



Банк России



Январь 2025 года

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ И ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Информационно-аналитический комментарий

7 февраля 2025 года

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

Индикаторы жесткости денежно-кредитных условий (ДКУ) в декабре 2024 – январе 2025 г. менялись разнонаправленно (рис. 1). Номинальные ставки в большинстве сегментов финансового рынка снижались. Это отражало переоценку рыночных ожиданий по дальнейшей траектории ключевой ставки. Реальные доходности тоже несколько уменьшились, но пока остаются вблизи исторических максимумов. Высокие кредитные ставки в сочетании с ужесточением неценовых условий кредитования и погашением кредитов за счет поступивших в конце года бюджетных средств способствовали замедлению роста требований банковской системы к экономике в декабре и, по оперативным данным, в январе. Рост денежных агрегатов замедлялся в этот период, но был существенно поддержан денежными потоками.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ТРАНСМИССИЯ

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (или денежно-кредитная трансмиссия) – это последовательность связей в экономике, через которые денежно-кредитная политика (ДКП) 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)¹.

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

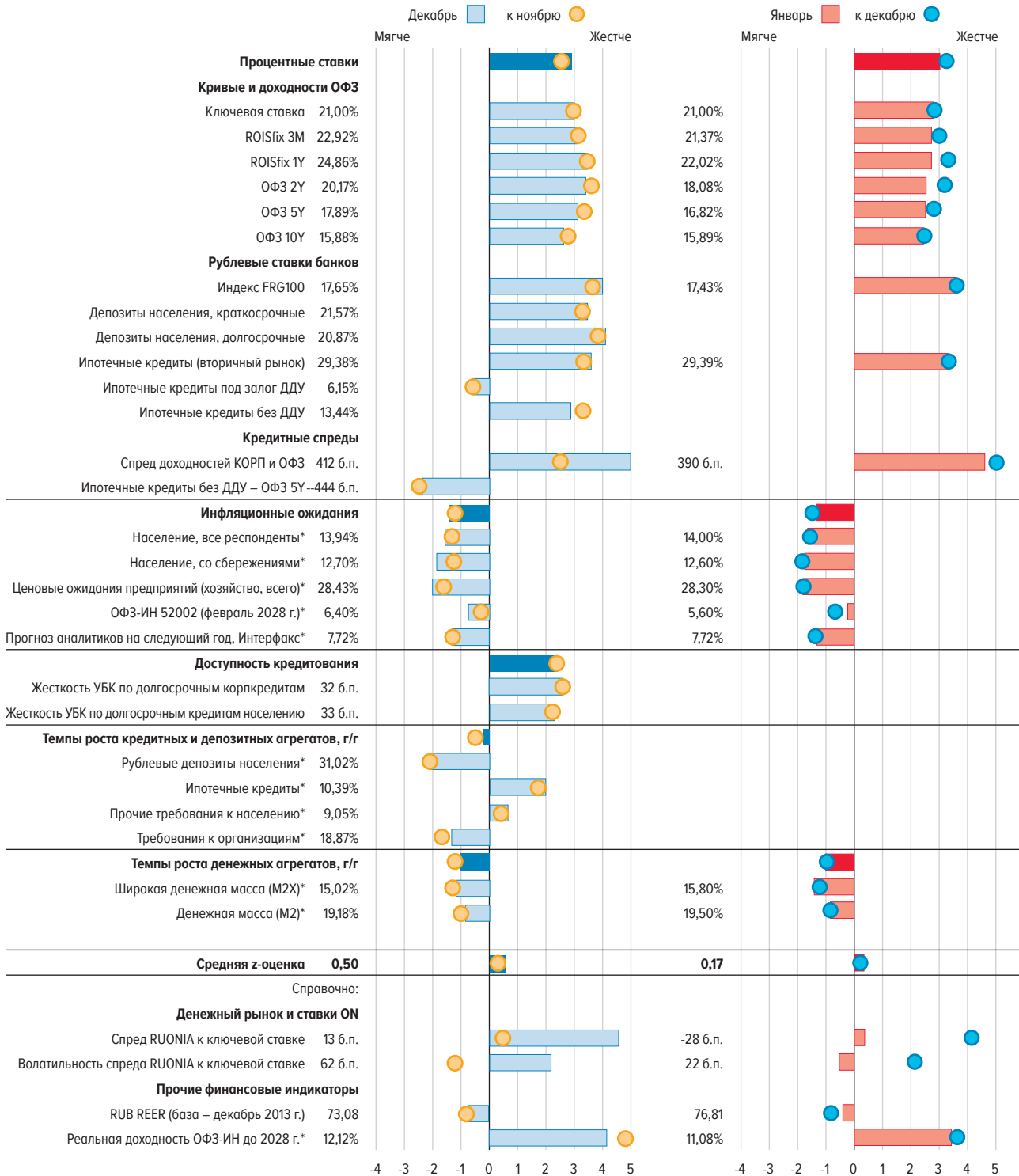
В этом материале кратко охарактеризованы работа денежно-кредитной трансмиссии и условия ее функционирования.

¹ 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



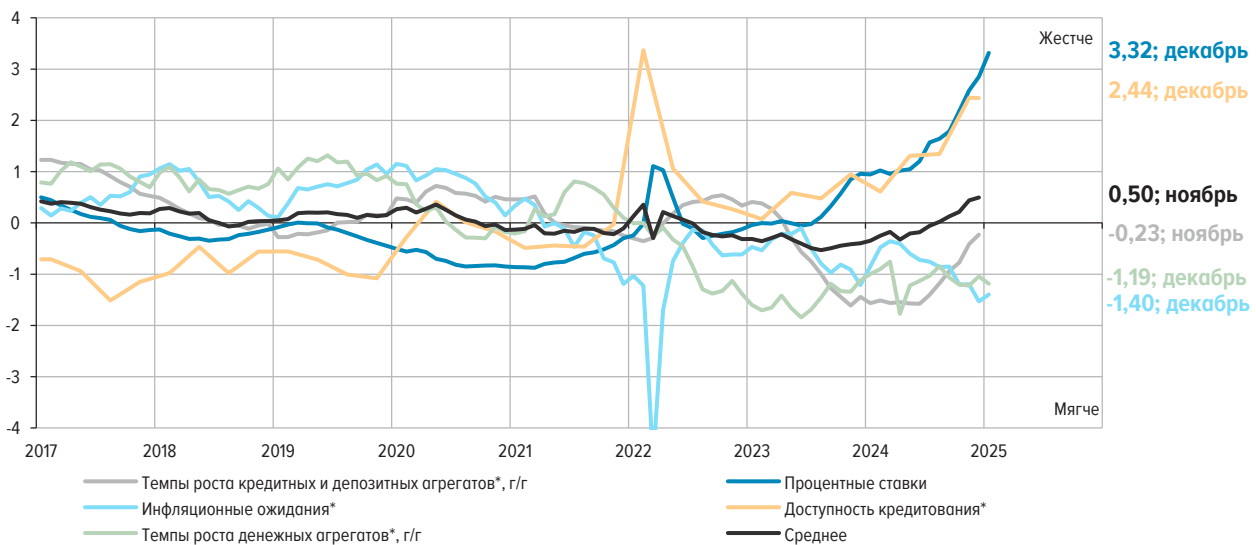
Примечание. Данная панель индикаторов представляет одну из возможных сводных визуализаций значимых показателей, которые целесообразно учитывать при оценке ДКУ и их изменений. Ее не следует рассматривать как всеобъемлющее представление всевозможных индикаторов, имеющих отношение к оценке характера ДКУ и его изменениям. График отражает уровень показателя (z-оценка) относительно распределения значений с января 2017 по декабрь 2024 г. (левый график) и по январю 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 ДКП

Рис. 2



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

Процентные ставки

- **Денежно-кредитная политика и ключевая ставка.** В январе ключевая ставка находилась на уровне 21% годовых: ранее Совет директоров Банка России на заседании 20 декабря принял решение оставить ключевую ставку неизменной.

На конец января ожидания рынка относительно будущей траектории ключевой ставки остались те же, что и после декабрьского заседания: большинство участников считают, что пик ужесточения ДКП в этом цикле пройден, и ожидают начала смягчения ДКП в первом полугодии 2025 года.

- **Ликвидность банковского сектора и ставки овернайт (RUONIA).** В январе спред RUONIA к ключевой ставке стал отрицательным и в среднем за месяц составил -28 б.п. (декабрь: +6 б.п.)¹. Волатильность спреда снизилась до 22 б.п. (декабрь: 60 б.п.). В конце декабрьского периода усреднения² (ПУ) обязательных резервов (ОР) ставки снизились и спред расширился. Банки сократили спрос на ликвидность, поскольку уже в значительной мере выполнили усреднение ОР – в начале ПУ они поддержали высокие остатки на корсчетах, поскольку ожидали повышения ключевой ставки³. В январском ПУ⁴ банки усредняли ОР более равномерно, поэтому спред сузился, а его волатильность снизилась.

В январе объем открытых позиций в сегменте репо денежного рынка вырос. Стоимость привлечения ликвидности на рынке репо снизилась, но чуть больше, чем в сегменте МБК. При этом спред между ставками рыночного репо под ОФЗ и под другие активы немного увеличился.

¹ 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.

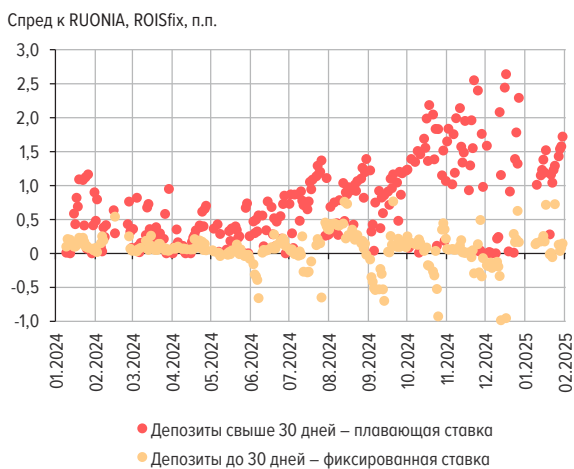
² 11 декабря 2024 – 14 января 2025 года.

³ Подробнее см. [Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики от 17 января 2025 года](#).

⁴ 15 января – 11 февраля 2025 года.

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

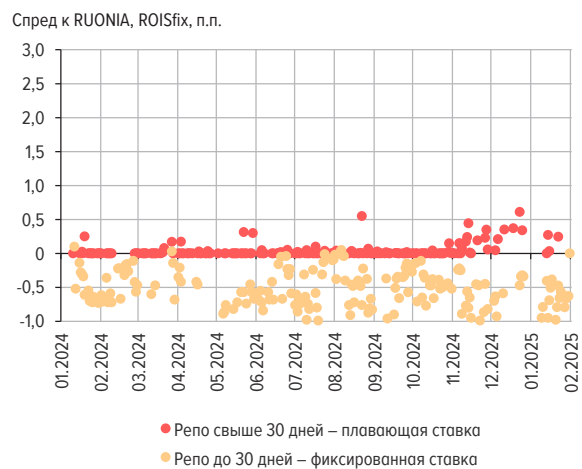
Рис. 3



Источник: расчеты Банка России.

СТАВКИ ПО РЕПО ФК

Рис. 4



Источник: расчеты Банка России.

Это означает, что кредиторы повысили «скидку» на предоставление рублей, которую они были готовы дать, чтобы получить ОФЗ.

В январе г/г возросли бюджетные расходы. При этом часть поступивших средств была профинансирована еще в конце декабря. Вырос объем депозитов субъектов Российской Федерации (РФ), а Федеральное казначейство (ФК) увеличило срочность своих операций. Поскольку банки в значительной мере исчерпали контрагентские лимиты по депозитам ФК, они нарастили задолженность по операциям репо с ФК. Стоимость привлечения временно свободных средств госорганов в январе немного снизилась.

В то же время объем самых коротких операций ФК, связанных со средствами на счетах до востребования, также находился вблизи своих лимитов и изменялся в зависимости от потребности ФК в ликвидности. Это говорит о том, что ФК хранит на счетах до востребования столько средств, сколько необходимо для бесперебойного проведения платежей. Остальные бюджетные средства ФК размещает на отборах заявок по более выгодным ставкам. Такая структура операций позволяет ФК максимально снизить остаток средств на едином казначейском счете в Банке России и увеличить доходы бюджета.

Благодаря притоку клиентских и бюджетных средств, а также ранее введенным послаблениям по нормативу краткосрочной ликвидности (НКЛ⁵) банки смогли снизить спрос на кредиты Банка России. На этом фоне ставки по краткосрочным депозитам юридических лиц в январе имели спред к ключевой ставке в диапазоне +1–2 п.п., что уже заметно ниже уровней, наблюдавшихся в ноябре – первой половине декабря.

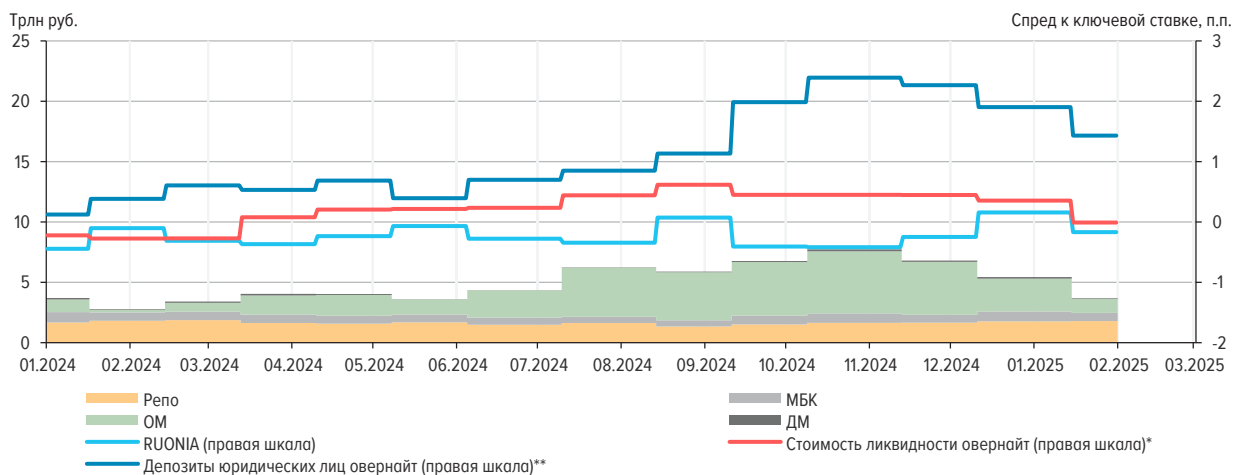
В январе Банк России возобновил зеркалирование операций в рамках бюджетного правила на внутреннем валютном рынке и уточнил объем отложенных нетто-продаж валюты. Зеркалирование текущих операций Минфина России по бюджетному правилу в целом нейтрально для ликвидности банков⁶. В декабре 2024 г. Банк России не зеркалировал на внутреннем

⁵ См. пресс-релизы Банка России от [14 ноября](#) и от [16 декабря](#) 2024 года. График выхода СЗКО на самостоятельное соблюдение НКЛ при этом тоже был сдвинут на полгода: уровень в 50% можно соблюдать до 1 июля 2025 года.

⁶ Операции Минфина России по покупке иностранной валюты в рамках бюджетного правила производятся в объеме дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета. Эти налоги клиенты банков платят в бюджет, при этом ФК не может разместить их, например, на депозиты в банки или использовать для финансирования текущих расходов. Когда Банк России зеркалирует эти покупки валюты Минфином России на рынок, рублевая ликвидность возвращается в банковский сектор в объеме ушедших ранее «дополнительных» налогов. В результате совокупное влияние этих операций на баланс ликвидности банковского сектора становится практически нейтральным. Ранее этот отток был компенсирован притоком ликвидности от зеркалирующих операций Банка России.

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

Рис. 5



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

** 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.

Источник: расчеты Банка России.

рынке конвертацию валюты из Фонда национального благосостояния⁷ (ФНБ). В результате бюджетные расходы привели к притоку средств в банки и формированию профицита ликвидности в банковском секторе. В 2025 г., напротив, равномерное зеркалирование этих нетто-продаж валюты, в том числе расходование средств ФНБ для финансирования дефицита бюджета за 2024 г., будет постепенно снижать структурный профицит ликвидности банков в течение 2025 года.

В начале января в банки сезонно поступили наличные деньги от инкассации выручки предприятий розничной торговли после новогодних праздников. К концу месяца в условиях сохраняющихся высоких процентных ставок по вкладам снижение наличных денег в обращении превысило средние значения прошлых лет для января.

В результате поступления бюджетных средств и сезонного возврата наличных денег банковский сектор вернулся к профициту ликвидности. Прогноз баланса ликвидности на 2025 г. будет представлен с учетом обновленных макроэкономических предпосылок в комментарии к краткосрочному прогнозу от 26 февраля⁸.

- **Денежный рынок.** По итогам января кривая ROISfix оставалась на уровнях предыдущего месяца на сроках до 1 года. Движения кривой на этом участке варьировались в диапазоне от -1 до +4 базисных пунктов. Наибольшие изменения произошли на сроке 2 года (-44 б.п.). Участники рынка продолжают рассматривать текущий уровень ключевой ставки (21%) как пиковый, но закладывают менее длительный, чем предполагали в декабре, сразу после решения Совета директоров Банка России, период до начала снижения ключевой ставки.

⁷ Покупка валюты с 28 ноября по 31 декабря 2024 г. в рамках бюджетного правила (117,6 млрд руб.) и продажа валюты из ФНБ для финансирования дефицита бюджета вне бюджетного правила за 2024 г. (1300 млрд руб.).

⁸ См. [Комментарий к краткосрочному прогнозу](#).

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ROISFIX

Табл. 1

Срочность	1w	2w	1M	2M	3M	6M	1Y	2Y
31.01.2025	20,83	20,95	21,07	21,18	21,32	21,78	21,96	20,12
28.12.2024	20,84	20,91	21,1	21,19	21,33	21,79	21,96	20,56
Изменение, б.п.	-1	+4	-3	-1	-1	-1	0	-44

Источники: ПАО Московская Биржа, НФА.

- ОФЗ.** В течение месяца доходности ОФЗ преимущественно росли, частично компенсировав снижение после декабрьского заседания Совета директоров Банка России. Среднемесячные доходности государственных облигаций вследствие движения во второй половине декабря в январе значительно снизились по всей длине. Наибольшее снижение наблюдалось в краткосрочном и среднесрочном сегментах из-за пересмотра рынком ожиданий по ключевой ставке (от -225 до -107 б.п.). В январе вмененная инфляция из ОФЗ-ИН 2028 г. вновь немного снизилась (-8 б.п., до 5,26%), оставаясь вблизи уровней, сопоставимых с августом 2022 г., но для ОФЗ-ИН 2032 г. выросла на 85 б.п., до 7,02%.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ

Табл. 2

Срочность	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
31.01.2025	18,29	17,86	17,53	17,08	16,81	16,53
30.12.2024	18,58	18,06	17,48	16,53	15,87	15,22
Изменение, б.п.	-29	-2	+5	+55	+94	+131
Среднее за январь 2025 г.	18,73	18,08	17,55	16,82	16,35	15,89
Среднее за декабрь 2024 г.	20,98	20,17	19,32	17,89	16,86	15,87
Изменение, б.п.	-225	-210	-177	-107	-51	+2

Ликвидность вторичного рынка ОФЗ оставалась на низком уровне. Среднедневной оборот торгов составил 19,1 млрд руб. (в декабре: 13,1 млрд руб./день). Структура и поведение участников рынка сохранялись. Основными покупателями оставались розничные инвесторы (15,9 млрд руб.) и некредитные финансовые организации, в том числе в рамках доверительного управления (27,3 млрд руб.). Крупнейшими нетто-продавцами в январе, как и месяцем ранее, были прочие банки и СЗКО (-4,8 млрд руб. и -42,1 млрд руб. соответственно).

В январе Минфин России провел 3 аукциона, на которых были предложены только классические ОФЗ-ПД. Спрос на облигации был в основном сформирован СЗКО и банками. Ведомство по-прежнему предлагало преимущественно бумаги длинной и средней срочности, что формировало низкую ликвидность на коротком конце. На январских аукционах доходность по среднесрочному выпуску находилась вблизи 17%, а премия к доходности вторичного рынка составила значительные +29 базисных пунктов. Для длинных выпусков премия оставалась умеренной и варьировалась в диапазоне от -3 до +3 базисных пунктов.

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.

- Рынок корпоративных облигаций.** Второй месяц подряд индекс IFX-Cbonds снижается (23,09%; -109 б.п. м/м) после роста до исторических максимумов в конце прошлого года (17 декабря: 28,25%). Средний за месяц спред индекса к доходности ОФЗ несколько снизился и составил 386 б.п. (декабрь 2024 г.: 412 б.п.), по-прежнему оставаясь существенно

выше среднего значения за 2022–2024 годы. Знак изменения спредов к ОФЗ различался в зависимости от рейтинга: IG – 364 б.п. (+40 б.п. м/м), В/ruВ – 1455 б.п. (-86 б.п. м/м), ВВ/ruВВВ – 1560 б.п. (-485 б.п. м/м).

На первичном рынке в январе корпоративные заемщики привлекли значительно меньше средств, чем месяцем ранее (январь 2024 г.: 174 млрд руб.; январь 2025 г.: 441 млрд руб.; декабрь 2024 г.: 1,8 трлн руб.), включая выпуски в юанях и замещающие облигации. Прирост портфеля корпоративных облигаций к началу года был ниже медианы 2014–2021 гг. (январь 2025 г.: +0,5%; медиана: 1,1%).

Общий объем рынка корпоративных облигаций на конец января составил 31,2 трлн руб. (+23,3% г/г; январь 2024 г.: 25,3 трлн руб.).

Замещающих облигаций в январе размещено не было. Доходность индекса замещающих облигаций (по данным Cbonds) снизилась и составила на конец месяца 10,21% (-79 б.п. м/м). Спред к UST со схожей дюрацией продолжил сужаться и к концу января был на 79 б.п. ниже конца декабря (январь 2025 г.: 594 б.п.; декабрь 2024 г.: 673 б.п.).

Рублевые ставки банков

- **Депозитные ставки.** Депозитные ставки в среднем за декабрь, по предварительным данным, возросли по сравнению с ноябрем. Ставки по краткосрочным депозитам⁹ возросли на величину около 1 п.п., до 21,6%, а ставки по долгосрочным депозитам – на величину около 0,7 п.п., до 20,9%, и оставались выше предыдущих исторических максимумов 2014–2015 и 2022 гг. (рис. 12).

Вместе с тем после сохранения Банком России значения ключевой ставки на заседании Совета директоров 20 декабря ожидания банков по жесткости и траектории ДКП на 2025 г. снизились относительно завышенных ожиданий октября – ноября. Как следствие, в последнюю неделю декабря банки приступили к корректировке вниз ставок по депозитам. В частности, по выборочным оценкам, краткосрочные ставки трансфертного ценообразования в крупнейших банках снизились к началу января не только к предыдущему месяцу на фоне снижения ожиданий по ключевой ставке, но и в спредах к процентным свопам, то есть к безрисковым ставкам, что может означать снижение дополнительных премий за привлечение клиентов (спреды по ставкам на более длинные сроки, напротив, не снизились).

В январе снижение ставок по депозитам было несколько более выраженным. Это было связано в том числе с ослаблением конкуренции на рынке депозитов в условиях масштабного притока средств на банковские счета вследствие сезонного роста госрасходов в конце декабря. Кроме того, во второй половине декабря Банк России объявил о более плавном графике повышения значений НКЛ¹⁰, что способствовало снижению заинтересованности банков в интенсивном привлечении средств физлиц. Индекс FRG100¹¹ по итогам января снизился на 0,2 п.п., причем за период с указанного декабрьского решения по ключевой ставке – почти на 0,5 п.п. (рис. 13).

⁹ 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.

¹⁰ [Пресс-релиз Банка России от 16 декабря 2025 года.](#)

¹¹ Средняя ставка 80 крупнейших депозитных банков по вкладам сроком 1 год на сумму от 100 тыс. руб., по данным информационного агентства Frank RG.

- **Корпоративные кредитные ставки.** Согласно предварительным данным, в декабре средняя ставка по краткосрочным кредитам для корпоративных заемщиков¹² обновила исторический максимум, а по долгосрочным кредитам, напротив, снизилась и вернулась к уровню июня за счет сохранения заметной доли кредитования, слабо чувствительного к изменению ключевой ставки, в оборотах данного сегмента корпоративного кредитного рынка. Плановая нормализация банковского регулирования в части поэтапного выхода из введенных ранее послаблений оказывает значительное влияние на динамику кредитных ставок по рыночным операциям.
- **Розничные кредитные ставки.** Средневзвешенная ставка по рублевым ипотечным жилищным кредитам в декабре составила 8,5%, снизившись за месяц на 0,5 п.п. в связи с дальнейшим увеличением доли кредитов, предоставленных на льготных условиях, в оборотах рынка. В сочетании с некоторым сокращением доли ипотеки в выдачах всех розничных кредитов средняя ставка по долгосрочным кредитам населению сложилась на уровне ноября (рис. 12). Ставка по более рискованным краткосрочным кредитным операциям, напротив, в декабре заметно возросла. По оперативным данным, в январе ставки по кредитам населению сохранились вблизи достигнутых к концу декабря уровней (рис. 13).

Темпы роста кредитных и депозитных агрегатов

- **Депозиты населения.** Годовой прирост¹³ депозитов населения¹⁴ в рублях составил в декабре 31,0% после 30,9% в ноябре (рис. 14). Увеличение прироста в декабре отражает как сохранявшуюся в этом месяце высокую сберегательную активность на фоне привлекательных ставок по депозитам, так и сезонный рост госрасходов, превысивший аналогичный рост в декабре 2023 года. Значительная часть расходов бюджета представляла собой платежи населению, включая социальные выплаты, перенесенные с января 2025 года. В номинальных величинах прирост остатков на счетах и депозитах населения в банках в декабре стал исторически максимальным. Более 45% указанного прироста пришлось на переводные депозиты. Эта доля несколько ниже, чем наблюдаемая с начала 2020 г., что тоже может свидетельствовать о более активном размещении населением средств на срочных депозитах после их получения на фоне повышенного лимита переводов через Систему быстрых платежей¹⁵. Валютные депозиты также частично конвертировались населением в рублевые, внося вклад в прирост рублевых средств населения в банках, хотя и на меньшую величину, чем в предыдущем месяце.

В январе, по оперативным данным, объем средств на депозитах населения снижался. Как и в предыдущие годы, это было связано с сезонными факторами, и общая динамика не отличалась от традиционной для января.

- **Условия банковского кредитования.** В IV квартале 2024 г. условия банковского кредитования (УБК), по опросам банков¹⁶, ужесточились для всех основных категорий заемщиков (рис. 17). Это затронуло как ценовые, так и неценовые условия. Кроме повышения ставок, выросли и взимаемые

¹² 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»](#).

¹³ Здесь и далее приросты балансовых показателей рассчитаны по данным [Обзора 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.

¹⁴ Здесь и далее в состав депозитов населения включаются переводные депозиты и другие депозиты в соответствии с [Методологическим комментарием к Обзору банковской системы](#).

¹⁵ См. [«Переводы самому себе: новый лимит в СБП»](#) на сайте Банка России.

¹⁶ [Опрос Банка России об итогах ежеквартального обследования условий банковского кредитования крупных банков](#).

банками комиссии. Ужесточение неценовых условий проявилось прежде всего в требованиях к заемщикам. Помимо повышения ключевой ставки, на жесткость УБК повлияла в целом ситуация с удорожанием внутреннего фондирования. Кроме того, банки стали отмечать фактор ограничения со стороны банковского капитала. В результате жесткость УБК, по оценкам банков, возросла до уровней, сопоставимых с I кварталом 2022 года.

Ужесточение УБК, по прогнозам банков, продолжится на горизонте I–II кварталов 2025 г., хотя и менее выражено. Банки также прогнозируют дальнейшее снижение спроса на кредиты в I квартале 2025 г., однако это суждение носит в том числе сезонный характер.

- **Требования банковской системы к организациям.** Высокие кредитные ставки в сочетании с ужесточением требований к заемщикам обусловили дальнейшее замедление активности в корпоративном сегменте кредитного рынка. В декабре годовой темп прироста требований банковской системы к организациям снизился на 1,3 п.п. и составил 18,9% (рис. 15). Основной вклад в декабрьское замедление роста требований внесли кредиты и займы, в том числе в связи с погашением части кредитов за счет поступления бюджетных средств: в рублевом сегменте сохранился слабоположительный рост, заметно снизившийся по сравнению с предыдущим месяцем, а в валютном сегменте отмечалось сокращение задолженности. При этом портфель долговых ценных бумаг организаций за месяц вырос. Сложившийся по итогам 2024 г. рост требований к организациям всего на 3,7 п.п. ниже, чем в 2023 г.: активному наращиванию заимствований способствовали сегменты кредитного рынка, слабо чувствительные к изменению ключевой ставки, в том числе проектное финансирование. По оперативным данным, за январь требования к организациям сократились. На это повлияла как обычная сезонность, так, возможно, и более значительное авансирование госзаказа.
- **Требования банковской системы к населению.** В декабре под влиянием высоких кредитных ставок продолжилось замедление роста розничного кредитования. В результате по итогам месяца годовой темп роста требований банковской системы к населению составил 9,7% против 11,3% в ноябре (рис. 15). Частично замедление в декабре обеспечили сделки по секьюритизации потребительских кредитов. Замедление годового роста кредитования¹⁷ в декабре отмечалось во всех основных сегментах кредитной розницы (рис. 16). Так, по итогам 2024 г. рост портфеля ипотечных жилищных кредитов замедлился до 10,4%. Выдачи рублевых ипотечных жилищных кредитов в декабре сложились вблизи ноября, составив 291 млрд руб., причем доля рыночных кредитов в выдачах под действием высоких кредитных ставок продолжила сокращаться и в декабре опустилась ниже 20%. Динамика неипотечного кредитования также была слабой, портфель необеспеченных потребительских кредитов сократился, в частности, под действием сдерживающих макропруденциальных мер. По оперативным данным, в январе портфель требований к населению показал отрицательную динамику, в том числе под влиянием сезонного фактора.

Темпы роста денежных агрегатов

- **Денежная масса.** Годовые темпы роста денежной массы в национальном определении (M2) и широкой денежной массы (M2X) с исключением валютной переоценки в декабре заметно уменьшились – до 19,2 и 15,0% после 20,0 и 15,7% в ноябре соответственно. Вместе с тем они остаются вблизи максимальных уровней с 2014 г., несколько снизившись от пиковых

¹⁷ 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.

значений 2023 года. По оперативным данным, в январе дальнейшего снижения годовых приростов агрегатов денежной массы не произошло (рис. 18).

- **Источники денежного предложения.** Требования¹⁸ банковской системы к экономике оставались главным источником роста денежного предложения, обеспечив 18 п.п. прироста широкой денежной массы за 2024 год. При этом их годовой прирост замедляется уже более 6 месяцев, составив в декабре 16,3% после 17,6% в ноябре. Вклад бюджетных операций в годовой прирост денежного предложения в декабре сезонно увеличился и превысил значение 2023 г. более чем в 2 раза, составив 2,2 процентного пункта.
- **Компоненты денежной массы.** Годовой прирост денежной массы в декабре, как и ранее, состоял в основном из рублевых депозитов населения. По сравнению с ноябрем этот показатель немного увеличился. Вклад наличных денег в обращении вне банковской системы МО в динамику денежных агрегатов М2 и М2Х оставался околонулевым в годовом выражении при обычных сезонных перепадах в декабре – январе.

- **Обменный курс (валютный канал)**

Второй месяц подряд рубль по итогам января укрепился по отношению к основным иностранным валютам (табл. 3), что отчасти связано с адаптацией рынка к новым условиям после введения санкций в отношении российской платежной инфраструктуры в ноябре 2024 г., вызвавших существенное ослабление курса. Курс рубля был также поддержан ослаблением доллара США на мировых рынках в связи с тем, что президент США отказался вводить протекционистские меры немедленно и предпочел делать это поэтапно. Среднемесячные значения курсов демонстрировали аналогичную динамику: рубль укрепился на 3,6% к доллару США, на 3,1% к евро и на 2,6% к юаню.

Спред курса доллара США к рублю, рассчитанного на внебиржевых котировках, и кросс-курса, рассчитанного через USD/CNY и USD/CNH, в январе оставался волатильным, продолжая динамику конца ноября, и находился в диапазоне от -0,5 до 2,7%. Существенные 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)
31.01.2025	98,01	102,78	13,35
29.12.2024	101,68	106,10	13,71
Изменение, %	-3,61	-3,13	-2,63
В среднем за январь	100,87	104,74	13,62
В среднем за декабрь	102,26	107,59	13,88
Изменение, %	-1,36	-2,65	-1,87

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 декабре укрепился на 1% (ослабление на 0,8% г/г). По предварительным данным, за январь REER укрепился на 5,1% относительно декабря и вернулся к значениям лишь чуть ниже своей медианы последних лет (-1,6% к медиане с января 2015 г. по декабрь 2024 г.).

¹⁸ Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым и финансовым организациям и населению в валюте Российской Федерации, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевые ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением.

• Российские рынки акций

Российский рынок акций в январе вырос по сравнению с декабрьскими значениями. На конец месяца Индекс МосБиржи составил 2948 п. (+2,3% м/м), а индекс волатильности (RVI) в январе в среднем находился на уровне 37 п. (-7 п. м/м) – заметно ниже средних значений предыдущего месяца.

Все отраслевые индексы акций показали положительную динамику за январь. Лидерами роста оказались строительство (23% м/м) на фоне замедления роста ставок по ипотеке и планах господдержки застройщиков, потребительский сектор (6% м/м) и химическая отрасль (8% м/м). Поддержку рынку также оказал рост котировок акций золотодобывающих компаний из-за разработки новых российских месторождений и заявлений администрации США о введении тарифов в отношении товаров ряда стран.

• Внешние рынки

Средневзвешенная (по ВВП) ключевая ставка в странах с развитыми рынками в январе почти не изменилась (-1 б.п., до 3,49%). Некоторые страны продолжают цикл смягчения ДКП, включая Канаду (-25 б.п., до 3,00%) и Швецию (-25 б.п., 2,5%). Япония, напротив, приняла решение о повышении ставки на 25 б.п., до 0,5%. В странах с развивающимися рынками изменения также разнонаправлены. Повышение ставки наблюдалось в Бразилии (+100 б.п., до 13,25%), а снижение – в Индонезии (-25 б.п., до 5,75%) и ЮАР (-25 б.п., до 7,5%).

Среднемесячные доходности американских казначейских облигаций по итогам января умеренно выросли на средних и длинных сроках (табл. 4). Несмотря на замедление инфляции (базовый CPI в декабре: +0,23% м/м; в ноябре: +0,31% м/м) впервые за полгода, представители ФРС США на январском заседании FOMC решили сохранить ставку на уровне 4,25–4,5%, дав жесткий сигнал на фоне повышенного инфляционного давления и сильного рынка труда. Рынок пересмотрел ожидания относительно дальнейшей траектории ставки, заложив более медленные темпы смягчения ДКП (на 50 б.п. в течение 2025 г.) и сдвинув сроки его начала вправо (с июня 2025 г.).

Несмотря на уже 5-е снижение ставки ЕЦБ (-25 б.п., до 2,75%) в этом цикле смягчения, доходности европейских облигаций в январе выросли примерно на 20 б.п. по всей длине, что отчасти может объясняться повышением доходностей UST в этом же месяце.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ UST

Табл. 4

Срочность	2Y	5Y	10Y
31.01.2025	4,22	4,36	4,58
31.12.2024	4,24	4,38	4,57
Изменение, б.п.	-2	-2	+1
Среднее за январь 2025 г.	4,27	4,43	4,63
Среднее за декабрь 2024 г.	4,23	4,26	4,39
Изменение, б.п.	+4	+17	+24

Источники: *Sbonds*, расчеты Банка России.

Пересмотр будущей траектории ставки ФРС США и рост доходностей облигаций не повлияли на изменение американской валюты: индекс доллара США DXY составил до 108,5 (+0,05%). Большинство валют СФР в январе продемонстрировало укрепление относительно доллара США (BRLUSD: +5,5%; CNYUSD: +1,5%; TRYUSD: -1,3%; MXNUSD: +0,7%).

По итогам января мировые рынки акций демонстрировали разнонаправленную динамику (S&P 500: +2,7%; Stoxx 600: +6,3%; Nikkei 225: -0,8%; SSE Composite: -3,0%; Nifty 50: -1,8%; MSCI ACWI: +3,3%). В конце января индекс S&P 500 обновил исторический максимум, поднявшись выше 6100 п. на фоне анонсирования администрации США по крупным инвестициям в инфраструктуру искусственного интеллекта. В целом настроения на глобальных рынках определялись в том числе намерениями нового американского президента ввести импортные пошлины на товары из Китая (10%), Мексики и Канады (25%), а также снизить корпоративные налоги.

Таблицы и графики

В ЯНВАРЕ БЮДЖЕТНЫЕ ОПЕРАЦИИ И ДИНАМИКА НАЛИЧНЫХ ДЕНЕГ ПРИВЕЛИ
К ПРИТОКУ ЛИКВИДНОСТИ В БАНКИ
(ТРЛН РУБ.)

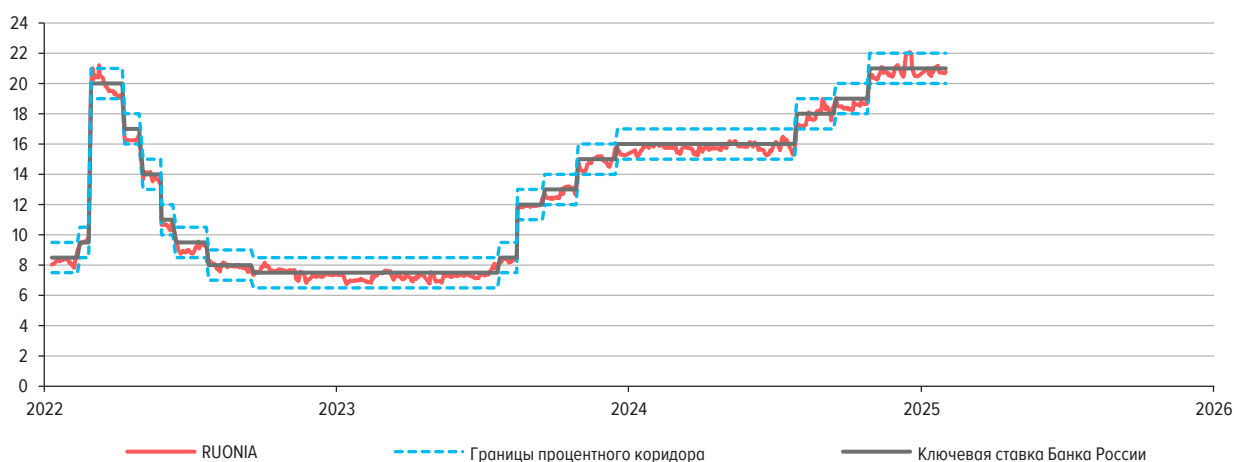
Табл. 5

	2024	Январь 2025 г.
Дефицит (+) / профицит (-) ликвидности, на начало периода	0,0	0,6
Приток (+) / отток (-) ликвидности:	-0,6	1,6
– изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции*	0,4	1,1
– изменение наличных денег в обращении	-0,2	0,6
– изменение обязательных резервов	-0,8	0,0
Дефицит (+) / профицит (-) ликвидности, на конец периода	0,6	-1,1

* 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
(%)

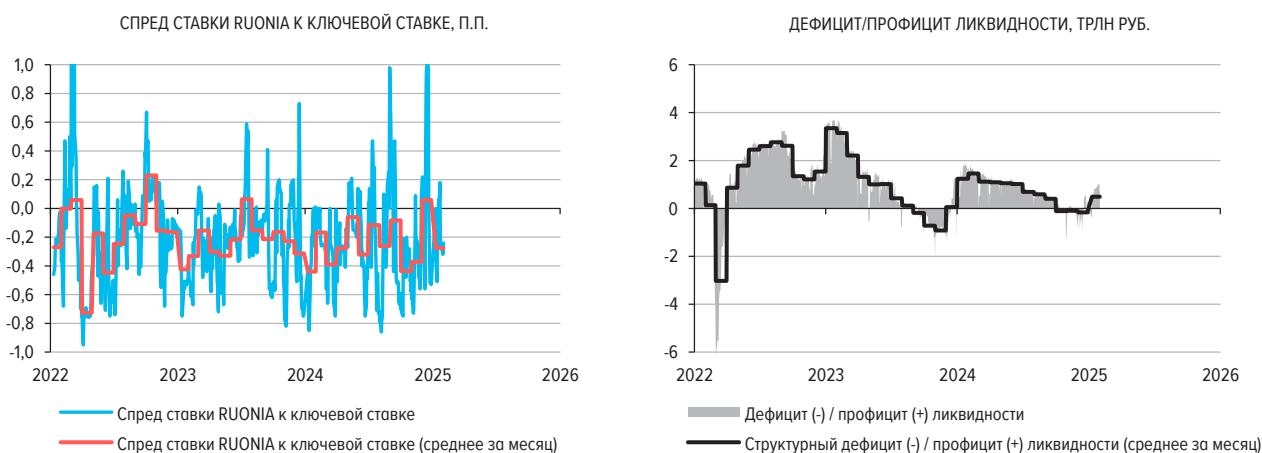
Рис. 6



Источник: расчеты Банка России.

СПРЕД СТАВКИ RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ БАНКА РОССИИ В ЯНВАРЕ ВЕРНУЛСЯ
В ОТРИЦАТЕЛЬНУЮ ОБЛАСТЬ

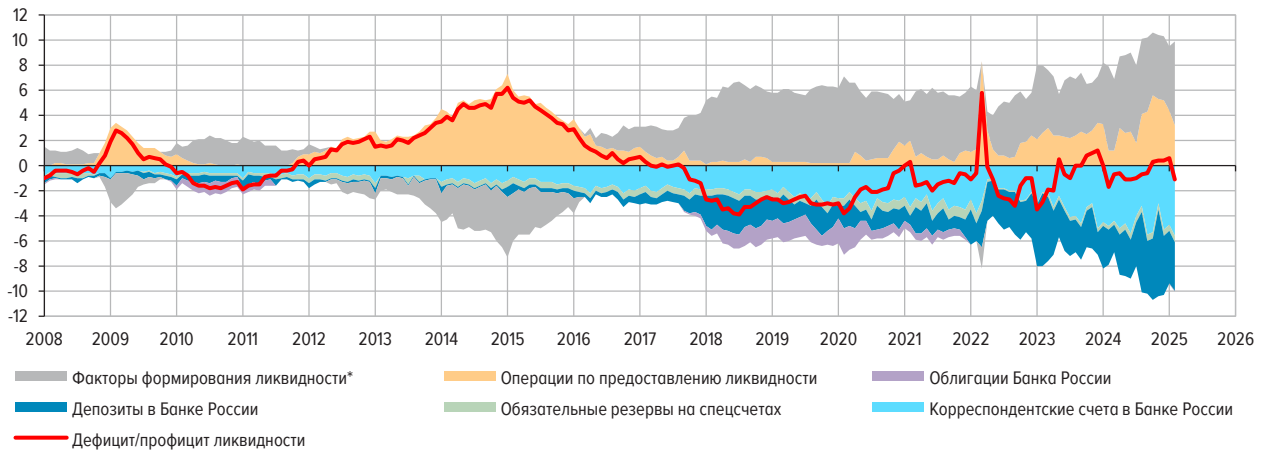
Рис. 7



Источник: расчеты Банка России.

БАЛАНС БАНКА РОССИИ
(ТРЛН РУБ.)

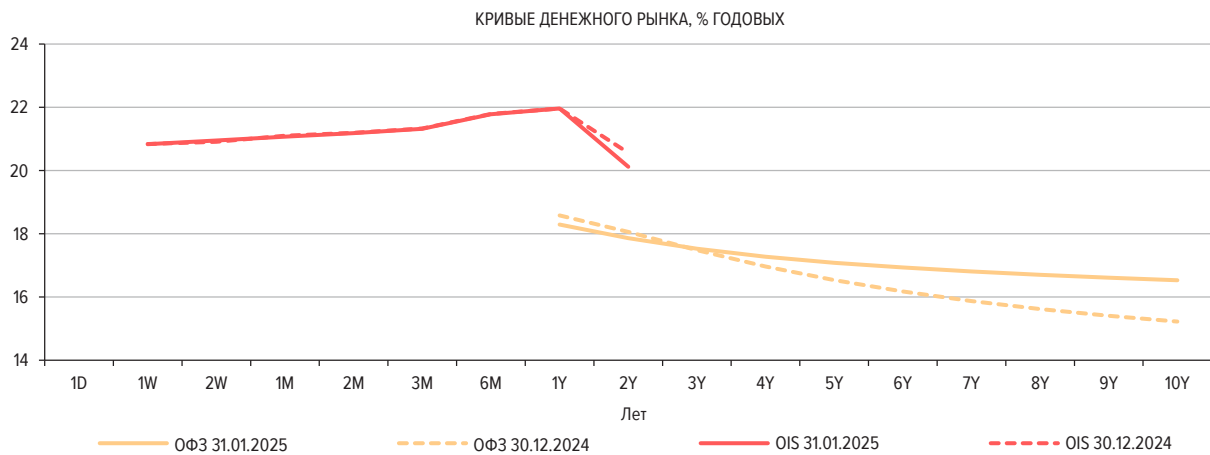
Рис. 8



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

В ЯНВАРЕ КРИВЫЕ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА СДВИНУЛИСЬ ВНИЗ НА ДЛИННОМ КОНЦЕ

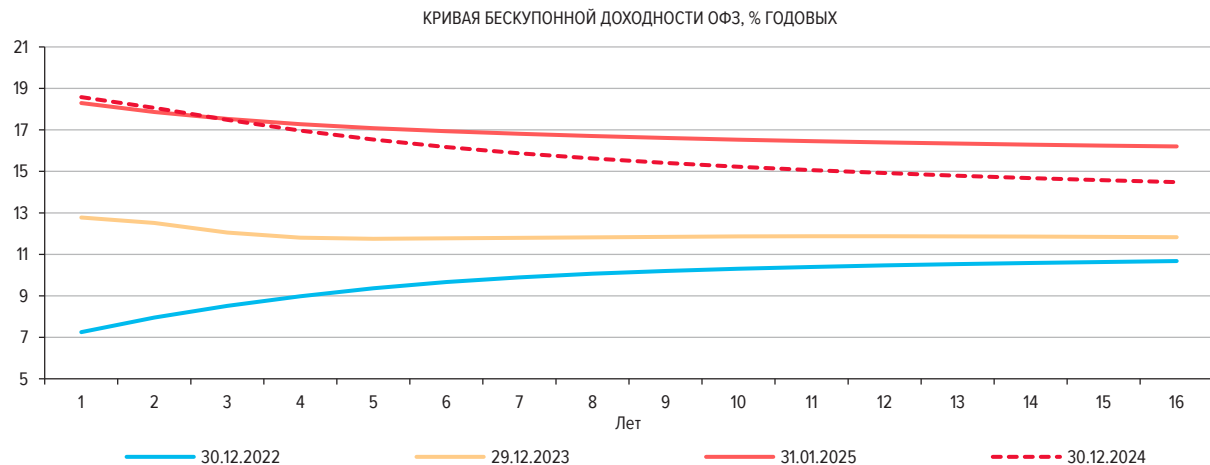
Рис. 9



Источники: Sbondz, НФА, расчеты Банка России.

ДОХОДНОСТЬ ОФЗ СНИЗИЛАСЬ НА СРЕДНИХ И ДЛИННЫХ СРОКАХ

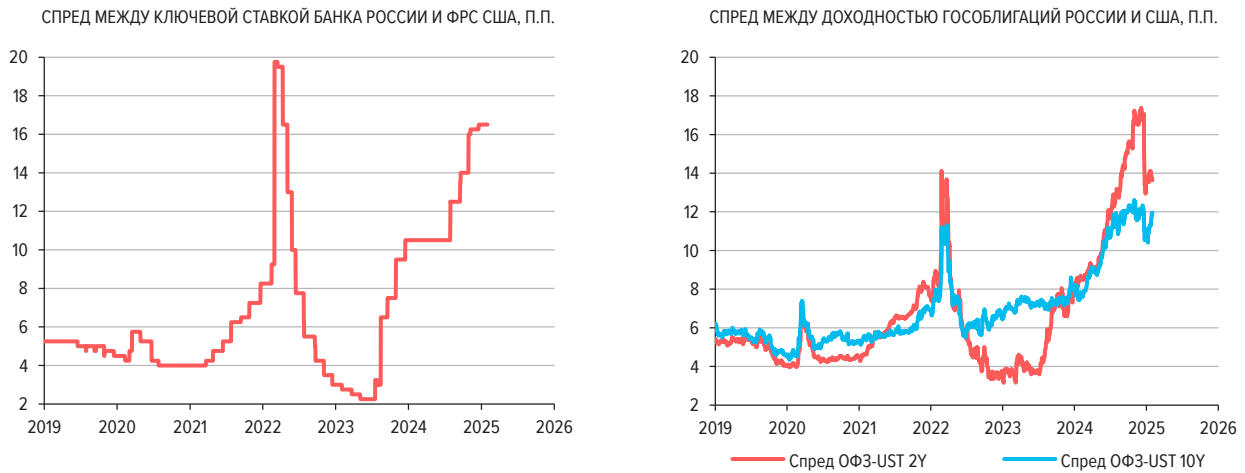
Рис. 10



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

СПРЕД МЕЖДУ ДОХОДНОСТЬЮ ГОСОБЛИГАЦИЙ РОССИИ И США СУЗИЛСЯ

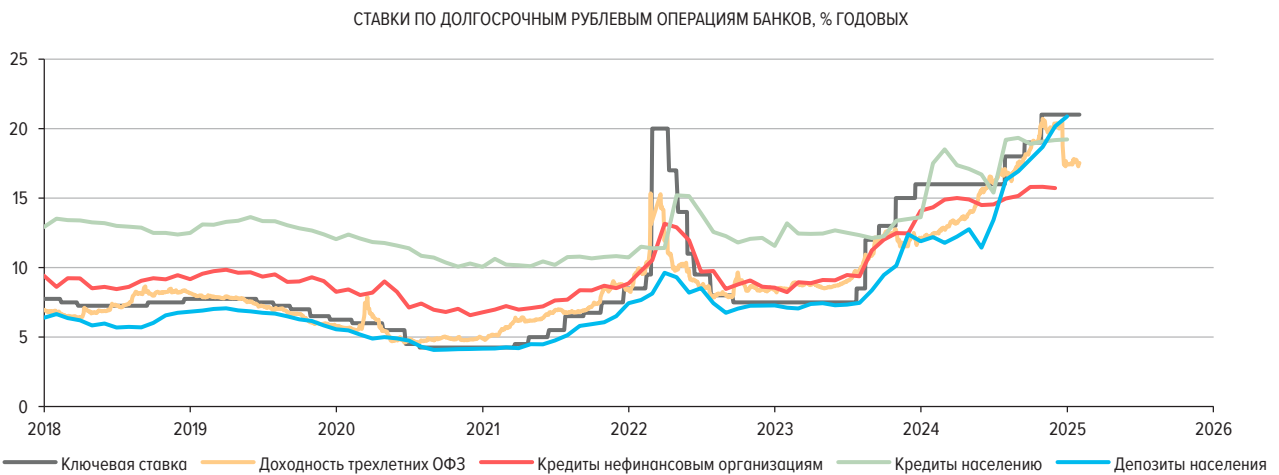
Рис. 11



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

В ДЕКАБРЕ РОСТ СТАВОК СОХРАНЯЛСЯ

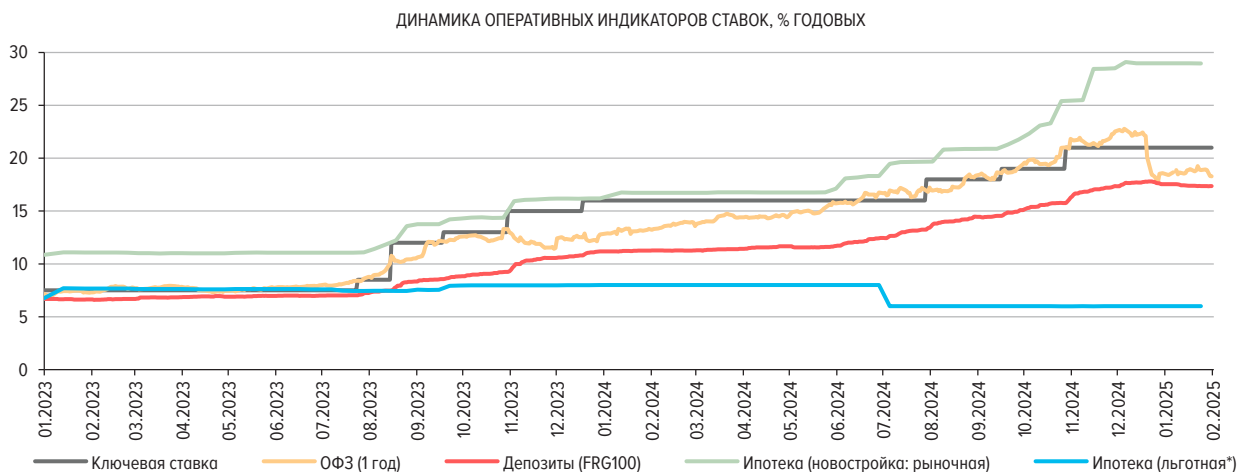
Рис. 12



Источник: Банк России.

С КОНЦА ДЕКАБРЯ СТАВКИ ПО ДЕПОЗИТАМ СТАЛИ СНИЖАТЬСЯ

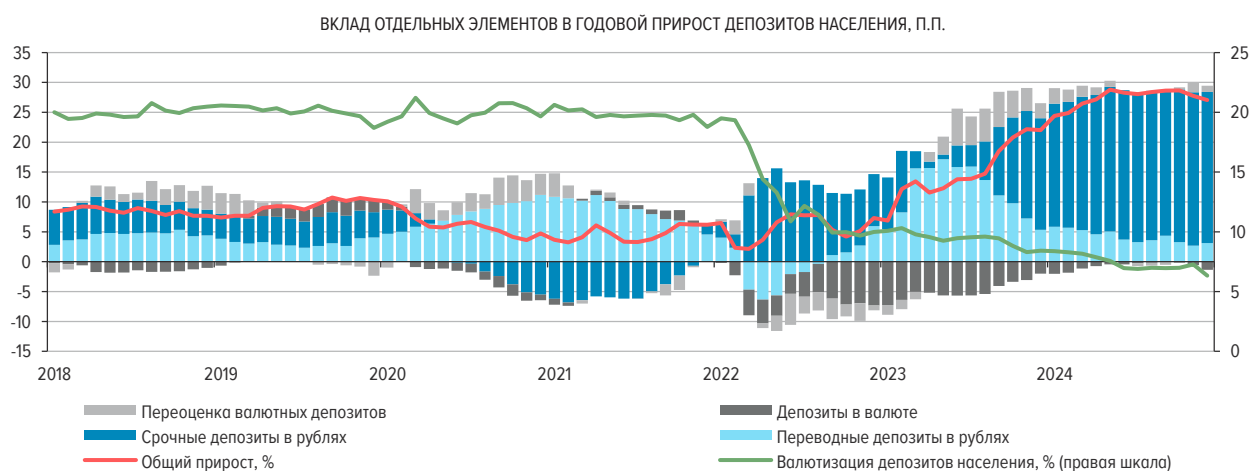
Рис. 13



* 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».

ПРИРОСТ СРЕДСТВ НАСЕЛЕНИЯ В БАНКАХ В ДЕКАБРЕ СЕЗОННО УВЕЛИЧИЛСЯ

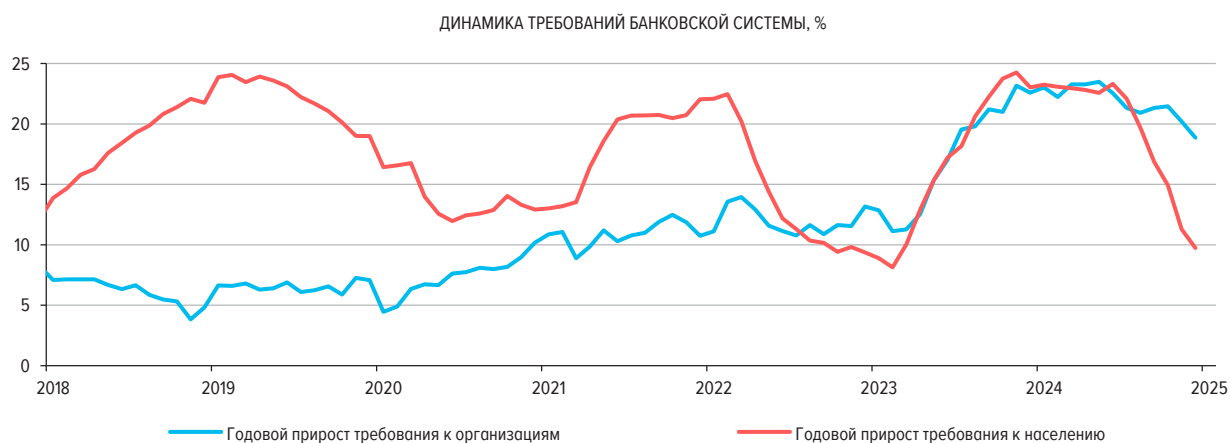
Рис. 14



Источник: расчеты Банка России.

В ДЕКАБРЕ ПРОДОЛЖИЛОСЬ ЗАМЕДЛЕНИЕ ТРЕБОВАНИЙ К КОРПОРАТИВНЫМ И РОЗНИЧНЫМ ЗАЕМЩИКАМ

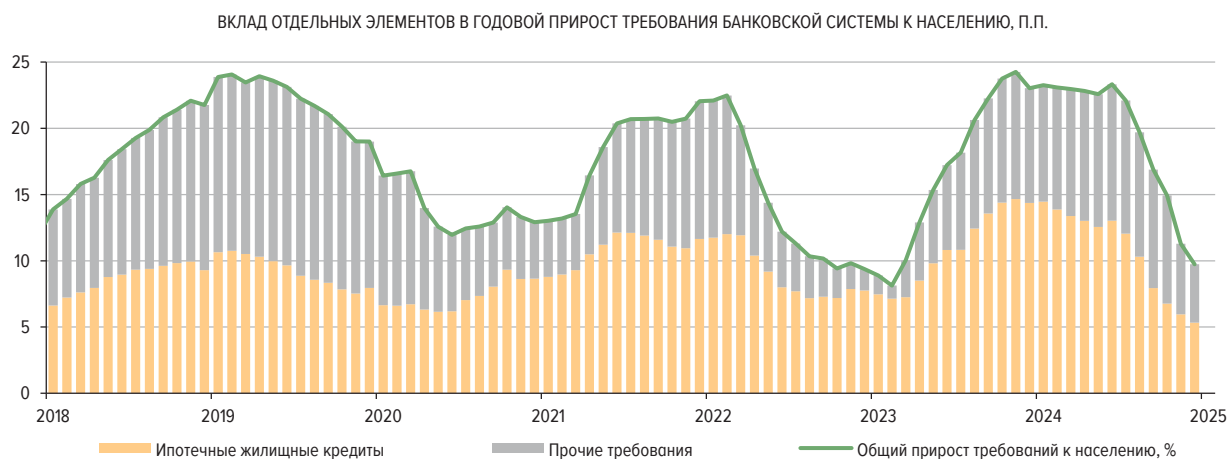
Рис. 15



Источник: расчеты Банка России.

СНИЖЕНИЕ АКТИВНОСТИ В ДЕКАБРЕ ОТМЕЧАЛОСЬ ВО ВСЕХ СЕГМЕНТАХ КРЕДИТНОЙ РОЗНИЦЫ

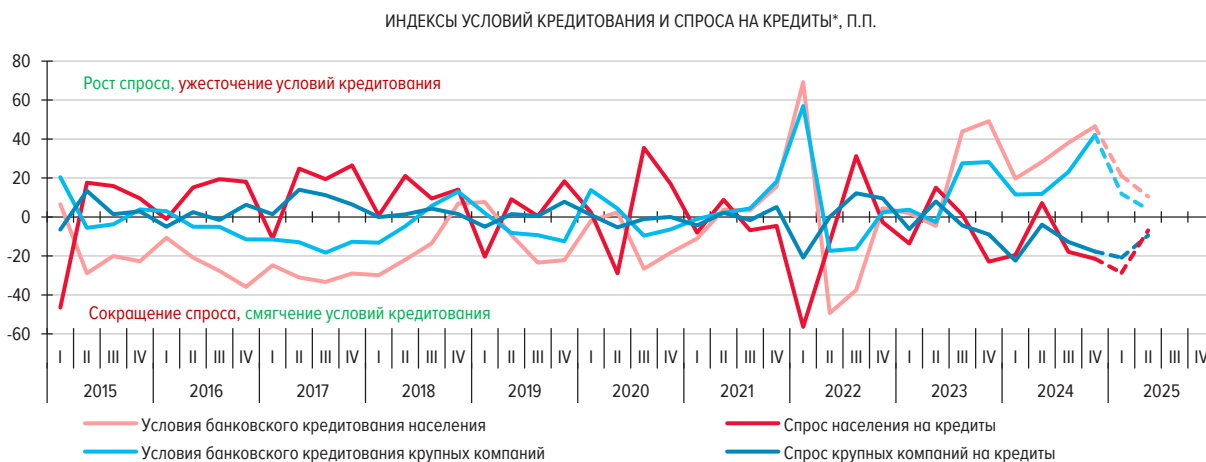
Рис. 16



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

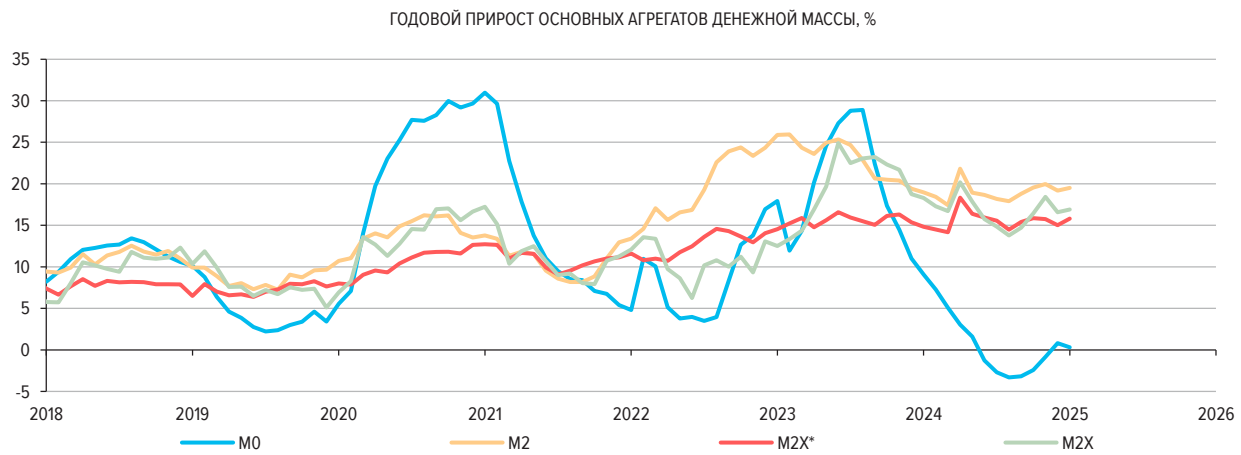
		Сентябрь 2024	Октябрь 2024	Ноябрь 2024	Декабрь 2024
Ставки по долгосрочным рублевым банковским операциям					
депозиты населения	% годовых	17,8	18,7	20,2	20,9
кредиты населению	% годовых	18,9	19,1	19,2	19,2
кредиты организациям	% годовых	15,8	15,8	15,7	-
Депозиты населения	% г/г, ИВП	28,6	28,7	27,8	27,1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

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 ЯНВАРЕ ЗАМЕДЛЕНИЕ РОСТА ДЕНЕЖНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПРИОСТАНОВИЛОСЬ

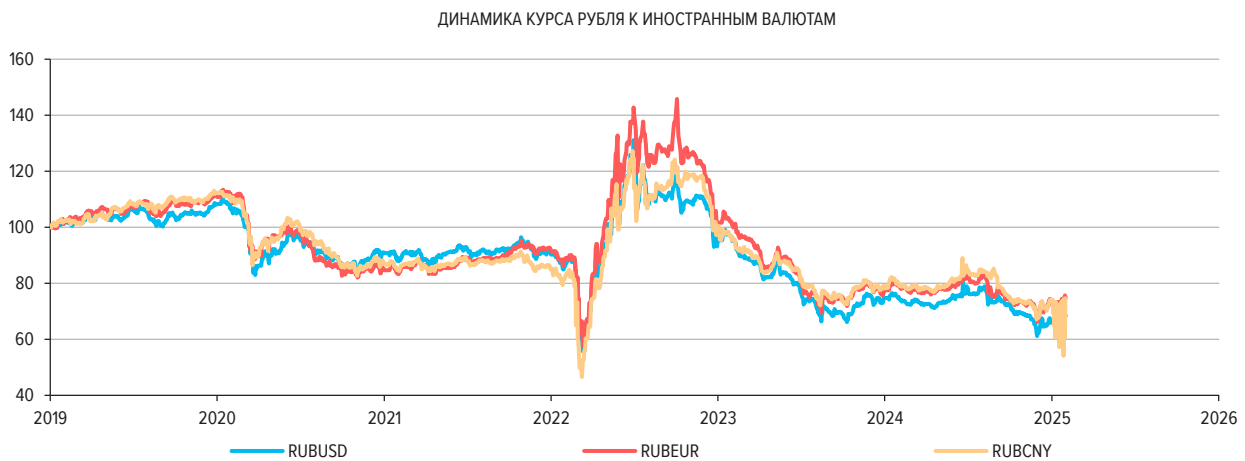
Рис. 18



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

В ЯНВАРЕ РУБЛЬ ПРОДОЛЖИЛ УКРЕПЛЯТЬСЯ
(02.01.2019 = 100)

Рис. 19



Источники: Sbond, расчеты Банка России.

РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК ДЕМОНСТРИРОВАЛ ПОЗИТИВНУЮ ДИНАМИКУ В ЯНВАРЕ

Табл. 7

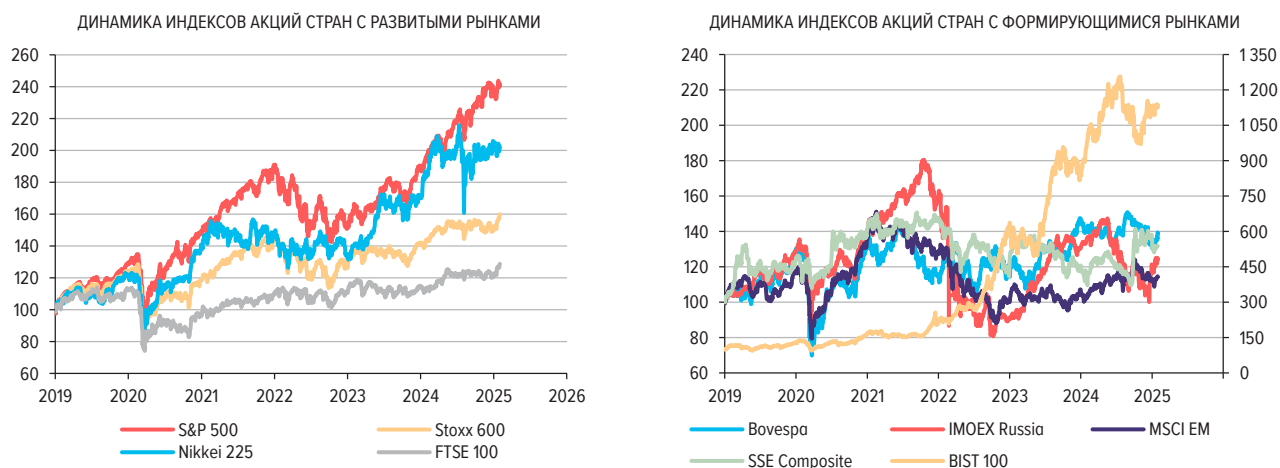
Показатель		31.01.2025	1М	3М	6М	YTD	1Y
Российский финансовый рынок («+» – положительная динамика, «-» – негативная динамика)							
Курс рубля к доллару США		98,01	3,6	-1,0	-14,2	3,6	-9,8
Индекс МосБиржи		2 948	2,3	15,2	1,7	2,3	-8,3
Индекс РТС		950	6,3	14,2	-10,9	6,3	-15,6
Доходность государственных облигаций		16,86	82	-159	94	82	485
Доходность корпоративных облигаций		23,09	109	-17	502	109	840
Доходность региональных облигаций		20,22	42	-72	307	42	718
RVI		34	-1	-7	7	-1	12
Курсы валют (за доллар США, изменение в %, «+» – укрепление, «-» – ослабление)							
ПРС*	Индекс доллара США	108,37	-0,1	4,3	5,0	-0,1	4,9
	Евро	1,04	0,1	-4,7	-4,9	0,1	-4,0
	Японская иена	155,12	-1,4	2,0	5,8	-1,4	5,3
	Фунт стерлингов	1,24	-0,9	-3,9	-3,2	-0,9	-2,1
СФР	Рубль	98,58	13,3	-1,2	-15,3	13,3	-9,0
	Бразильский реал	5,85	5,5	-1,0	-2,1	5,5	-18,0
	Мексиканское песо	20,71	0,7	-3,4	-8,0	0,7	-20,4
	Китайский юань	7,19	1,5	-1,0	-0,4	1,5	-1,3
	Турецкая лира	35,85	-1,3	-4,7	-8,0	-1,3	-18,2
	ЮАР	18,68	1,0	-6,2	-2,2	1,0	0,2
Доходность 10-летних облигаций (% годовых, изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	4,58	0	30	78	0	59
	Германия	2,46	9	7	29	9	29
	Япония	1,24	-333	29	30	-333	50
	Великобритания	4,54	345	9	71	345	75
СФР	Россия	16,53	131	-36	108	131	489
	Бразилия	14,83	-32	212	305	-32	423
	Мексика	10,41	0	-1	38	0	87
	Китай	1,64	-3	-51	-48	-3	-80
	Турция	26,79	-36	-382	-103	-36	8
	ЮАР	10,38	134	106	113	134	62
CDS-спреды 5Y (б.п., изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	31	2	-8	-1	2	-7
	Германия	13	-1	3	5	-1	1
	Япония	20	0	-1	-1	0	-2
	Великобритания	23	2	4	0	2	-11
СФР	Бразилия	171	-36	20	7	-36	39
	Мексика	128	-9	6	13	-9	42
	Китай	57	-9	-8	-11	-9	-9
	Турция	245	-8	-12	-32	-8	-72
	ЮАР	193	2	3	-10	2	-34
Индексы акций (п., изменение в %, «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	S&P 500	6 041	2,70	5,9	13,0	2,7	24,7
	Stoxx 600	540	6,29	6,8	8,4	6,3	11,1
	Nikkei 225	39 572	-0,81	1,3	10,2	-0,8	9,1
	FTSE 100	8 674	6,13	7,0	6,1	6,1	13,7
СФР	MSCI EM	1 093	1,66	-2,3	3,0	1,7	12,0
	Bovespa	126 135	4,86	-2,8	0,2	4,9	-1,3
	IPC Mexico	51 194	3,32	1,1	-2,0	3,3	-10,8
	SSE Composite	3 251	-3,02	-0,9	11,9	-3,0	16,6
	BIST 100	10 004	1,77	12,9	-4,5	1,8	17,7
	FTSE/JSE	85 957	2,21	0,7	6,7	2,2	15,3

* Промышленно развитые страны.

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

В ЯНВАРЕ ИНДЕКСЫ АКЦИЙ ПРЕИМУЩЕСТВЕННО РОСЛИ (02.01.2019 = 100)

Рис. 20



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

Даты отсечения данных:

- в разделе «Процентные ставки» – 31.01.2025;
- 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.

Материал подготовлен Департаментом денежно-кредитной политики.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

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

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2025