентного канала денежно-кредитной политики осуществляется по представленной выше цепочке, построена модель векторной авторегрессии, которая включает первые два звена этого канала: денежный рынок и рынок государственных ценных бумаг. В модели сделано допущение о том, что действия Банка России уже полностью учтены в динамике ставок МБК, поэтому исследуется исключительно влияние ставок МБК на динамику доходности ОФЗ, и эти показатели являются эндогенными переменными модели. Используется выборка из среднемесячных данных о ставке MIACR на 1 день и доходности ОФЗ на сроки 1, 2, 5 и 10 лет за период с 2010 по 2016 год. В модель в качестве экзогенных переменных добавлены и другие специфические факторы, определяющие ценообразование на рынке ОФЗ (изменение склонности инвесторов к риску и уровня рисков: курсовых, инфляционных, ликвидности).

Эти факторы представлены макроэкономическими и финансовыми показателями: EMBI+ Russia спред, валютный курс, инфляция и структурный дефицит ликвидности.

Из полученных функций импульсного отклика следует, что наиболее чувствительна к ставкам денежного рынка доходность кратко- и среднесрочных ОФЗ. Положительные и отрицательные шоки ставки MIACR в раз-

**Импульсный отклик доходности ОФЗ
на изменение ставки MIACR на 1 п.п.**
(процентных пунктов)



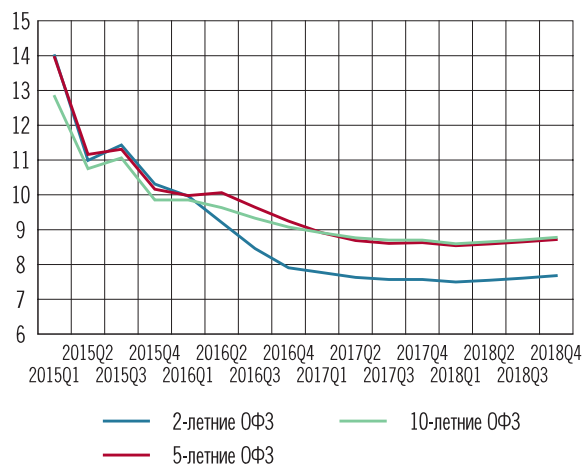
Источник: расчеты Банка России.

мере 100 б.п. приводят к сопоставленному изменению доходности ОФЗ на 40–50 базисных пунктов. Реакция длинных ОФЗ менее выражена и составляет 20–25 базисных пунктов. Подстройка доходности ОФЗ любой срочности к новому уровню ставки MIACR происходит в течение первого месяца.

Для прогнозирования доходности облигаций Банк России использует аналогичную квартальную модель, которая исследует увеличенную выборку за 2003–2016 гг. и включает несколько иной набор экзогенных переменных. Так, исключен структурный дефицит ликвидности, являющийся незначимым для данной спецификации, и добавлена переменная, характеризующая экономический рост (годовой темп прироста ВВП). Оценки будущих показателей доходности облигаций строятся на основе значений ставки МБК, курса рубля, ВВП и инфляции, полученных в рамках макроэкономического прогноза Банка России (см. предыдущие прогнозы в докладах о денежно-кредитной политике Банка России).

Рисунок 3.5

Прогноз доходности ОФЗ
(% годовых)



Источник: расчеты Банка России.

снизились на 50–60 б.п. по сравнению с концом декабря 2015 г. (рис. 3.4).

По мере снижения инфляционных ожиданий, страновой премии за риск и при сохранении стабильной ситуации на валютном рынке во II квартале 2016 г. средняя доходность кратко-, средне- и долгосрочных выпусков

ОФЗ снизится на 20–100 б.п. по сравнению с I кварталом 2016 года. Доходность ОФЗ будет снижаться вслед за инфляцией и ставками денежного рынка и во второй половине 2016 г., а также в 2017 г. (рис. 3.5).

3.2. Замедляется рост объема рыночного обеспечения у банков

- В I квартале 2016 г. банки, преимущественно системно значимые, наращивали вложения в ОФЗ в основном из-за необходимости соблюдения новых регуляторных требований Банка России в части нормативов ликвидности и достаточности капитала.
- Ломбардный список сократился в I квартале 2016 г. в основном из-за исключения Банком России из него акций. Объем рыночного обеспечения у банков впервые с лета 2014 г. сократился, уменьшился коэффициент его утилизации.
- В ближайшие три квартала 2016 г. меры Банка России по формированию Ломбардного

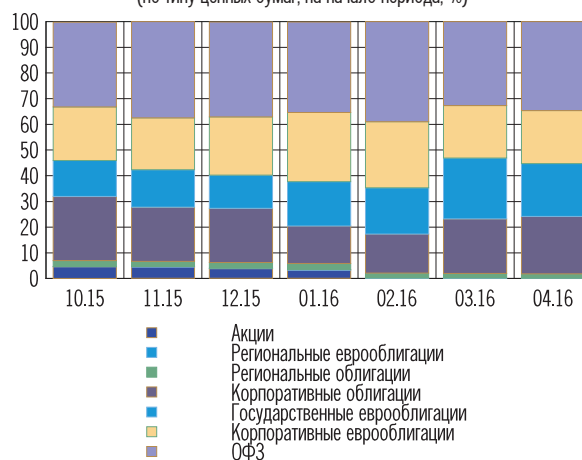
списка и макропруденциальному регулированию банковского сектора могут способствовать сокращению объема вложений банков в корпоративные облигации и замедлению темпа прироста объема рыночного обеспечения в 2016 году.

В январе-марте 2016 г. банки продолжали наращивать вложения в ценные бумаги и к началу апреля увеличили их на 0,5% по сравнению с концом декабря 2015 года. Облигации составили 11,8% в структуре совокупных активов российского банковского сектора, а доля акций осталась незначительной. **Банки продолжали придерживаться консервативной стратегии, предпочитая вкладывать средства в ОФЗ.** На долю банков в январе-марте 2016 г. приходилось две трети всех заключенных сделок с ОФЗ на первичном и половина сделок на вторичном сегментах рынка государственных облигаций. Сальдо операций (объем покупки минус объем продажи) банков с этими бумагами на вторичных торгах ФБ ММВБ было положительным, а объем купленных ОФЗ на аукционах Минфина России превышал объем погашенных из их портфелей бумаг. Особенно высокий спрос на ОФЗ предъявляли системно значимые банки, что было связано в том числе со вступлением в силу 1.01.2016 новых макропруденциальных требований Банка России³. Доля ОФЗ в их портфелях заметно превышала доли других видов ценных бумаг (рис. 3.6).

С учетом сокращающейся потребности банков в получении рефинансирования от Банка России в январе-марте 2016 г. **регулятор исключил из Ломбардного списка акции рос-**

Рисунок 3.6

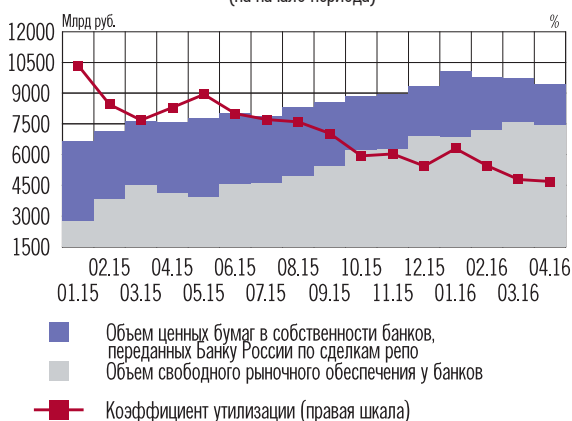
Структура объема рыночного обеспечения системно значимых банков (по типу ценных бумаг, на начало периода, %)



Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 3.7

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.

сийских эмитентов и депозитарные расписки на акции нерезидентов (на общую сумму 286 млрд руб.)⁴. Кроме того, объем погашения ценных бумаг из Ломбардного списка в январе-марте 2016 г. был значительным и составил 290

³ Норматив краткосрочной ликвидности (НКЛ) для системно значимых банков направлен на регулирование риска потери ликвидности. Соблюдение НКЛ обеспечивает наличие у кредитной организации минимально необходимого объема высоколиквидных активов, которые могут быть использованы для незамедлительного исполнения обязательств в условиях нестабильности. Выделяют высоколиквидные активы 1 (ВЛА-1) и 2 уровня (ВЛА-2А и ВЛА-2Б). Активы принимаются в расчет НКЛ по справедливой (рыночной) стоимости с применением следующих коэффициентов дисконта: ВЛА-1 – 0%; ВЛА-2А – 15%; ВЛА-2Б – 25% – по жилищным облигациям с ипотечным покрытием, 50% – по прочим долговым обязательствам и акциям. Минимально допустимое значение норматива установлено в размере 70% с 1.01.2016 с повышением на 10 п.п. ежегодно начиная с 1.01.2017 до достижения величины 100% с 1.01.2019.

⁴ В соответствии с решением Совета директоров Банка России от 22.12.2015 с 1.02.2016 из Ломбардного списка Банка России были исключены все включенные в него на дату принятия решения акции юридических лиц – резидентов Российской Федерации и российские депозитарные расписки на акции юридических лиц – нерезидентов Российской Федерации. Указанное решение было принято с учетом снижения структурного дефицита ликвидности банковского сектора, уменьшения спроса со стороны кредитных организаций на рефинансирование Банка России и наличия у них значительного неиспользованного запаса более традиционных видов обеспечения, принимаемых по операциям рефинансирования центрального банка.

млрд рублей. В итоге объем входящих в список ценных бумаг сократился на 315 млрд руб. (Приложение, табл. 4).

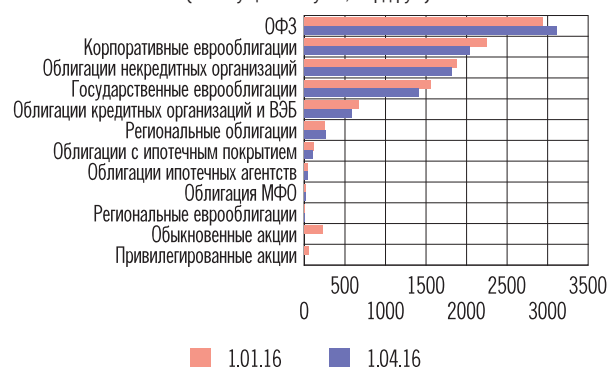
Под влиянием вышеперечисленных факторов к началу апреля объем рыночного обеспечения у банков уменьшился на 6,2% по сравнению с концом декабря 2015 г., до 9,4 трлн руб. (рис. 3.7, 3.8). Из-за сокращения задолженности банков по операциям рефинансирования Банка России и относительно стабильной динамики объема рыночного обеспечения у банков коэффициент его утилизации уменьшился с 32% в начале 2016 г. до 21% на 1.04.2016.

Согласно прогнозу Банка России, в ближайшие три квартала объем рыночного обеспечения у банков с высокой вероятностью возрастет и к концу 2016 г. составит 10,0–10,6 трлн рублей. Благоприятствовать этому будет сразу несколько факторов. Эмиссионная активность корпоративных заемщиков увеличится вследствие их постепенной адаптации к текущей макроэкономической ситуации, сохраняющимся антироссийским санкциям и ограниченному доступу к внешнему фондированию, стимулирующим увеличение объема заимствований на внутреннем облигационном рынке, а также роста спроса коллективных инвесторов на корпоративные облигации. Высокий спрос банков и потребность в финансировании дефицита бюджета будут способствовать успешной реализации планов Минфина России по размещению ОФЗ на внутреннем рынке и суверенных еврооблигаций России на внешнем рынке⁵. В то же время сдерживающее влияние на прирост объема рыночного обеспечения могут оказать

Рисунок 3.8

Структура объема рыночного обеспечения у банков*

(по типу ценных бумаг, млрд руб.)



* Объем рыночного обеспечения кредитных организаций рассчитывается как сумма ценных бумаг, принадлежащих банкам и входящих в Ломбардный список Банка России (форма банковской отчетности № 0409711), а также задолженности банков перед Банком России по второй части сделки рублевого и валютного репо, а также перед Федеральным казначейством по второй части сделки рублевого репо. Рыночное обеспечение банков включает ОФЗ, обращающиеся на внешнем рынке государственные еврооблигации, обращающиеся на внутреннем и внешнем рынках корпоративные (в том числе выпуски некредитных организаций, кредитных организаций и ВЭБ, МФО, ипотечных агентств и с ипотечным покрытием) и региональные облигации.

Источник: расчеты Банка России.

изменения регуляторных требований Банка России к показателям краткосрочной ликвидности и достаточности капитала банков, соответствующие стандартам «Базеля III»⁶. С целью соблюдения указанных нормативов банки могут сократить объем корпоративных облигаций, номинированных в рублях и иностранной валюте в своих портфелях. При этом в предыдущие два года значительный прирост объема рыночного обеспечения у банков был во многом обеспечен именно их значительными вложениями в корпоративные ценные бумаги. Перечисленные факторы до определенной степени будут компенсировать друг друга, поэтому темп прироста рыночного обеспечения в 2016 г. будет меньше, чем в 2015 году.

⁵ В соответствии с утвержденной программой государственных внутренних и внешних заимствований на 2016 г. планируемый объем чистых заимствований путем выпуска государственных ценных бумаг на внутреннем рынке составит до 300 млрд руб., на внешнем рынке – до 3 млрд долл. США.

⁶ Предполагается, что введение норматива краткосрочной ликвидности для 10 системно значимых банков будет способствовать снижению их интереса к корпоративным ценным бумагам и росту спроса на ОФЗ, входящих в состав высоколиквидных активов 1 уровня.

Вступление в силу нового порядка расчета норматива достаточности капитала, предусматривающего, в частности, повышение коэффициентов риска по суверенным еврооблигациям с 0 до 100%, может снизить их привлекательность для банков.

4. КРЕДИТЫ И ДЕПОЗИТЫ: БАНКИ И ИХ КЛИЕНТЫ ПРОДОЛЖАЮТ «БЕГСТВО В КАЧЕСТВО», РУБЛЕВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ПРИХОДЯТ НА СМЕНУ ВАЛЮТНЫМ

- В I квартале 2016 г. рост кредитных рисков, осторожная политика банков и слабый спрос на кредиты, связанные со снижением экономической активности, сдерживали рост кредитования.
- Приток денег в экономику по бюджетному каналу ограничивал рост спроса на кредиты и вел к дальнейшему росту депозитов населения и организаций.
- Улучшение финансового положения крупных банков способствовало укреплению их позиций на депозитном и кредитном рынках.
- Долларизация кредитов и депозитов снижалась благодаря замещению валютных операций рублевыми в сочетании с укреплением рубля.
- До конца 2016 г. можно ожидать восстановления чистых процентных доходов и роста капитала банков, увеличения срочности их пассивов и прекращения ухудшения качества кредитного портфеля, что будет способствовать плавному восстановлению роста кредитования.
- На депозитном рынке в условиях перехода к структурному профициту ликвидности можно ожидать изменения в работе трансмиссионного механизма – например, уменьшение влияния динамики ключевой ставки на формирование ставок по депозитам в условиях снижающейся конкуренции между банками за вкладчиков и ликвидность.

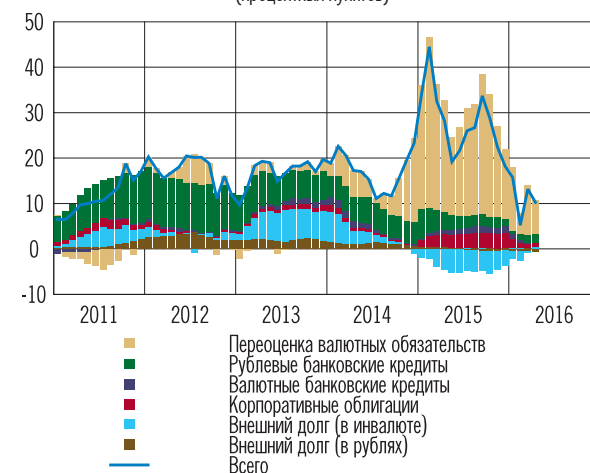
В российской экономике кредиты остаются важнейшим источником финансирования реального сектора экономики. Хотя в 2015 г. вклад банковского кредитования в прирост долговых обязательств реального сектора заметно сократился, уступив позиции корпоративным облигациям (рис. 4.1), на начало 2016 г. портфель банковских кредитов нефинансовым организациям более чем в 6 раз превышал портфель облигаций нефинансовых организаций. Поэтому ситуация на кредитном рынке по-прежнему оставалась одним из ключевых факторов, опре-

деляющих уровень инвестиционного и потребительского спроса на внутреннем рынке и, соответственно, реализацию денежно-кредитной политики Банка России. Ценовые и объемные показатели кредитного рынка входили в число индикаторов, учитываемых Банком России при принятии решений в области денежно-кредитной политики.

В I квартале 2016 г. на кредитные операции российских банков оказывали влияние несколько факторов, по-разному отразившихся на динамике объемов и структуре этих операций. Основным фактором являлось продолжающееся снижение деловой активности в России. **Ухудшение финансового положения российских компаний и, следовательно, их работников вело к невыполнению обязательств по банковским кредитам** (рис. 4.4). В результате просроченная задолженность по корпоративным кредитам к концу I квартала составила 6,6% от всего кредитного портфеля, на 0,3 процентного пункта превысив уровень начала 2016 года. Аналогичный показатель по розничным кредитам повысился на 0,4 пункта, до 8,4%.

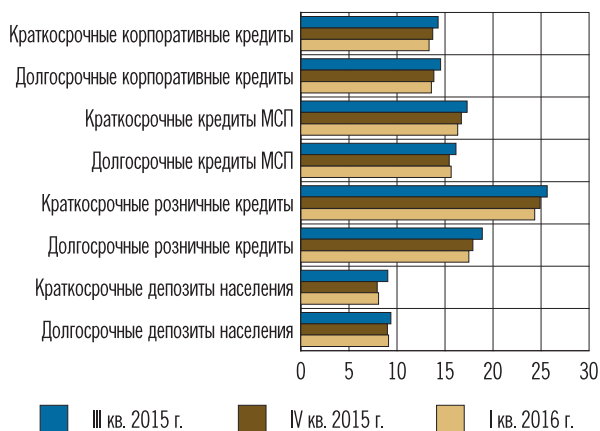
В условиях продолжающегося роста кредитных рисков банки придерживались осто-

Рисунок 4.1
Вклад отдельных элементов в годовой прирост долговых обязательств российских компаний
(процентных пунктов)



Источники: Банк России, Сбондс.ру.

Рисунок 4.2

**Динамика ставок по рублевым
банковским операциям**
(% годовых)

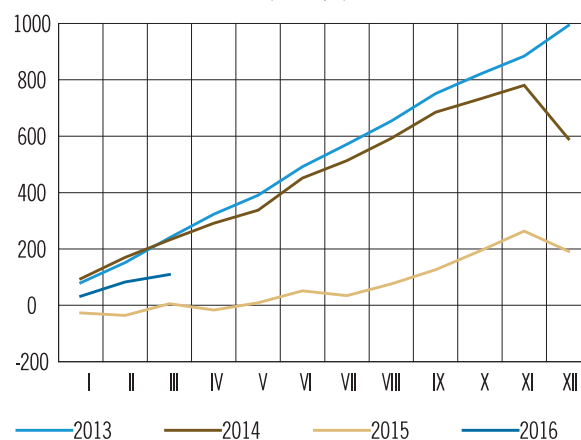
Источник: Банк России.

рожной кредитной политики и стремились минимизировать свои потери от неисполнения обязательств кредиторами. Снижение кредитных ставок, наблюдавшееся на протяжении большей части 2015 г., почти остановилось. На сегментах кредитного рынка, связанных с наибольшим уровнем рисков (кредитование населения, малого бизнеса), в первые месяцы 2016 г. наблюдался даже небольшой рост кредитных ставок (рис. 4.2). Можно предположить, что более высокими процентными ставками банки стремились компенсировать кредитный риск. Также на большинстве сегментов рынка банки сохраняли жесткие неценовые условия кредитования, сложившиеся в 2015 г., или даже несколько ужесточали их¹. В этих условиях продолжалось замещение более рискованных направлений кредитования (малый бизнес, потребительское кредитование) менее рискованными (ипотека, кредитование крупных компаний).

Ухудшение финансового положения заемщиков, связанное с продолжающимся экономическим спадом, влияло не только на предложение, но и на спрос на кредиты. В условиях макроэкономической неопределенности и существенной долговой нагрузки потенциальные заемщики, не уверенные в своей способности обслуживать обязательства перед банками, реже обращались в банки за новыми кредита-

¹ Подробнее см. информационно-аналитический бюллетень «Изменение условий банковского кредитования» (www.cbr.ru/DKP/).

Рисунок 4.3

**Внутригодовая динамика прибыли
российского банковского сектора**
(млрд руб.)

Источник: Банк России.

ми. По результатам выборочного обследования кредитных организаций в I квартале 2016 г. **спрос на кредиты на большинстве сегментов рынка снижался.**

Сочетание осторожной политики банков и слабого спроса со стороны потенциальных заемщиков предопределило медленный рост кредитования. За январь-март 2016 г. банковский портфель корпоративных кредитов увеличился на 0,1% (в IV квартале 2015 г. – на 1,1%)². Кредитование населения продолжало сокращаться (на 1,0% за I квартал 2016 г., что сопоставимо с аналогичным показателем IV квартала 2015 г.).

Дополнительным фактором медленного роста кредитования в I квартале являлся сохраняющийся спрос банков на облигации, которыми они продолжали замещать кредиты в структуре своих активов. За январь-март 2016 г. банковский портфель облигаций возрос на 2,8%. Опережающий рост вложений в облигации также являлся проявлением стремления банков избегать рисков. С одной стороны, в облигационном портфеле российских банков преобладают высоконадежные государственные облигации, а также облигации крупнейших российских компаний и банков, поэтому наращивание портфеля облигаций позволяет ограничить кредитный риск российских банков. С другой стороны, при необходимости облигации легко могут быть

² Здесь и далее приросты балансовых показателей банков приводятся с исключением валютной переоценки.

проданы или использованы в качестве обеспечения, поэтому их приобретение позволяет снизить риск ликвидности банка.

Ухудшение кредитного качества банковских кредитных портфелей требовало формирования резервов на возможные потери и увеличивало расходы банков. Однако к началу 2016 г. **банкам в значительной степени удалось восстановить уровень процентной маржи по своим операциям.** В результате финансовый результат деятельности российских банков в I квартале 2016 г. был устойчиво положительным, хотя заметно уступал аналогичным периодам 2013-2014 гг. (рис. 4.3); собственный капитал банков устойчиво рос, что способствует постепенному восстановлению кредитной активности банков в 2016 году.

Еще одним **фактором, оказавшим существенное влияние на ситуацию в банковском секторе в I квартале, было финансирование бюджетного дефицита за счет средств Резервного фонда.** С одной стороны, бюджетные средства, поступая к бюджетополучателям, их поставщикам и подрядчикам, в определенной степени удовлетворяли их спрос на деньги, что ограничивало рост спроса на банковские кредиты. С другой стороны, сокращение остатков на бюджетных счетах в Банке России и поступление этих средств на счета бюджетополучателей в коммерческих банках способствовало снижению потребности банков в операциях рефинансирования Банка России. За I квартал 2016 г. обязательства банковского сектора перед Банком России сократились почти на четверть, а их доля в пассивах банковского сектора снизилась с 6,5 до 5,1%.

В начале 2016 г., как и в предыдущие годы, наблюдалось сезонное сокращение банковских депозитов населения. Однако степень сокращения была сопоставима с аналогичным периодом предыдущего года, вследствие чего годовые темпы прироста розничных депозитов, достигшие двухлетнего максимума (17,1%) в начале 2016 г., продолжали колебаться около достигнутого уровня. При этом в 2016 г. прекратилось замещение долгосрочных депозитов краткосрочными, наблюдавшееся на протяжении всего 2015 года. Еще в IV квартале 2015 г. краткосрочные депозиты населения росли в среднем на 2,4% ежемесячно, заметно опережая долго-

срочные (1,9% в месяц). В январе-марте 2016 г. на фоне сокращения краткосрочных депозитов (на 2,6% в месяц) наблюдался устойчивый рост долгосрочных депозитов (на 2,5% ежемесячно). **Рост срочности депозитов населения в банках отражает восстановление доверия вкладчиков к банкам, а также снижение инфляционных ожиданий населения,** связанное с проводимой умеренно жесткой денежно-кредитной политикой Банка России. Накопление долгосрочных пассивов банков также создает предпосылки для восстановления кредитной активности в среднесрочной перспективе.

При сохранении тенденций, наблюдавшихся в I квартале 2016 г., **до конца года можно ожидать постепенного восстановления кредитной активности,** но темпы роста кредитного портфеля при этом будут отставать от темпов роста номинального ВВП³. В условиях сохранения макроэкономической неопределенности **ценовые и неценовые условия кредитования будут смягчаться незначительно** и рост кредитного портфеля банков будет обеспечен преимущественно наименее рискованными направлениями кредитования.

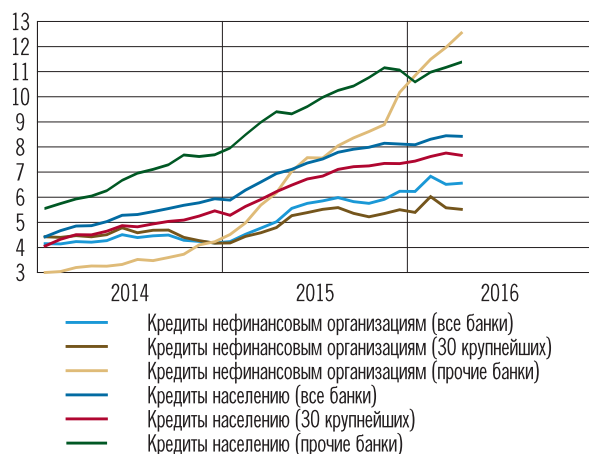
На депозитном рынке в условиях перехода к структурному профициту ликвидности можно ожидать некоторого изменения в работе трансмиссионного механизма — ослабления конкуренции между банками за вкладчиков и, соответственно, снижения депозитных ставок, не связанного с динамикой ключевой ставки Банка России.

Рассмотренные выше тенденции по-разному проявлялись для отдельных групп участников рынка. У крупных банков, в целом характеризующихся более осторожным подходом к отбору потенциальных заемщиков, просроченная задолженность росла медленнее. В сегменте корпоративного кредитования даже наметились признаки ее возможного снижения (рис. 4.4). В то же время качество кредитного портфеля малых и средних банков продолжало ухудшаться. Опережающее ухудшение качества кредитных портфелей банков «второго эшелона» оказывало давление на финансовый результат этих

³ Подробнее см. Доклад о денежно-кредитной политике № 1, март 2016 г. Раздел 2 «Перспективы развития экономической ситуации и решение по ключевой ставке» (www.cbr.ru/DKP/).

Рисунок 4.4

Просроченная задолженность по кредитам банков (%)



Источник: Банк России.

банков. В итоге почти весь отмеченный рост чистой прибыли российского банковского сектора в I квартале 2016 г. пришелся на 30 крупнейших банков, а финансовый результат прочих банков по итогам квартала был близок к нулю.

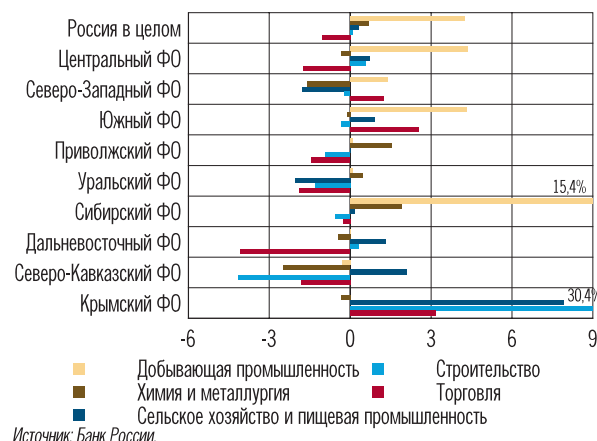
В сложившихся условиях вкладчики предпочитали размещать средства в крупных банках. Если депозиты населения в 30 крупнейших банках за январь-март 2016 г. возросли на 0,5%, то в прочих банках – сократились на 6,6%. Остатки на депозитах и текущих счетах организаций в 30 крупнейших банках за первые два месяца увеличились на 4,4%, а в малых и средних банках за тот же период сократились на 10,1%. **Переток средств клиентов в крупные банки и улучшение их финансового положения способствовали укреплению позиций крупных банков на кредитном рынке.**

Корпоративный портфель 30 крупнейших банков за I квартал возрос на 1,0%, розничный портфель – сократился на 0,8% (у прочих банков сокращение кредитных портфелей составило 5,1 и 2,0% соответственно). Растущая доля более консервативных крупных банков в объемах розничного и корпоративного кредитования была дополнительным фактором продолжающегося замещения более рискованных направлений кредитования менее рискованными, что дает основания ожидать дальнейшего замещения в краткосрочной перспективе.

К началу 2016 г. на кредитном рынке наметились новые точки роста: кредитование отраслей, связанных с импортозамещением (пи-

Рисунок 4.5

Среднемесячный прирост кредитования предприятий отдельных отраслей в I квартале 2016 г. в федеральных округах (%)



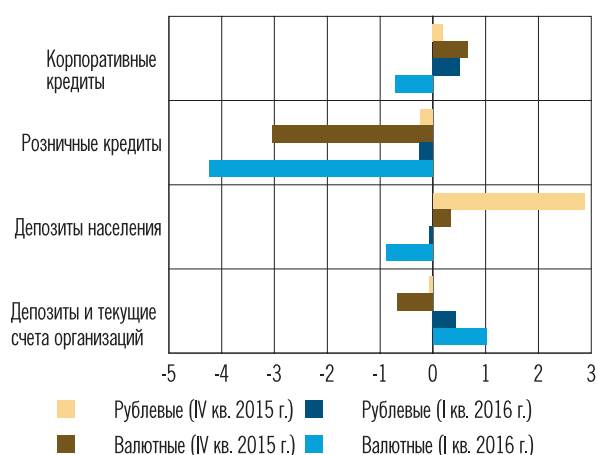
Источник: Банк России.

щевая промышленность, сельское хозяйство), и экспортных отраслей, ценовая конкурентоспособность которых возросла благодаря ослаблению рубля (химия, в меньшей степени – металлургия) (рис. 4.5). Кредитование добывающей промышленности по-прежнему росло опережающими темпами, но на фоне снижения мировых цен на энергоносители рост кредитования данной отрасли (прежде всего нефтегазового сектора) несколько замедлился. В то же время продолжалось сокращение кредитования отраслей, имевших высокий уровень просроченной задолженности по кредитам (торговля, строительство). Аналогичные тенденции характеризовали и региональную структуру кредитного портфеля. Опережающий рост кредитования отмечался преимущественно в регионах с меньшим уровнем просроченной задолженности⁴. При сохранении указанных тенденций можно ожидать, что **качество кредитных портфелей в среднесрочной перспективе начнет восстанавливаться.**

Неоднородностью характеризовалась и валютная структура кредитных и депозитных операций. В условиях нестабильности курсов ведущих иностранных валют к рублю **привлекательность валютных активов и обязательств как для банков, так и для их клиентов была ограничена.** Банки, стремясь избежать валютных рисков, в I квартале 2016 г. одновремен-

⁴ Подробнее см. информационно-аналитический бюллетень «Обзор региональных кредитных рынков» (<http://cbr.ru/DKP/>).

Рисунок 4.6
Среднемесячный прирост отдельных элементов
банковских активов и пассивов
(%)



но повышали ставки по долларovým кредитам и снижали ставки по долларovým депозитам, тем самым снижая привлекательность валютных операций для своих клиентов. В результате в I квартале клиенты банков замещали валютные кредиты и депозиты рублевыми⁵ (рис. 4.6).

Замещение валютных операций рублевыми на большинстве сегментов кредитного

и депозитного рынков в сочетании с укреплением рубля по итогам квартала способствовало умеренному снижению долларизации кредитов и депозитов в I квартале.

Охарактеризованные выше изменения ситуации в банковском секторе по-разному влияли на реализацию денежно-кредитной политики. Сокращение структурного дефицита ликвидности и растущая доля долгосрочных депозитов в пассивах банков способствуют повышению инерционности стоимости банковских пассивов, что замедляет реакцию банков на изменения ключевой ставки. В то же время наращивание объемов операций банков с облигациями, доходность которых быстро реагирует на изменение ставок денежного рынка, ускоряет влияние изменений ставок Банка России на операции банков. Продолжающееся замещение валютных активов и обязательств банков рублевыми способствовало снижению зависимости российского банковского сектора и в целом российской экономики от колебаний валютных курсов и, соответственно, росту значимости процентных ставок.

⁵ Единственным исключением стали операции организаций по размещению средств в банках. Хотя срочные рублевые депозиты организаций вытесняли валютные депозиты, в январе-феврале резко увеличились остатки на текущих валютных счетах организаций.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Таблица 1

Динамика факторов формирования ликвидности
банковского сектора (трлн руб.)

	2015					2016	
	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	Год	I квартал	Прогноз
Факторы формирования ликвидности	1,4	0,5	1,2	0,6	3,8	1,7	[4,3; 4,8]
– 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	[4,3; 5,0]
– изменение наличных денег в обращении	1,3	-0,1	0,0	-0,7	0,5	0,6	[-0,5; -0,3]
– 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	0,4
– регулирование обязательных резервов кредитных организаций в Банке России	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1
Изменение свободных банковских резервов (корреспондентские счета и депозиты)	-0,4	0,0	0,1	0,4	0,1	0,4	[0,5; 0,7]
Прирост задолженности по операциям рефинансирования Банка России	-1,8	-0,6	-1,1	-0,2	-3,7	-1,2	[-4,1; -3,8]
Задолженность по операциям рефинансирования Банка России (+) / потребность в операциях абсорбирования** (-) (на конец периода)	5,6	5,0	3,9	3,7	3,7	2,5	[-0,4; -0,1]

* Исходя из среднегодовой цены на нефть 30 долл. США за баррель и при объеме трат средств Резервного фонда более 3% ВВП.

** 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 (на начало дня, трлн руб.)

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

Источник: Банк России.

Таблица 3

Среднедневные показатели сегментов
рублевого денежного рынка «овернайт»

Период	Оборот, млрд руб.			Спред к ключевой ставке, п.п.		
	МБК	Репо	Валютный своп	МБК	Репо	Валютный своп
IV квартал 2015 г.	649	445	1455	0,24	0,45	-0,01
I квартал 2016 г.	664	547	1756	-0,09	0,14	-0,52

Источник: Банк России.

Таблица 4

**Структура Ломбардного списка Банка России
(по типу ценных бумаг, на 7.04.2016)**

Тип ценной бумаги	Количество выпусков, шт.	Объем эмис- сии/капитали- зации, млрд руб.	Объем эмис- сии с учетом дисконтов/ко- эфф., млрд руб.	Погашение облигаций, входящих в Ломбардный список Банка России (до конца 2016 г.)	
				Количество выпусков, шт.	Объем эмис- сии, млрд руб.
Государственные и региональные облигации					
ОФЗ	39	5 194	5 194	3	286
Региональные облигации	107	436	428	17	52
Корпоративные облигации					
Облигации кредитных организаций и Внешэкономбанка	213	1 332	1 210	44	232
Облигации некредитных организаций	331	3 358	3 125	23	134
Облигации ипотечных агентств	23	125	119	2	6
Облигации с ипотечным покрытием	59	224	203	2	10
МФО	14	69	66	1	5
Еврооблигации					
Государственные еврооблигации	12	2 509	2 459		
Корпоративные еврооблигации	132	7 280	6 497	11	360
Региональные еврооблигации	1	32	29	1	29
Общий итог (облигации)	931	20 559	19 330	104	1 112

Источник: расчеты Банка России.

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

Врезка 1. Обоснование выбора операционного ориентира денежно-кредитной политики Банка России	10
Врезка 2. Модель оценки волатильности валютного курса (Multivariate IGARCH модель).....	17
Врезка 3. Влияние импульсов денежно-кредитной политики Банка России на доходность ОФЗ	21

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

Доля депозитов в иностранной валюте в общем объеме депозитов 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.

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 сде-

лок 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 (деPOSITНЫМ 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.

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.

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, не превышающей коэффициент усреднения, на корреспондентском счете в Банке России в среднем в течение установленного периода.

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 обязатель-

ных резервов, депонированных кредитными организациями на счетах по учету обязательных резервов в Банке России.

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.

Butterfly (BF)

Опционная позиция из опционов с одинаковыми сроками исполнения, котировка которой рассчитывается по формуле: $BF = (CALL + PUT - 2 * ATM) / 2$, где CALL и PUT – значения вмененной волатильности для call- и put-опционов с соответствующими дельтами, а 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 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, или 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)

FFE, или эффективная ставка по федеральным фондам – фактическая средневзвешенная по объемам процентная ставка по операциям кредитования свободными средствами на корреспондентских счетах в ФРС США, совершаемым между американскими банками.

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, или 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
ВЭБ – Внешэкономбанк
ГК АСВ – Государственная корпорация «Агентство по страхованию вкладов»
ДДКП – Департамент денежно-кредитной политики Банка России
ЕС – Европейский союз
ЕЦБ – Европейский центральный банк
долл. – доллары
ИПЦ – индекс потребительских цен
МБК – межбанковские кредиты
млн – миллион
млрд – миллиард
МСБ – малый и средний бизнес
МФО – международная финансовая организация
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
руб. – рубль
СНГ – Содружество Независимых Государств
СФР – страны с формирующимися рынками
США – Соединенные Штаты Америки
трлн – триллион
тыс. – тысяча
УБК – условия банковского кредитования
УК – управляющая компания
ФБ ММВБ – Фондовая биржа ММВБ
ФК – Федеральное казначейство
ФРС – Федеральная резервная система
ACWI – All Country World Index (фондовый индекс, отражающий ситуацию на всемирном фондовом рынке)

BEKK – Baba, Engle, Kraft and Kroner (фамилии разработчиков)

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)

MV – multivariate (многомерная)

rhs – Right-Hand Scale (правая шкала)

RUONIA – Ruble OverNight Index Average (средневзвешенная рублевая ставка, рассчитываемая по фактическим сделкам крупнейших участников российского рынка МБК между собой на срок «овернайт»)

UST – United States Treasuries (облигации Казначейства США)

Y – year (год)

