



Банк России



Февраль 2025 года

# ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ И ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Информационно-аналитический комментарий

11 марта 2025 года

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ И ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ (ФЕВРАЛЬ 2025 Г.)

Индикаторы жесткости денежно-кредитных условий (ДКУ) в январе – феврале менялись разнонаправленно (рис. 1). Временная инфляция и реальные ставки в большинстве сегментов финансового рынка снижались. Депозитные ставки в январе – феврале также снижались, отражая подстройку к снизившимся доходностям ОФЗ и ослабление влияния со стороны норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ) в условиях смягчения графика соблюдения НКЛ за счет собственных высоколиквидных активов, а также замедления роста кредитных портфелей. Жесткость ценовых и неценовых условий на кредитном рынке оставалась высокой. В этих условиях в январе продолжилось замедление годового роста требований банковской системы к экономике. В феврале, по оперативным данным, в розничном сегменте также отмечалось дальнейшее замедление годового роста требований, тогда как в корпоративном годового роста значительно не изменился. В то же время рост денежных агрегатов был поддержан бюджетными потоками.

### ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ТРАНСМИССИЯ

*Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (или денежно-кредитная трансмиссия) – это последовательность связей в экономике, через которые денежно-кредитная политика влияет на спрос и, соответственно, инфляцию. Основу этого механизма составляют ставки и доходности в основных сегментах рынка, влияющие друг на друга (ключевая ставка непосредственно влияет на краткосрочные ставки денежного рынка, краткосрочные ставки – на долгосрочные ставки и доходность ОФЗ, доходность ОФЗ – на доходность корпоративных облигаций, доходности облигаций и долгосрочные ставки денежного рынка – на кредитные и депозитные ставки). Ставки, в свою очередь, действуют на привлекательность сбережений, потребления и инвестиций (процентный канал трансмиссионного механизма), возможности заемщиков предоставлять качественное обеспечение, а банков – наращивать кредитование (кредитный и балансовый каналы), богатство инвесторов (канал благосостояния), курс рубля (валютный канал)<sup>1</sup>.*

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

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

<sup>1</sup> См. приложение 1 к [Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов](#).

# ОТДЕЛЬНЫЕ ИНДИКАТОРЫ ЖЕСТКОСТИ ДКУ И ИХ ИЗМЕНЕНИЯ

## ОТДЕЛЬНЫЕ ИНДИКАТОРЫ ЖЕСТКОСТИ ДКУ И ИХ ИЗМЕНЕНИЯ

Рис. 1



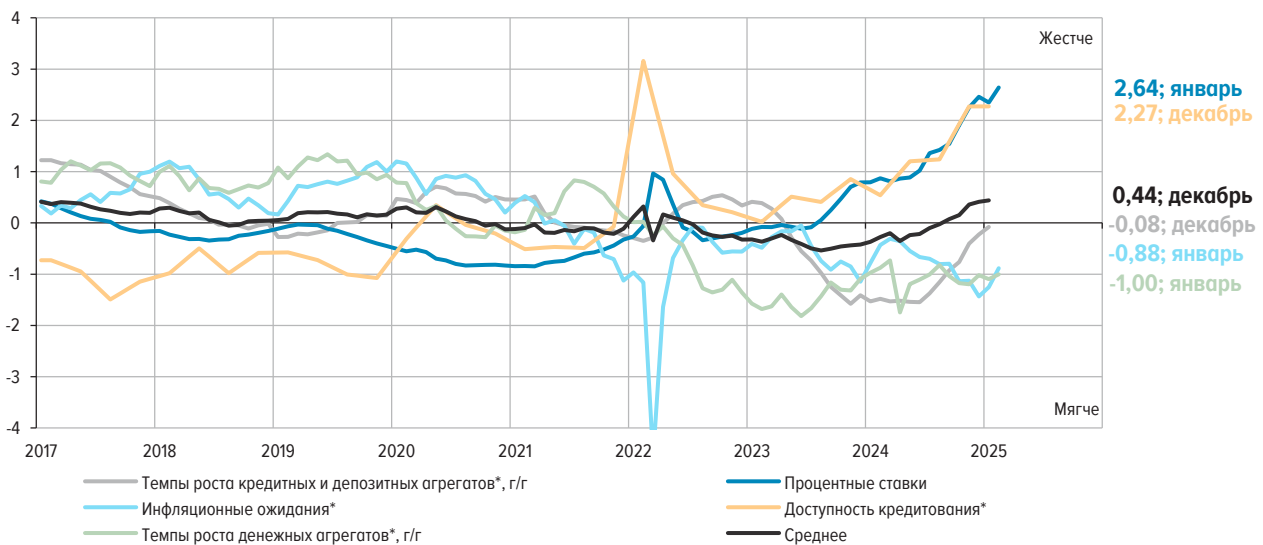
Примечание. Данная панель индикаторов представляет одну из возможных сводных визуализаций значимых показателей, которые целесообразно учитывать при оценке ДКУ и их изменений. Ее не следует рассматривать как всеобъемлющее представление всевозможных индикаторов, имеющих отношение к оценке характера ДКУ и его изменениям. График отражает уровень показателя (z-оценка) относительно распределения значений с января 2017 по январь 2025 г. (левый график) и по февраль 2025 г. (правый график). Круглым маркером обозначен уровень показателя (в стандартных отклонениях) на предыдущую дату. Сдвиг показателя влево относительно предыдущей даты означает смягчение ДКУ, вправо – ужесточение. Z-оценки по высокочастотным показателям (доходности ОФЗ, ставки денежного рынка, валютный курс, спред КОРП-ОФЗ и так далее) рассчитаны по средним значениям за соответствующий месяц. Z-оценка по спреду RUONIA к ключевой ставке исключена из расчета общего среднего показателя ввиду повышенной волатильности.

\* По показателям посчитана обратная z-оценка.

Источник: расчеты Банка России.

## ИСТОРИЧЕСКАЯ ДИНАМИКА ОТДЕЛЬНЫХ ИНДИКАТОРОВ ЖЕСТКОСТИ ДКУ

Рис. 2



\* По показателям посчитана обратная z-оценка.  
Источник: расчеты Банка России.

## Процентные ставки

- **Денежно-кредитная политика и ключевая ставка.** Совет директоров Банка России 14 февраля 2025 г. принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 21% годовых.

По оценке Банка России, достигнутая жесткость ДКУ формирует необходимые предпосылки для возобновления процесса дезинфляции и возвращения инфляции к цели в 2026 году. При этом в базовом сценарии для возвращения инфляции к цели потребуются более продолжительный период поддержания жестких ДКУ в экономике, чем прогнозировалось ранее.

Решение Совета директоров совпало с рыночными ожиданиями. Большинство участников рынка считают, что пик ужесточения ДКУ в этом цикле действует, и ожидают начала ее смягчения в II–III кварталах 2025 года.

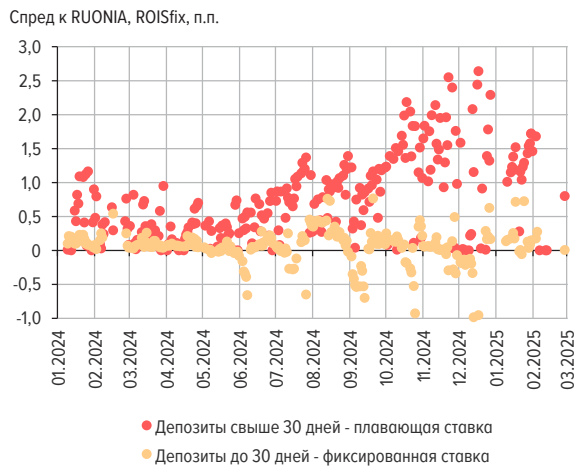
- **Ликвидность банковского сектора и ставки овернайт (RUONIA).** В феврале спред RUONIA к ключевой ставке сузился до -19 б.п. (январь: -28 б.п.)<sup>1</sup>. В течение месяца динамика спреда была неоднородной. В конце январского периода усреднения<sup>2</sup> (ПУ) обязательных резервов (ОР) ставки снизились и спред расширился. В февральском ПУ<sup>3</sup> спред сузился и формировался около нуля. В результате волатильность спреда в феврале выросла до 34 б.п. (январь: 22 б.п.).

Значимым фактором роста ставок МБК овернайт в феврале были бюджетные операции. Федеральное казначейство (ФК) продолжало активно перечислять средства бюджетополучателям в рамках исполнения бюджетных расходов, в том числе авансированных ранее. Для этого ФК сократило объем депозитов и репо в банках. Из-за этого некоторые кредитные организации столкнулись с оттоком ликвидности и увеличили спрос на денежном

<sup>1</sup> Среднее значение спреда RUONIA к ключевой ставке и его волатильность рассчитаны с учетом всех календарных дней месяца. Для дней, за которые расчет RUONIA не был произведен, значение приравнивается к предыдущему дню, за который опубликован индекс. В прошлых выпусках в оценке учитывались только дни, за которые была рассчитана RUONIA.

<sup>2</sup> 15 января – 11 февраля 2025 года.

<sup>3</sup> 12 февраля – 11 марта 2025 года.

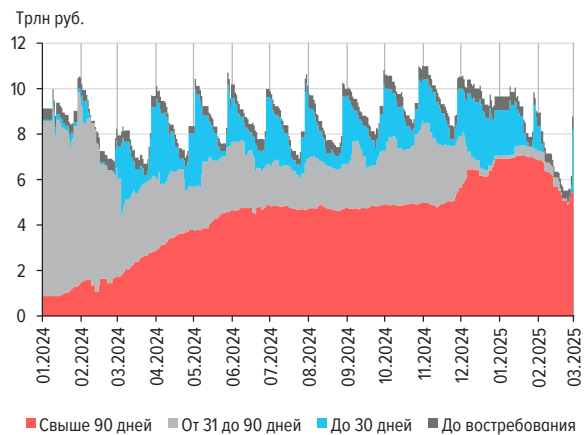
СТАВКИ ПО ДЕПОЗИТАМ ФК  
(С КОРРЕКТИРОВКОЙ НА ИЗДЕРЖКИ ПО ОР)

Источник: расчеты Банка России.

Рис. 3

ЗАДОЛЖЕННОСТЬ БАНКОВ ПО ОПЕРАЦИЯМ ФК

Рис. 4



Источник: расчеты Банка России.

рынке. Вместе с тем объем размещений на длинные сроки немного увеличился. В этих условиях спред в краткосрочном сегменте RUONIA к ключевой ставке сузился.

Для компенсации временных оттоков ликвидности в период, пока полученные от бюджета средства распределялись через операции клиентов по банковскому сектору, системно значимые кредитные организации увеличили использование безотзывных кредитных линий (БКЛ)<sup>4</sup>. На этом фоне спрос на кредиты Банка России оставался вблизи январского уровня, ставки по краткосрочным депозитам юридических лиц снизились до диапазона +0,6–1,0 п.п. к ключевой ставке, а стоимость заимствований овернайт для банков в целом (с учетом операций Банка России) оставалась вблизи ключевой ставки.

В феврале средний профицит ликвидности не изменился и составил 1,0 трлн рублей. Совокупное влияние факторов формирования ликвидности было близко к нейтральному.

Объем наличных денег в обращении сократился, что привело к притоку ликвидности в размере 0,2 трлн рублей. Это значительно выше значений прошлых лет и отличается от сезонной динамики. Это, как и ранее, может быть связано с сохранением высоких ставок по депозитам.

Бюджетные операции в феврале привели к небольшому оттоку ликвидности, Банк России продолжал равномерно зеркалировать нетто-продажи валюты Минфином России за предыдущий год, в том числе в рамках расходования средств Фонда национального благосостояния (ФНБ) для финансирования дефицита бюджета 2024 года<sup>5</sup>.

По мере распределения поступивших бюджетных средств в банковском секторе Банк России в феврале постепенно сокращал объем предоставления ликвидности через аукционы репо на срок 1 месяц. Аукционы длинного репо остаются в перечне инструментов денежно-кредитной политики Банка России и в случае необходимости могут быть использованы для предоставления средств кредитным организациям.

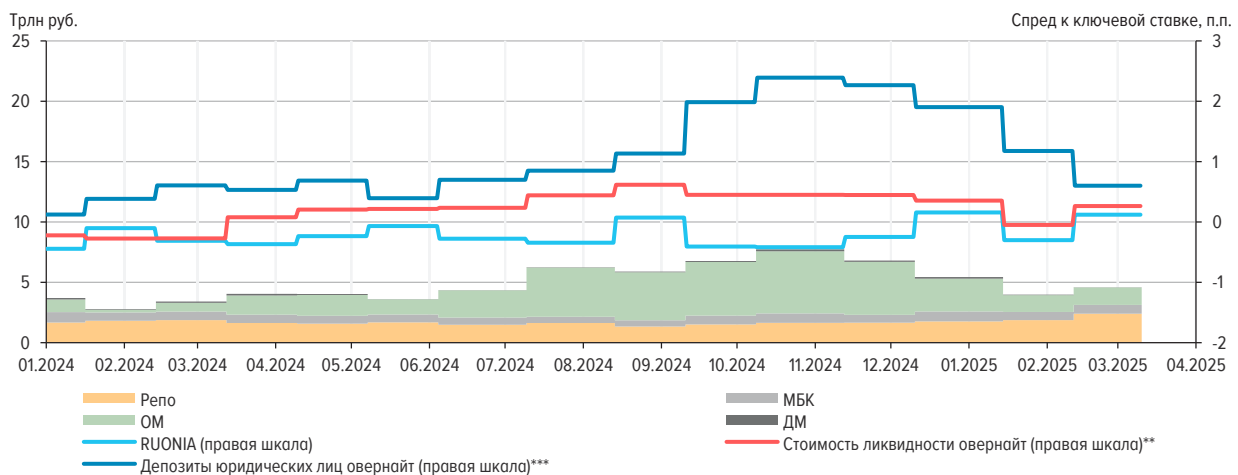
В середине 2025 г. ожидается переход банковского сектора от профицита к дефициту ликвидности. Это произойдет из-за зеркалирования Банком России нетто-продаж валюты из ФНБ, совершенных Минфином России в 2024 г., роста обязательных резервов и небольшого

<sup>4</sup> БКЛ учитываются в расчете НКЛ и позволяют восполнить величину недостатка ВЛА. В конце 2024 г. Банк России ввел послабления по НКЛ (см. пресс-релизы Банка России от [14 ноября](#) и от [16 декабря](#) 2024 года).

<sup>5</sup> См. [Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики от 7 февраля 2025 года](#).

ОБЪЕМ И СТОИМОСТЬ ПРИВЛЕЧЕНИЯ СРЕДСТВ ОВЕРНАЙТ  
(СРЕДНЕЕ ЗА ПЕРИОД УСРЕДНЕНИЯ)\*

Рис. 5



\* Данные по 10.03.2025.

\*\* Стоимость привлечения средств у юридических лиц с корректировкой на ОР. Выборка включает в себя только отдельные сделки крупных юридических лиц, где в назначении платежа указаны параметры сделки.

\*\*\* Средневзвешенная стоимость привлечения средств овернайт на денежном рынке и с учетом операций постоянного действия Банка России.

Источник: расчеты Банка России.

увеличения объема наличных денег в обращении. Это в совокупности приведет к оттоку ликвидности из банков. Прогноз баланса ликвидности на декабрьский ПУ текущего года предполагает дефицит в диапазоне от 1,6 до 2,4 трлн рублей<sup>6</sup>.

- **Денежный рынок.** В феврале кривая ROISfix незначительно сдвинулась вверх на сроках до 1 месяца. Движения кривой на этом участке варьировались в диапазоне от +5 до +26 базисных пунктов. Наибольшие изменения – в направлении снижения – произошли на участке кривой от 6 месяцев (от -200 до -64 б.п.). Участники рынка рассматривают текущий уровень ключевой ставки (21%) как пиковый, ожидая снижения ставки в II–III кварталах 2025 года.

## ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ROISFIX

Табл. 1

Срочность	1w	2w	1M	2M	3M	6M	1Y	2Y
28.02.2025	21,09	21,11	21,12	21,16	21,15	21,14	20,88	18,10
31.01.2025	20,83	20,95	21,07	21,18	21,32	21,78	21,96	20,12
Изменение, б.п.	+26	+16	+5	-2	-17	-64	-108	-202

Источники: ПАО Московская Биржа, НФА.

- **ОФЗ.** В первой половине месяца доходности ОФЗ преимущественно снижались. Причем наибольшие изменения наблюдались в среднем и длинном сегментах кривой. Это было обусловлено ростом спроса на бумаги длинной срочности в связи с ожиданиями участников рынка скорого начала цикла смягчения ДКП и улучшения геополитического фона. После заседания Совета директоров 14 февраля доходности ОФЗ скорректировались вверх ввиду жестких сигналов Банка России. Обновленные параметры среднесрочного прогноза Банка России, включая повышение прогноза по инфляции на 2025 г. и средней ключевой ставки на 2025–2026 гг., продемонстрировали рынку необходимость более длительного поддержания жестких ДКУ. По итогам февраля среднемесячные доходности ОФЗ почти не изменились по сравнению с доходностями месяцем ранее. В этом месяце вмененная инфляция из ОФЗ-ИН 2028 г. выросла (+22 б.п., до 5,45%), оставаясь вблизи уровней, сопоставимых с августом 2022 г., а для ОФЗ-ИН 2032 г. снизилась на 63 б.п., до 6,57%.

<sup>6</sup> См. [Комментарий к среднесрочному прогнозу от 26 февраля 2025 года](#).



## ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ

Табл. 2

Срочность	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
28.02.2025	18,93	17,94	17,25	16,41	15,94	15,52
31.01.2025	18,29	17,86	17,53	17,08	16,81	16,53
Изменение, б.п.	+64	+8	-27	-67	-87	-101
Среднее за февраль 2025 г.	18,91	18,08	17,50	16,77	16,35	15,96
Среднее за январь 2025 г.	18,73	18,08	17,55	16,82	16,35	15,89
Изменение, б.п.	+18	0	-5	-5	0	+7

Ликвидность вторичного рынка ОФЗ существенно выросла. Среднедневной оборот торгов составил 34,5 млрд руб. (в январе: 19,2 млрд руб./день). Структура и поведение участников рынка не изменились. Основными покупателями оставались некредитные финансовые организации, в том числе в рамках доверительного управления (121 млрд руб.). Наблюдался значительный рост активности розничных инвесторов (47 млрд руб.). Крупнейшими нетто-продавцами в феврале оставались СЗКО (-170 млрд руб.).

В феврале Минфин России провел 4 аукционных недели, на каждой из которых предложил только классические ОФЗ-ПД. Спрос на облигации был в основном сформирован СЗКО и другими банками; возросла активность и коллективных инвесторов. Ведомство продолжает предлагать преимущественно длинные бумаги со срочностью 10 и более лет. Премия к доходности вторичного рынка снизилась с рекордных +29 б.п., которые наблюдались в январе, до умеренных +2–13 б.п. при существенно возросших объемах спроса и размещении.

Минфин России установил план по заимствованию на 2025 г. в размере 4,8 трлн руб., на I квартал 2025 г. – 1 трлн руб., из них 0,7 трлн руб. – в долгосрочных выпусках. По итогам первых двух месяцев года ведомство уже привлекло почти 0,8 трлн рублей.

- Рынок корпоративных облигаций.** В феврале снижение доходностей корпоративных облигаций продолжилось. Индекс IFX-Cbonds к концу месяца спустился до 21,90% (-119 б.п. м/м), в большей степени за счет снижения кривой ОФЗ. Средний за месяц спред индекса к доходности ОФЗ также продолжил сужаться, составив 353 б.п. (январь: 390 б.п.), но все еще остается выше среднего значения за 2022–2024 годы. При этом сужение спреда было более выраженным среди бумаг надежных заемщиков, в то время как спреды бумаг с более низким рейтингом почти не изменились: IG – 242 б.п. (-130 б.п. м/м), BB/ruBBB – 1633 б.п. (+20 б.п. м/м), B/ruB – 1425 б.п. (-9 б.п. м/м).

На первичном рынке в феврале корпоративные заемщики привлекли на 40% больше средств, чем месяцем ранее, и в два раза больше, чем в аналогичный период 2024 г. (февраль 2025 г.: 659 млрд руб.; январь 2025 г.: 459 млрд руб., февраль 2024 г.: 378 млрд руб.), включая выпуски в юанях и замещающие облигации. При этом чистый прирост портфеля корпоративных облигаций к началу года пока отрицательный из-за значительных объемов погашений (февраль 2025 г.: 543 млрд руб.) и ниже медианы 2014–2021 гг. (февраль 2025 г.: -0,15%; медиана: 1,25%).

Общий объем рынка корпоративных облигаций на конец февраля составил 31,0 трлн руб. (+23,2% г/г; февраль 2024 г.: 25,6 трлн руб.).

Замещающих облигаций в феврале размещено не было. Доходность индекса замещающих облигаций, по данным Cbonds, снизилась и составила на конец месяца 7,96% (-233 б.п. м/м). Спред к UST со схожей дюрацией сократился относительно конца января на 197 б.п. (январь: 594 б.п.; февраль: 397 б.п.).

## Рублевые ставки банков

- **Депозитные ставки.** Сохранение ключевой ставки неизменной с декабряского заседания в сочетании со снижением доходностей ОФЗ в декабре – январе способствовало снижению средневзвешенных ставок по рублевым депозитам. Ставки по краткосрочным депозитам<sup>7</sup> сократились на 0,5 п.п., до 21,1%, а по долгосрочным – на 0,9 п.п., до 19,9%. При этом стоимость размещения средств на вкладах по-прежнему оставалась выше предыдущих локальных максимумов 2014–2015 и 2022 гг. (рис. 12). Ослабление конкуренции за привлечение средств населения в условиях пересмотра Банком России графика соблюдения НКЛ за счет собственных высоколиквидных активов<sup>8</sup> способствовало тому, что отдельные крупные банки, ранее агрессивно повышавшие депозитные ставки, скорректировали их вниз, внося значимый вклад в январское снижение средневзвешенных ставок. По оперативным данным, в феврале вслед за дальнейшим снижением доходностей ОФЗ банки продолжили понижать ставки привлечения средств, в особенности после принятого Советом директоров Банка России 14 февраля решения о сохранении ключевой ставки на прежнем уровне. Индекс FRG100<sup>9</sup> в феврале снизился еще на 0,3 п.п. после снижения на 0,2 п.п. в январе (рис. 13).
- **Корпоративные кредитные ставки.** Согласно предварительным данным, в январе средняя ставка для корпоративных заемщиков<sup>10</sup> по краткосрочным кредитам сложилась вблизи уровня предыдущего месяца, а по долгосрочным кредитам заметно возросла. Это может быть связано с сокращением в выдачах доли кредитов с пониженными ставками, слабо чувствительными к рыночной конъюнктуре, на фоне существенного притока средств на счета бюджетополучателей в рамках доведения расходов по госзаказу.
- **Розничные кредитные ставки.** Динамика ставок на разных сегментах розничного кредитного рынка в январе была неоднородной. Средняя ставка по кредитам физическим лицам в краткосрочном сегменте после резкого взлета в декабре 2024 г. снизилась на 3,7 процентного пункта. В долгосрочном сегменте средняя ставка, напротив, выросла на 3,2 п.п. за счет снижения доли в выдачах ипотечных жилищных кредитов и роста ставок по потребительским кредитам. При этом средневзвешенная ставка по рублевым ипотечным жилищным кредитам в январе составила 8,3%, снизившись за месяц на 0,2 п.п., что связано с дальнейшим увеличением в оборотах рынка доли кредитов, предоставленных на льготных условиях. По оперативным данным, в феврале ставки по кредитам населению в целом сохранились вблизи январских уровней.

## Темпы роста кредитных и депозитных агрегатов

- **Депозиты населения.** Население продолжило размещать средства на депозитах в банках благодаря высоким депозитным ставкам. Так, в январе отмечался дальнейший рост остатков на срочных депозитах, близкий к исторически максимальному для данного месяца притоку, достигнутому в январе прошлого года. Остатки на переводных депозитах сезонно снизились.

<sup>7</sup> Ставки по краткосрочным депозитам – на сроки до года, кроме «до востребования», по краткосрочным кредитам – на сроки до года, по долгосрочным депозитам и кредитам – на сроки свыше года.

<sup>8</sup> [Пресс-релиз Банка России](#) от 16 декабря 2024 года.

<sup>9</sup> Средняя ставка 80 крупнейших депозитных банков по вкладам сроком 1 год на сумму от 100 тыс. руб., по данным информационного агентства Frank RG.

<sup>10</sup> Ставки по кредитам, предоставленным российскими банками неаффилированным заемщикам – нефинансовым организациям по фиксированной ставке. См. [Методологические комментарии к таблицам раздела «Процентные ставки по кредитам и депозитам и структура кредитов и депозитов по срочности»](#).



В результате за месяц рублевые депозиты населения<sup>11</sup> сократились, а их годовой прирост<sup>12</sup> в январе сложился вблизи уровня предыдущего месяца, составив 30,9% после 31,0% в декабре (рис. 14). Валютные депозиты населения за месяц незначительно выросли, при этом валютизация депозитов продолжает обновлять исторические минимумы. В феврале, по оперативным данным, сохранился приток средств населения в банки, в основном за счет срочного сегмента.

- **Требования банковской системы к организациям.** В январе годовой темп прироста требований банковской системы к организациям снизился до 17,9% с 19,0% на конец декабря 2024 г. (рис. 15). Рублевые требования к нефинансовым организациям за месяц сократились на 0,7%. Требования к нефинансовым организациям в иностранной валюте, напротив, выросли в январе на 1,3%. Среди причин такой динамики рублевой составляющей, помимо обычной сезонности, можно выделить остающиеся на высоком уровне кредитные ставки, что носит сдерживающий характер с точки зрения спроса на банковский кредит, и динамику бюджетных потоков, позволяющую заемщикам гасить свою текущую задолженность. Кроме того, банкам необходимо поддерживать достаточность капитала и восстанавливать надбавки (при этом возможности по пополнению капитала ограничены), что также может сдерживать наращивание кредитования. С точки зрения срочной структуры портфеля кредитов нефинансовым организациям можно отметить, что основное снижение наблюдалось в среднесрочной его части (от года до трех лет). При этом объем краткосрочных кредитов, преимущественно служащих для обеспечения текущей хозяйственной деятельности, остался практически неизменным. Менее чувствительным к факторам, указанным выше, оказался и портфель долгосрочных (свыше трех лет) рублевых кредитов, продемонстрировавший в январе относительно небольшое снижение. По оперативным данным, в феврале годовой прирост требований банковской системы к организациям существенно не изменился.
- **Требования банковской системы к населению.** В январе продолжилось замедление годового роста розничного кредитования. На такую динамику повлиял сохраняющийся высокий уровень кредитных ставок. По итогам месяца годовой темп прироста требований банковской системы к населению составил 8,6% против 9,7% в декабре (рис. 15). Замедление отмечалось во всех сегментах розничного кредитования<sup>13</sup>, кроме сегмента кредитных карт (рис. 16). Прирост портфеля ипотечных жилищных кредитов в январе замедлился до 9,1% с 10,4% по итогам декабря 2024 года. Выдачи рублевых ипотечных жилищных кредитов в январе снизились, в том числе за счет сезонности, и составили 127 млрд рублей. По оперативным данным, в феврале рост выдачи ипотеки возобновился, а годовой прирост требований банковской системы к населению продолжил свое снижение.

## Темпы роста денежных агрегатов

- **Денежная масса.** Динамика агрегатов денежной массы в январе была неоднородной: годовой темп прироста денежной массы в национальном определении (M2) не изменился, составив 19,2%, а широкой денежной массы (M2X) с исключением валютной переоценки вырос на 0,5 п.п.,

<sup>11</sup> Здесь и далее в состав депозитов населения включаются переводные депозиты и другие депозиты в соответствии с [Методологическим комментарием к Обзору банковской системы](#).

<sup>12</sup> Здесь и далее приросты балансовых показателей рассчитаны по [Обзору банковской системы](#) на соответствующую отчетную дату. Приросты валютных требований и депозитов рассчитаны в долларовом эквиваленте. При расчете приростов показателей, включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу.

<sup>13</sup> Приросты показателей кредитных портфелей рассчитаны с учетом приобретенных прав требований по данным отчетности действующих кредитных организаций, внесенных в Книгу государственной регистрации на соответствующую отчетную дату. При расчете приростов показателей, включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу доллара США к рублю.

до 15,5%, за счет увеличения валютных депозитов организаций. Темпы роста денежного предложения несколько снизились по сравнению с октябрём – ноябрём 2024 г., но по-прежнему остаются на высоком уровне, несмотря на замедление кредитной активности (рис. 18). По оперативным данным, в феврале произошло некоторое замедление годового прироста денежных агрегатов.

- **Источники денежного предложения.** В январе продолжилось замедление роста требований<sup>14</sup> банковской системы к экономике: вклад требований в годовое изменение M2X снизился с 18 п.п. в декабре до 16,9 п.п. в январе. Вклад бюджетных операций в годовое изменение M2X продолжил рост, составив 2,9 п.п. по итогам месяца против 2,2 п.п. в декабре.
- **Компоненты денежной массы.** В структуре прироста денежной массы не произошло значительных изменений. Основной вклад продолжают вносить рублевые депозиты населения. Доля наличных рублей в обращении в M2 снизилась до 14,4%.

- **Обменный курс (валютный канал)**

По итогам февраля рубль снова укрепился по отношению к основным иностранным валютам (табл. 3), что отчасти связано с ожиданиями участников рынка снижения геополитической напряженности и возможного смягчения санкционной политики. Укреплению рубля также способствовал рост чистых продаж валютной выручки на фоне высоких цен на нефть в январе. Среднемесячные значения курсов укрепились на 7,9% к доллару США, на 7,4% к евро и на 13,8% к юаню.

Спред курса доллара США к рублю, рассчитанного на внебиржевых котировках, и кросс-курса, рассчитанного через USD/CNY и USD/CNH, в феврале был умеренный и находился в диапазоне от -0,2 до 3,69%. Кратковременные колебания спреда в большей степени связаны с перетоками ликвидности между отдельными сегментами валютного рынка.

#### ИЗМЕНЕНИЕ КУРСА РУБЛЯ

Табл. 3

	USD/RUB (Банк России)	EUR/RUB (Банк России)	CNY/RUB (ММВБ)
28.02.2025	87,70	92,04	12,12
31.01.2025	98,01	102,78	13,35
Изменение, %	-10,52	-10,45	-9,22
В среднем за февраль 2025 г.	92,93	97,00	12,59
В среднем за январь 2025 г.	100,87	104,74	13,62
Изменение, %	-7,87	-7,40	-13,84

Примечание. «+» – ослабление рубля, «-» – укрепление рубля.  
Источники: ПАО Московская Биржа, расчеты Банка России.

**Реальный эффективный курс рубля (REER)**, рассчитанный по отношению к валютам основных внешнеторговых партнеров, в январе укрепился на 3,1% (ослабление на 0,3% г/г). По предварительным данным, за февраль REER укрепился на 11,8% относительно января и стал выше своего медианного значения последних лет (+7,7% к медиане с января 2015 г. по январь 2025 г.).

<sup>14</sup> Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым и финансовым организациям и населению в валюте Российской Федерации, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевые ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением.

### • Российский рынок акций

Российский рынок акций в феврале вырос по сравнению с январскими значениями. На конец месяца Индекс МосБиржи был равен 3200 п. (+8,5% м/м), а индекс волатильности (RVI) в конце февраля составил 44 п. (+10 п. м/м).

В течение месяца на динамику индекса оказывали влияние преимущественно геополитические факторы и укрепление курса рубля.

По итогам месяца динамика отраслевых индексов оказалась разнонаправленной: значительный рост наблюдался в транспортной (+13,2% м/м), финансовой (+9% м/м) отраслях, а также в секторе металлов и добычи (+10,9% м/м), при этом спад произошел в отраслях химии и нефтехимии (-3,2% м/м), ИТ (-3,1% м/м) и в отрасли строительных компаний (-2,2% м/м). На динамике отраслей сказывались геополитические факторы, новости о санкциях, а также отчетности отдельных компаний за 2024 год.

### • Внешние рынки

Средневзвешенная (по ВВП) ключевая ставка в странах с развитыми рынками в феврале немного снизилась (-11 б.п., до 3,38%). Некоторые страны продолжают цикл смягчения ДКП, включая Великобританию (-25 б.п., до 4,5%), Швецию (-25 б.п., 2,25%), Австралию (-25 б.п., до 4,1%), Новую Зеландию (-50 б.п., до 3,75%), Исландию (-50 б.п., до 8%), Корею (-25 б.п., до 2,75%), Чехию (-25 б.п., до 3,75%) и еврозону (-25 б.п., до 2,75%). Средневзвешенная ставка в странах с развивающимися рынками продемонстрировала аналогичную динамику, преимущественно за счет Кении (-50 б.п., до 10,75%), Мексики (-50 б.п., до 9,5%), Таиланда (-25 б.п., до 2%), Индии (-25 б.п., до 6,25%), Армении (-25 б.п., до 4,75%). Но в отдельных странах наблюдалось повышение ставки: Уругвай (+25 б.п., до 9%), Молдова (+90 б.п., до 6,5%).

Среднемесячные доходности американских казначейских облигаций по итогам февраля снизились по всей длине (табл. 4). Это произошло на фоне максимального с 2021 г. снижения индекса потребительского доверия с 105,3 до 98,3 п. и публикации статистики по инфляции. Годовые темпы роста индекса PCE в январе замедлились до 2,5%, а фактические расходы населения снизились на 0,2% по сравнению с декабрем при ожидаемом росте в 0,1%.

За февраль доходности европейских облигаций значительно не изменились: произошло снижение на 7–10 б.п. по всей длине. В первой половине месяца ценные бумаги демонстрировали рост, затем – спад, на динамику доходностей оказывали влияние снижение ставки ЕЦБ, парламентские выборы в Германии и обсуждение дополнительных оборонных расходов.

### ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ UST

Табл. 4

Срочность	2Y	5Y	10Y
28.02.2025	3,99	4,03	4,24
31.01.2025	4,22	4,36	4,58
Изменение, б.п.	-23	-33	-34
Среднее за февраль 2025 г.	4,21	4,28	4,45
Среднее за январь 2025 г.	4,27	4,43	4,63
Изменение, б.п.	-6	-15	-18

Источники: *Sbonds*, расчеты Банка России.

Индекс доллара США DXY снизился до 107,6 п. (-0,85%). Большинство валют СФР в феврале демонстрировало укрепление относительно доллара США (BRLUSD: -0,8%; CNYUSD: -0,4%; TRYUSD: -1,85%; MXNUSD: +0,7%). В этом месяце DXY достигал 11-недельного минимума в 106,1 п. ввиду снижения доходностей UST и геополитической неопределенности.

По итогам февраля мировые рынки акций демонстрировали разнонаправленную динамику (S&P 500: -1,5%; Stoxx 600: +3,3%; Nikkei 225: -6,1%; SSE Composite: +2,2%; Nifty 50: -5,88%; MSCI ACWI: -0,7%). Рынок акций США снизился на фоне возросшей неопределенности относительно экономического роста в условиях торговых войн, а на динамику индексов азиатских, латиноамериканских рынков оказывали влияние заявления администрации США о введении торговых пошлин.

## Таблицы и графики

ОЖИДАЕТСЯ, ЧТО В СЕРЕДИНЕ 2025 Г. БАНКОВСКИЙ СЕКТОР ПЕРЕЙДЕТ ОТ ПРОФИЦИТА К ДЕФИЦИТУ ЛИКВИДНОСТИ. К КОНЦУ ГОДА ЕГО ВЕЛИЧИНА СОСТАВИТ 1,6–2,4 ТРЛН РУБЛЕЙ (ТРЛН РУБ.)

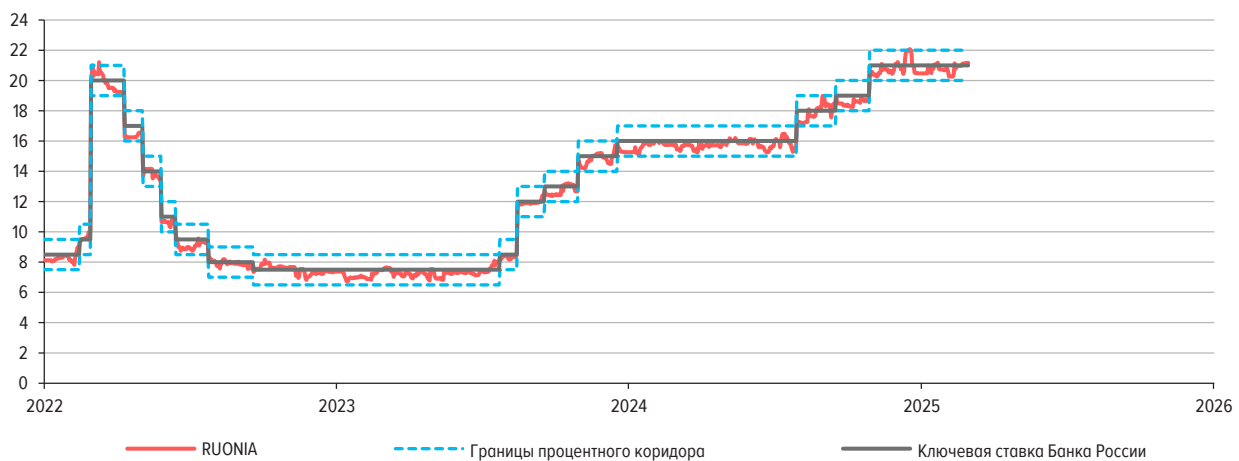
Табл. 5

	2024	Январь – февраль 2025	Февраль 2025	2025 (прогноз)
<b>Дефицит (+) / профицит (-) ликвидности, на начало периода</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,6</b>
Приток (+) / отток (-) ликвидности:	-0,6	1,6	0,0	[-1,8; -1,0]
– изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции*	0,4	0,9	-0,2	[-0,6; -0,4]
– изменение наличных денег в обращении	-0,2	0,8	0,2	[-0,7; -0,3]
– изменение обязательных резервов	-0,8	0,0	0,0	[-0,5; -0,3]
<b>Дефицит (+) / профицит (-) ликвидности, на конец периода</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,1</b>		<b>[1,6; 2,4]</b>

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

ДИНАМИКА СТАВКИ RUONIA (%)

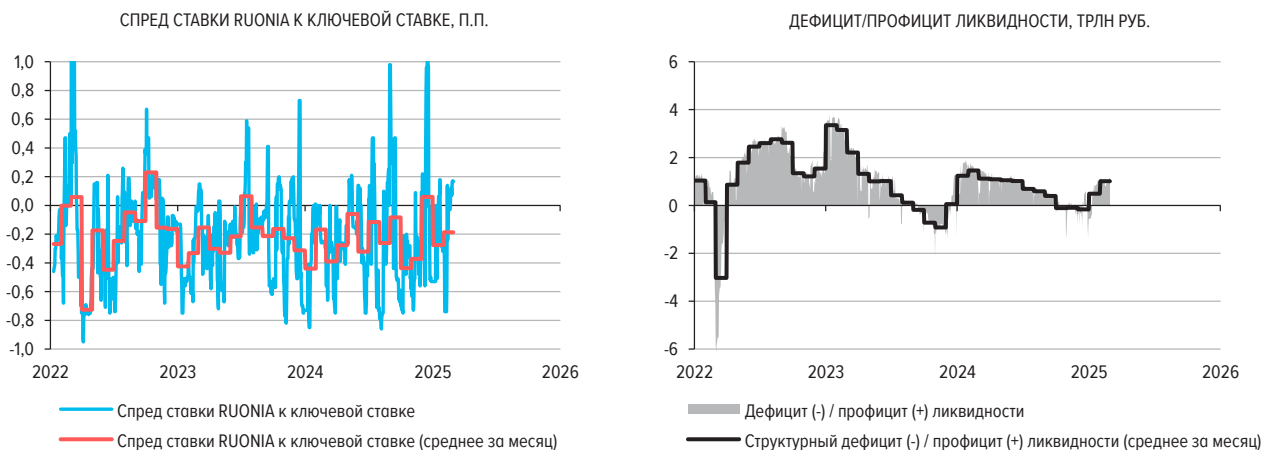
Рис. 6



Источник: расчеты Банка России.

СПРЕД RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ В СРЕДНЕМ ЗА ФЕВРАЛЬ СУЗИЛСЯ

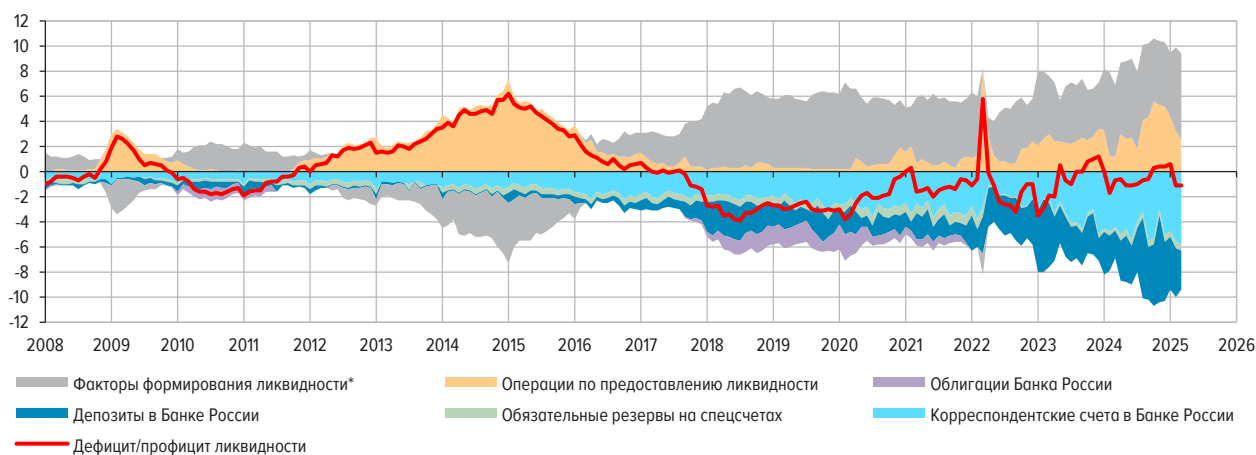
Рис. 7



Источник: расчеты Банка России.

БАЛАНС БАНКА РОССИИ  
(ТРЛН РУБ.)

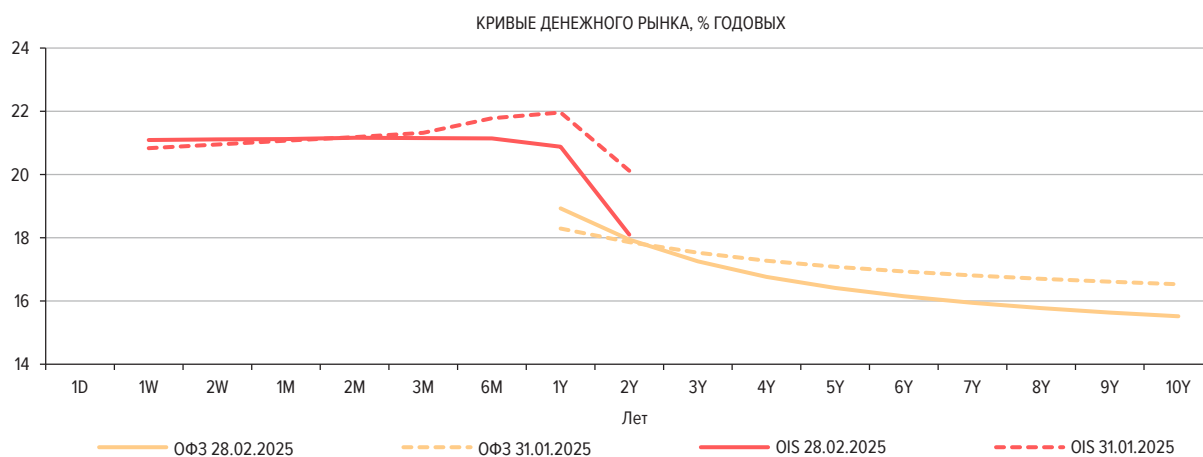
Рис. 8



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

## В ФЕВРАЛЕ КРИВЫЕ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА СДВИНУЛИСЬ ВНИЗ НА ДЛИННЫХ СРОКАХ

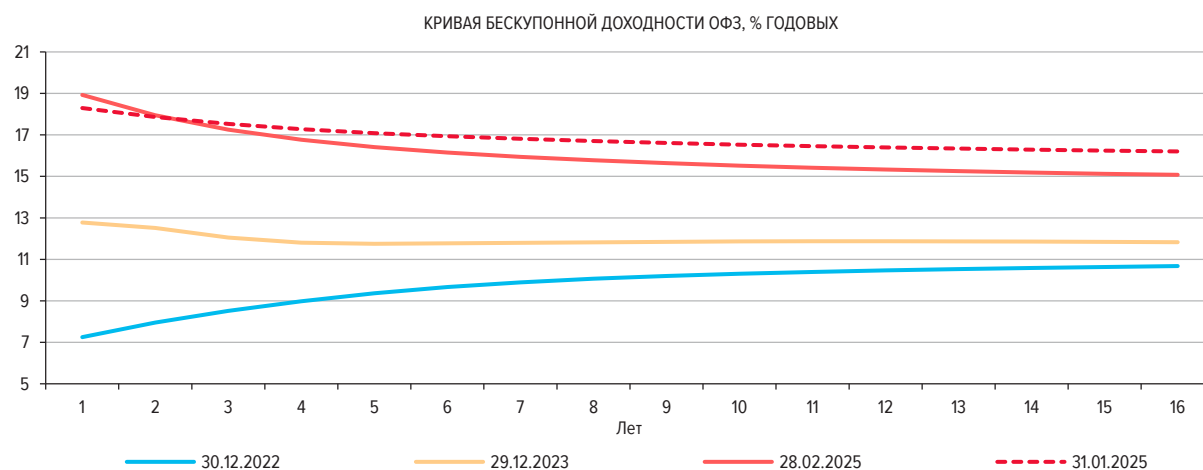
Рис. 9



Источники: ПАО Московская Биржа, НФА.

## ДОХОДНОСТИ ОФЗ СНИЗИЛИСЬ ПО ВСЕЙ ДЛИНЕ, КРОМЕ 1У

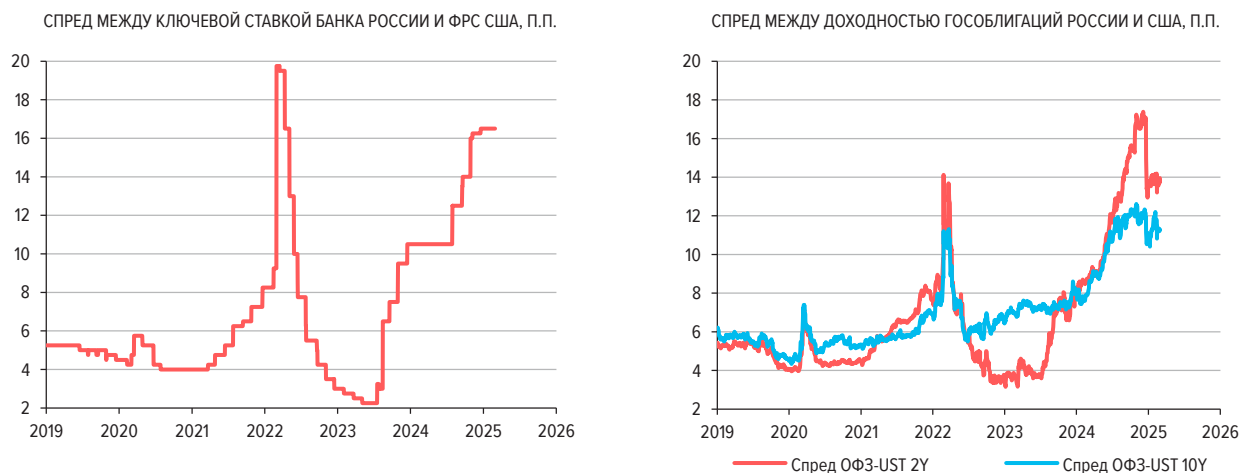
Рис. 10



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

## СПРЕД МЕЖДУ ДОХОДНОСТЬЮ ГОСОБЛИГАЦИЙ РОССИИ И США РАСШИРИЛСЯ

Рис. 11

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

## В ЯНВАРЕ НАБЛЮДАЛОСЬ СНИЖЕНИЕ ДЕПОЗИТНЫХ СТАВОК

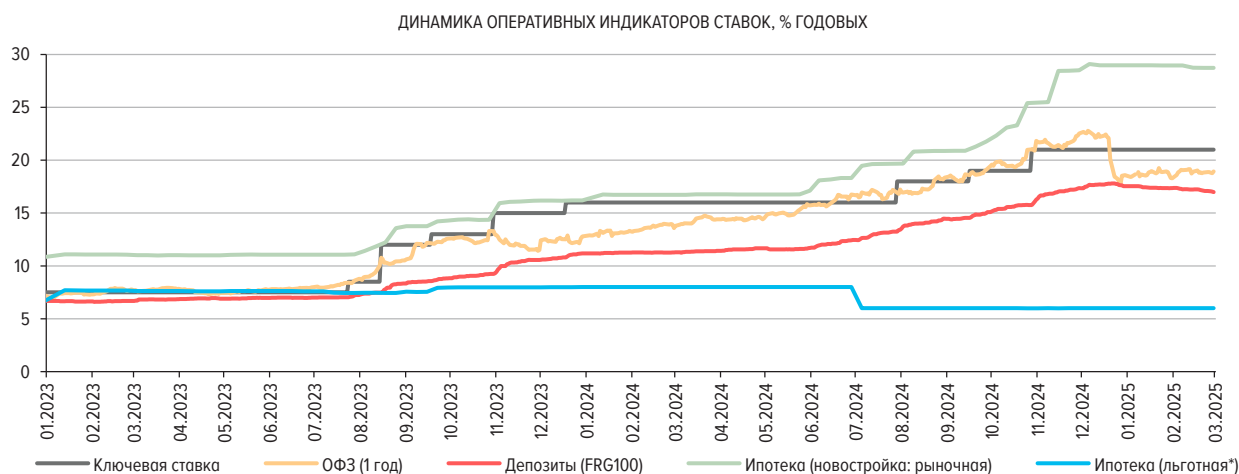
Рис. 12



Источник: Банк России.

## В ФЕВРАЛЕ СНИЖЕНИЕ ДЕПОЗИТНЫХ СТАВОК ПРОДОЛЖИЛОСЬ, СТАВКИ ПО КРЕДИТАМ НАСЕЛЕНИЮ СОХРАНИЛИСЬ ВБЛИЗИ УРОВНЯ ЯНВАРЯ

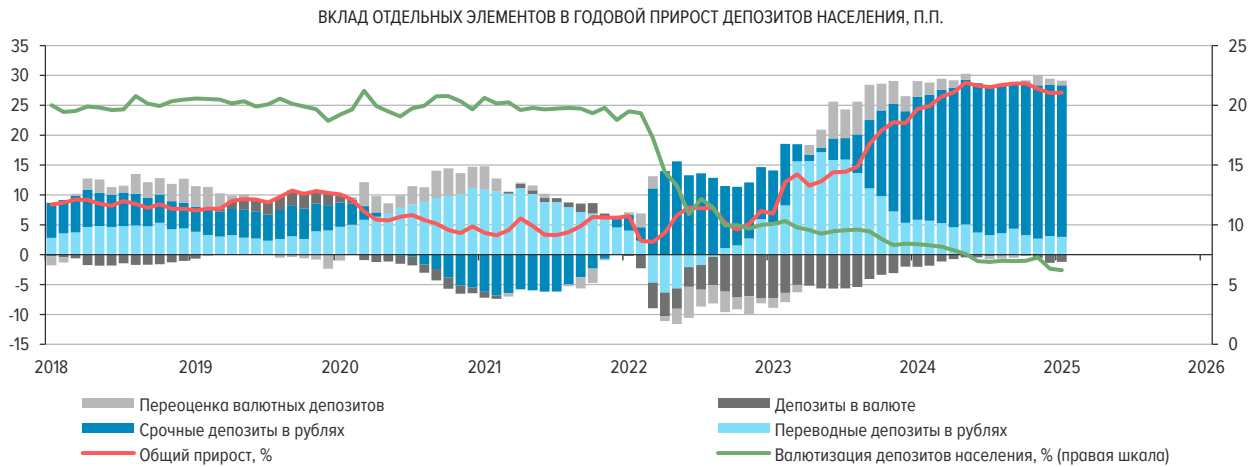
Рис. 13

\* До 01.07.2024 – ставка по программе «Льготная ипотека», с 01.07.2024 – ставка по программе «Семейная ипотека».  
Источники: Банк России, *Frank RG*, АО «ДОМ.РФ».



## СОХРАНИЛСЯ ПРИТОК СРЕДСТВ НА РУБЛЕВЫЕ СРОЧНЫЕ ДЕПОЗИТЫ В ЯНВАРЕ

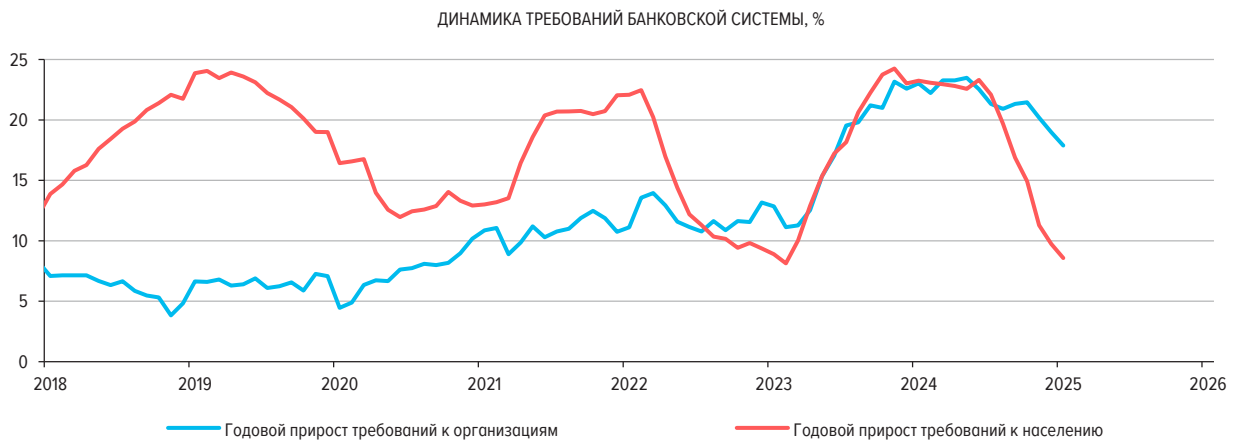
Рис. 14



Источник: расчеты Банка России.

## В ЯНВАРЕ ПРОДОЛЖИЛОСЬ ЗАМЕДЛЕНИЕ ПРИРОСТА ТРЕБОВАНИЙ К КОРПОРАТИВНЫМ И РОЗНИЧНЫМ ЗАЕМЩИКАМ

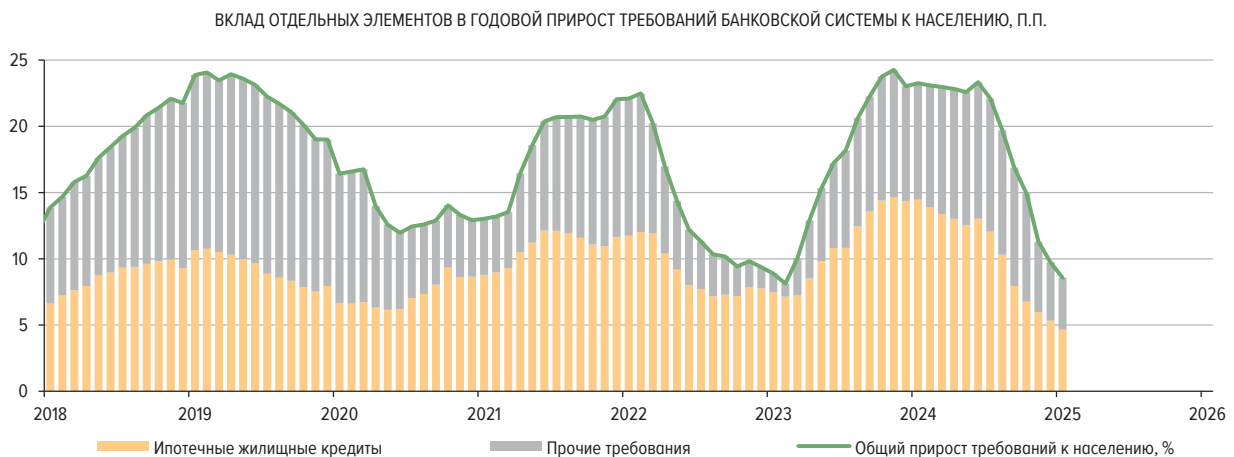
Рис. 15



Источник: расчеты Банка России.

## СНИЖЕНИЕ АКТИВНОСТИ В ЯНВАРЕ ОТМЕЧАЛОСЬ ВО ВСЕХ СЕГМЕНТАХ РОЗНИЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ

Рис. 16



Источник: расчеты Банка России.

## УСЛОВИЯ БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ В IV КВАРТАЛЕ 2024 Г. СУЩЕСТВЕННО УЖЕСТОЧИЛИСЬ

Рис. 17



\* Пунктиром обозначены ожидания банков-респондентов относительно изменений условий кредитования и спроса на кредиты в IV квартале 2024 года.  
Источник: Банк России.

## ИНДИКАТОРЫ КРЕДИТНОГО И ДЕПОЗИТНОГО РЫНКОВ

Табл. 6

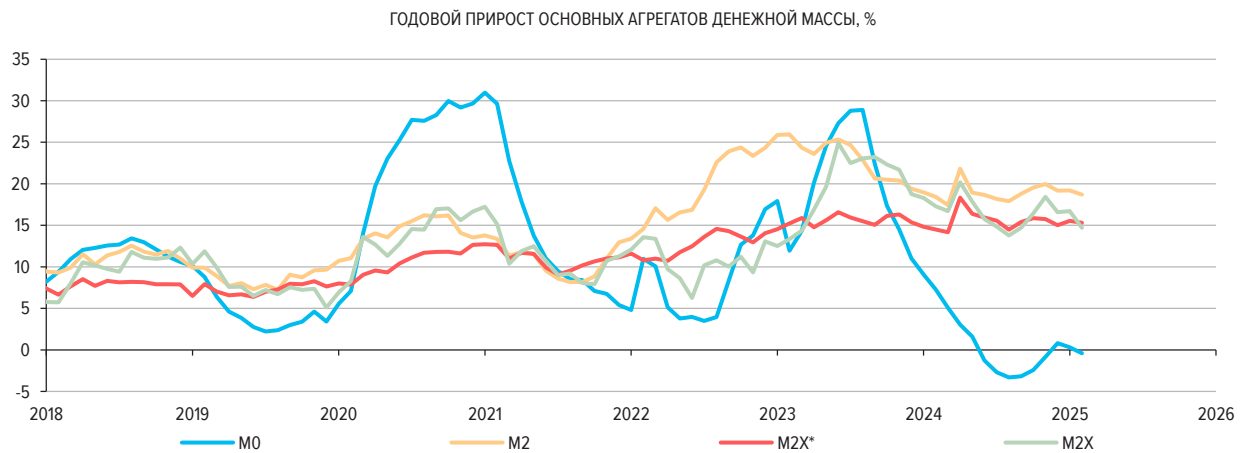
		Октябрь 2024	Ноябрь 2024	Декабрь 2024	Январь 2025
<b>Ставки по долгосрочным рублевым банковским операциям</b>					
депозиты населения	% годовых	18,7	20,2	20,9	19,9
кредиты населению	% годовых	19,1	19,2	19,2	22,4
кредиты организациям	% годовых	15,8	15,7	14,6	-
<b>Депозиты населения</b>	<b>% г/г, ИВП</b>	<b>28,7</b>	<b>27,8</b>	<b>27,1</b>	<b>27,1</b>
в рублях	% г/г	31,6	30,9	31,0	30,9
в иностранной валюте	% г/г	-1,8	-6,4	-15,0	-13,7
валютизация	%	7,0	7,3	6,3	6,2
<b>Требования банковской системы к экономике</b>	<b>% г/г, ИВП</b>	<b>19,6</b>	<b>17,6</b>	<b>16,3</b>	<b>15,2</b>
к организациям	% г/г, ИВП	21,5	20,2	19,0	17,9
к населению	% г/г, ИВП	14,9	11,3	9,7	8,6
<b>Денежная масса (M2)</b>	<b>% г/г</b>	<b>19,5</b>	<b>20,0</b>	<b>19,2</b>	<b>19,2</b>
<b>Широкая денежная масса (M2X)</b>	<b>% г/г, ИВП</b>	<b>15,9</b>	<b>15,7</b>	<b>15,0</b>	<b>15,5</b>

Примечание. Г/г – к соответствующему периоду предыдущего года, ИВП – с исключением валютной переоценки. Для исключения валютной переоценки используется декомпозиция Маршалла – Эджуорта.

Источник: расчеты Банка России.

## В ФЕВРАЛЕ НАБЛЮДАЛОСЬ ЗАМЕДЛЕНИЕ РОСТА ДЕНЕЖНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ

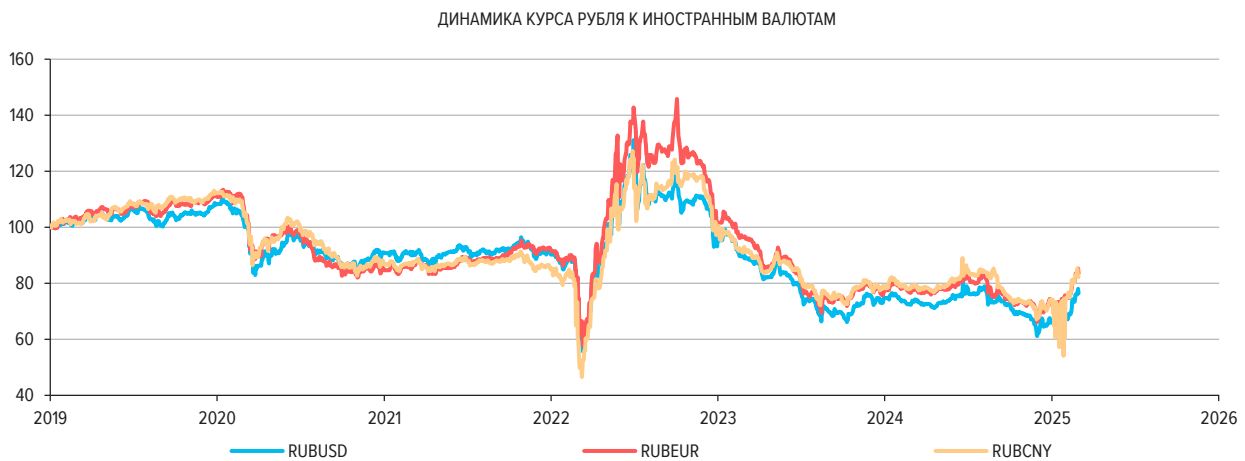
Рис. 18



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

В ФЕВРАЛЕ РУБЛЬ СНОВА УКРЕПЛЯЛСЯ НА ФОНЕ СНИЖЕНИЯ ГЕОПОЛИТИЧЕСКОЙ НАПРЯЖЕННОСТИ  
(02.01.2019 = 100)

Рис. 19



Источники: Sbondz, расчеты Банка России.

## РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК ДЕМОНСТРИРОВАЛ ПОЛОЖИТЕЛЬНУЮ ДИНАМИКУ ВО ВСЕХ СЕГМЕНТАХ

Табл. 7

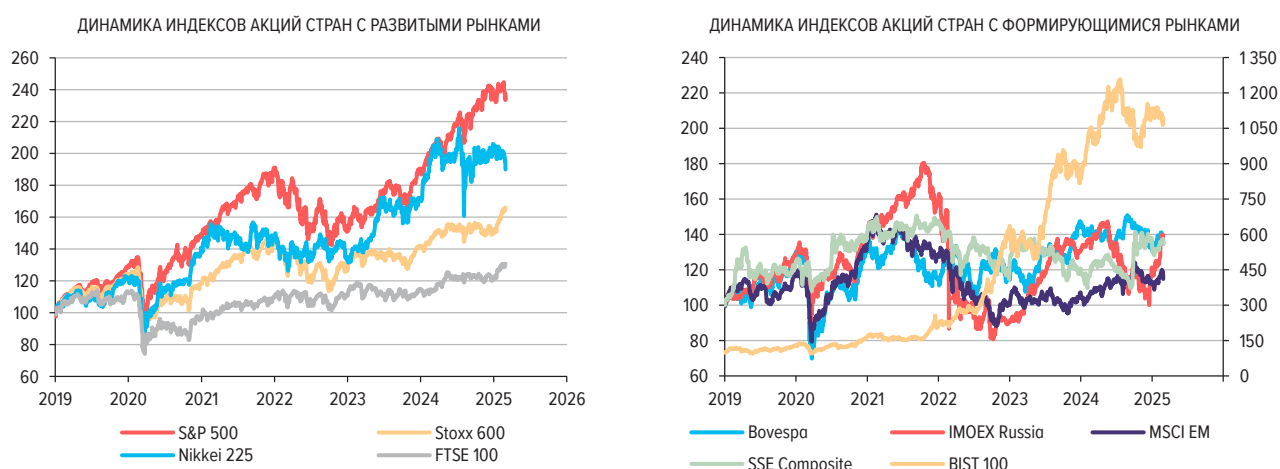
Показатель		28.02.2025	1М	3М	6М	YTD	1Y
<b>Российский финансовый рынок («+» – положительная динамика, «-» – негативная динамика)</b>							
Курс рубля к доллару США		87,70	10,5	18,8	4,1	13,8	4,7
Индекс МосБиржи		3 200	8,6	25,6	20,8	11,0	-0,8
Индекс РТС		1 142	20,3	56,0	24,8	27,9	2,5
Доходность государственных облигаций		15,98	-88	-193	-48	-6	351
Доходность корпоративных облигаций		21,90	-119	-369	229	-10	698
Доходность региональных облигаций		19,14	-108	-249	129	-66	558
RVI		44	10	-15	9	9	24
<b>Курсы валют (за доллар США, изменение в %, «+» – укрепление, «-» – ослабление)</b>							
ПРС*	Индекс доллара США	107,61	-0,7	1,4	5,8	-0,8	3,5
	Евро	1,04	0,0	-1,7	-6,1	0,2	-4,3
	Японская иена	150,52	-3,0	-0,6	3,0	-4,4	-0,1
	Фунт стерлингов	1,26	1,5	-0,8	-4,2	0,5	-0,6
СФР	Рубль	89,37	9,3	17,3	1,4	21,4	2,2
	Бразильский реал	5,89	-0,7	1,8	-4,9	4,8	-18,4
	Мексиканское песо	20,54	0,8	-0,5	-4,1	1,5	-20,1
	Китайский юань	7,27	-1,2	-0,3	-2,5	0,4	-1,0
	Турецкая лира	36,51	-1,8	-5,5	-7,1	-3,2	-17,0
	ЮАР	18,71	-0,2	-3,3	-5,0	0,9	3,0
<b>Доходность 10-летних облигаций (% годовых, изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)</b>							
ПРС	США	4,24	-34	-1	33	-34	-3
	Германия	2,41	-5	28	11	4	-5
	Япония	1,37	13	-290	48	-319	68
	Великобритания	4,48	-6	343	47	340	30
СФР	Россия	15,52	-101	-77	-26	30	323
	Бразилия	15,02	19	176	299	-13	423
	Мексика	9,85	-57	-44	-24	-57	26
	Китай	1,78	14	-28	-41	11	-61
	Турция	27,71	91	28	97	56	70
	ЮАР	10,53	15	158	133	150	34
<b>CDS-спреды 5Y (б.п., изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)</b>							
ПРС	США	34	2	4	1	5	-2
	Германия	12	-1	0	3	-2	1
	Япония	16	-4	-4	-4	-4	-4
	Великобритания	19	-4	0	-3	-2	-10
СФР	Бразилия	174	3	19	29	-33	52
	Мексика	116	-11	-6	13	-20	33
	Китай	48	-8	-17	-13	-18	-19
	Турция	248	3	0	-13	-6	-28
	ЮАР	195	2	10	0	4	-34
<b>Индексы акций (п., изменение в %, «+» – рост, «-» – снижение)</b>							
ПРС	S&P 500	5 955	-1,42	-0,7	5,4	1,2	17,5
	Stoxx 600	557	3,27	9,8	6,1	9,8	12,7
	Nikkei 225	37 156	-6,11	-3,1	-3,9	-6,9	-5,2
	FTSE 100	8 810	1,57	6,4	5,2	7,8	15,5
СФР	MSCI EM	1 097	0,36	1,6	0,2	2,0	7,7
	Bovespa	122 799	-2,64	-1,5	-9,7	2,1	-5,7
	IPC Mexico	52 377	2,31	5,0	0,8	5,7	-5,4
	SSE Composite	3 321	2,16	0,8	16,8	-0,9	12,3
	BIST 100	9 659	-3,46	0,2	-1,8	-1,7	6,6
	FTSE/JSE	85 943	-0,02	1,4	2,6	2,2	19,0

\* Промышленно развитые страны.

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

В ФЕВРАЛЕ ИНДЕКСЫ АКЦИЙ ПОКАЗЫВАЛИ РАЗНОНАПРАВЛЕННУЮ ДИНАМИКУ  
(02.01.2019 = 100)

Рис. 20



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

## Даты отсечения данных:

- в разделе «Процентные ставки» – 28.02.2025;
- в разделе «Рублевые ставки банков» – 01.01.2025, для оперативных данных – 31.01.2025;
- в разделе «Темпы роста кредитных и депозитных агрегатов» – 01.01.2025;
- в разделе «Темпы роста денежных агрегатов» – 01.01.2025, для оперативных данных – 01.02.2025.

Электронная версия [информационно-аналитического комментария](#) размещена на официальном сайте Банка России.

Вы можете направить предложения и замечания по адресу: [svc\\_analysis@cbr.ru](mailto:svc_analysis@cbr.ru).

Материал подготовлен Департаментом денежно-кредитной политики.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2025