



Банк России



Март 2025 года

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ И ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Информационно-аналитический комментарий

9 апреля 2025 года

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

Индикаторы денежно-кредитных условий (ДКУ) в феврале – марте изменялись разнонаправленно (рис. 1). Вмененная инфляция и реальные ставки в большинстве сегментов финансового рынка снижались. Доходности ОФЗ и ожидания банков относительно дальнейшей траектории ключевой ставки скорректировались в сторону снижения в этот период. Депозитные ставки на таком фоне в феврале – марте тоже были понижены банками, но снижение инфляционных ожиданий действовало в сторону повышения жесткости ДКУ. Снижение кредитной активности в корпоративном и розничном сегментах сохранялось и в совокупности с уменьшением вклада бюджетных потоков оказало определяющее влияние на замедление денежных агрегатов в феврале – марте.

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)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-оценку) относительно распределения значений с января 2017 г. по февраль 2025 г. (левый график) и по март 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.

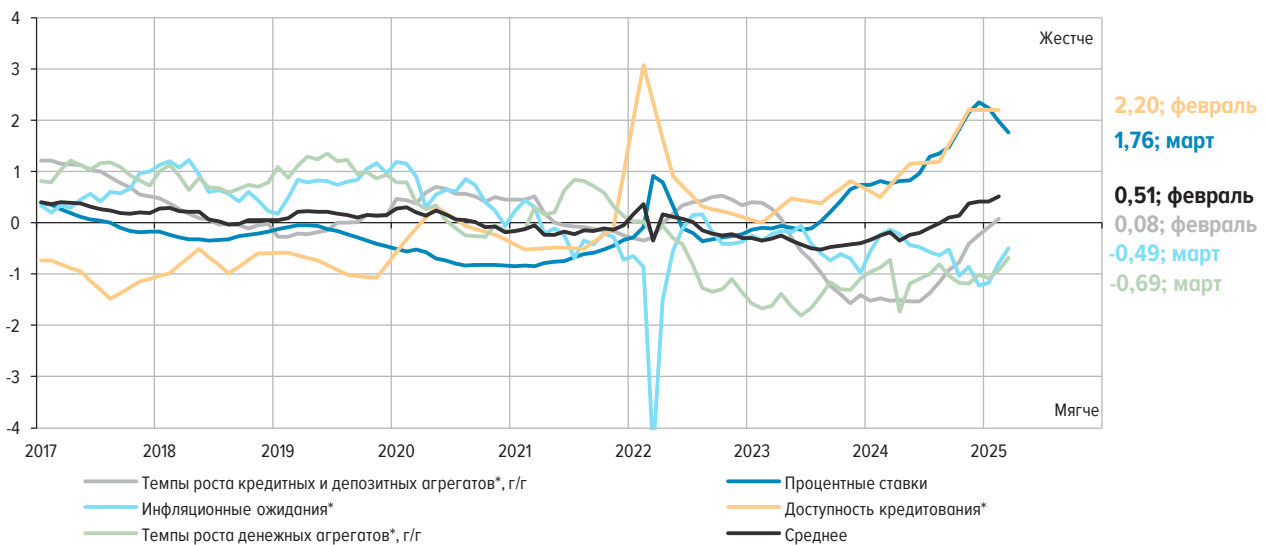
*По показателям посчитана обратная z-оценка.

** Средняя по выпускам с датами погашения в 2028, 2030 и 2032 годах. Распределение значений с октября 2021 года.

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 21 марта 2025 г. принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 21,00% годовых. Это решение совпало с ожиданиями рынка. На среднесрочном горизонте баланс рисков по-прежнему был смещен в сторону проинфляционных.

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 потребуется продолжительный период поддержания жестких ДКУ в экономике.

Большинство участников рынка считают, что пик ужесточения ДКП в этом цикле пройден, и ожидают начала смягчения ДКП в конце первого – начале второго полугодия 2025 года. Однако Банк России заявил, что рассмотрит возможность повышения ставки, если скорости дезинфляции окажется недостаточно для возвращения инфляции к цели в 2026 году.

- **Ликвидность банковского сектора и ставки овернайт (RUONIA).** В марте спред RUONIA к ключевой ставке перешел в положительную область: +35 б.п. (февраль: -19 б.п.). Волатильность спреда снизилась до 16 б.п. (февраль: 34 б.п.). Ставки денежного рынка выросли, несмотря на то, что структурный профицит ликвидности почти не изменился: он составил в среднем 1,1 трлн руб. в марте по сравнению с 1,0 трлн руб. в феврале. Ключевым фактором роста спроса на денежном рынке стало сохраняющееся неравномерное распределение ликвидности между банками на фоне снижения их задолженности по операциям рефинансирования Банка России. При этом предложение на рынке не в полной мере адаптировалось под возросший спрос.

Влияние факторов формирования ликвидности в марте было близким к нейтральному. К притоку ликвидности в банки привело сокращение наличных денег в обращении (март: 0,2 трлн руб.; с начала года: 1,0 трлн руб.) в объемах выше средних значений в марте в предыдущие годы. Как и ранее, это может быть связано с высокими ставками по депозитам на фоне сохранения ключевой ставки на текущем уровне.

СТАВКИ ПО ДЕПОЗИТАМ ФК
(С КОРРЕКТИРОВКОЙ НА ИЗДЕРЖКИ
ПО ОБЯЗАТЕЛЬНЫМ РЕЗЕРВАМ)

Спред к RUONIA, ROISfix, п.п.

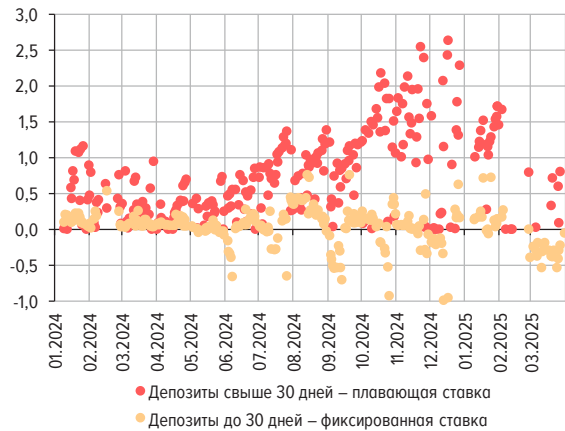
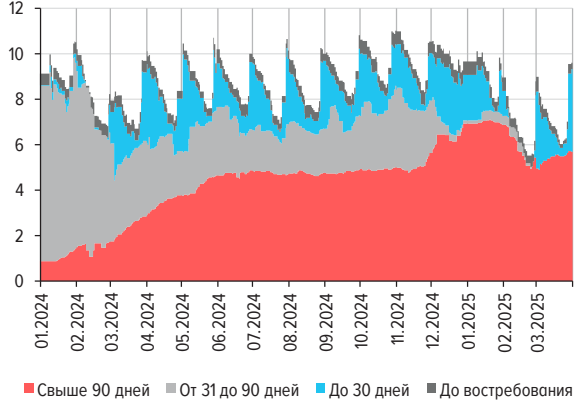


Рис. 3

ЗАДОЛЖЕННОСТЬ БАНКОВ ПО ОПЕРАЦИЯМ ФК

Рис. 4

Трлн руб.

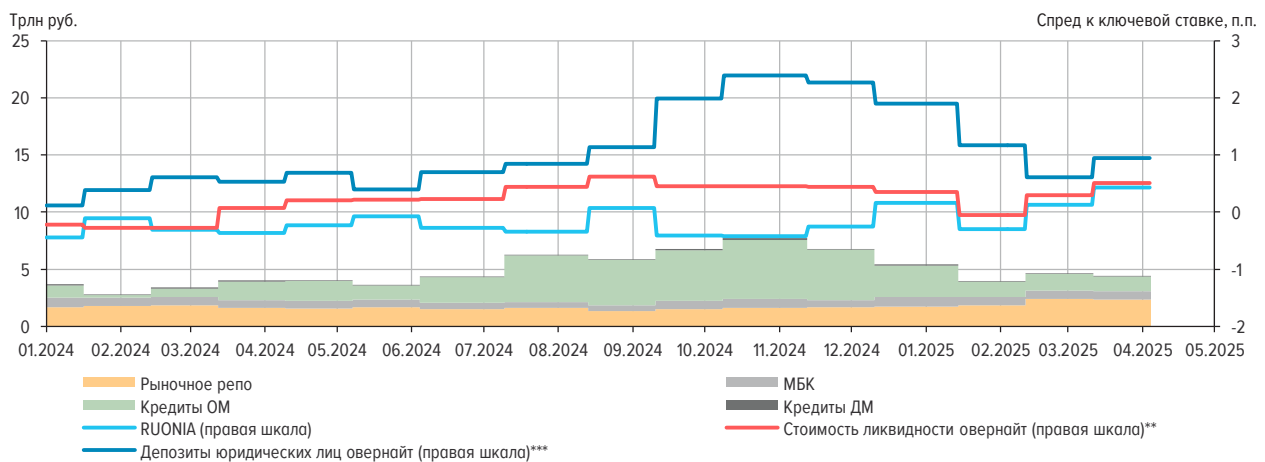


Источник: расчеты Банка России.

Источник: расчеты Банка России.

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

Рис. 5



* Данные по 04.04.2025.

** Стоимость привлечения средств у юридических лиц с корректировкой на обязательные резервы. 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.

Бюджетные операции в целом привели к небольшому оттоку ликвидности, поскольку Банк России продолжал зеркалировать нетто-продажи валюты Минфином России за 2024 год¹. При этом в конце месяца выплачивались сезонно высокие годовые налоги. Также к перетоку ликвидности с корсчетов банков на счета по учету обязательных резервов привело регулирование обязательных резервов с перерасчетом. Почти на аналогичную величину (с исключением влияния роста резервируемых обязательств) был снижен размер обязательных резервов, подлежащих усреднению на корсчетах. В целом в основном из-за валютной переоценки резервируемых обязательств объем обязательных резервов в марте немного снизился.

В марте (как и в предыдущие месяцы) бюджетные расходы финансировались как за счет доходов бюджета, так и за счет сокращения депозитов Федерального казначейства (ФК). В целом этот процесс нейтрален для ликвидности банковского сектора. Но ее распределение между банками

¹ См. «Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики», № 1 (31), январь 2025 года.

меняется, так как расходы не всегда поступают в те же банки, из которых средства ранее были изъяты. По мере того как бюджетополучатели тратят полученные средства, они распределяются по банковскому сектору. Однако до этого момента банки, столкнувшиеся с оттоком ликвидности, должны компенсировать его, занимая средства на денежном рынке или у Банка России.

При этом заимствования у Банка России в марте снизились. Была планомерно погашена задолженность по операциям репо Банка России на срок 1 месяц. Одновременно снизился и спрос на кредиты постоянного действия Банка России в рамках основного механизма. Эти операции позволяют банкам улучшить значение норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ), поэтому системно значимые кредитные организации (СЗКО) активно привлекали такие кредиты в 2024 – начале 2025 г., несмотря на более высокую ставку по сравнению со стоимостью рыночных заимствований. Снижение спроса на кредиты Банка России может свидетельствовать об улучшении ситуации с соблюдением НКЛ. Об этом говорит и снижение краткосрочных ставок по депозитам юридических лиц, и их сближение со ставкой RUONIA².

Таким образом, банки, у которых сохранялась потребность в привлечении средств, частично переключились с операций Банка России на заимствования на денежном рынке. Чтобы создать условия для формирования рыночного равновесия, Банк России сокращал лимиты на своих депозитных аукционах: объем средств, размещенных на недельных депозитных аукционах, сократился с 1,8 трлн до 0,3 трлн рублей. Часть высвобожденных средств перешла на депозиты постоянного действия в Банке России. Некоторые банки смогли увеличить объемы размещения на денежном рынке, в том числе на длительные сроки. Однако для изменения структуры операций на денежном рынке и формирования равновесия в новых условиях требуется время. Поэтому ставки денежного рынка возросли. Для ограничения колебаний ставок денежного рынка в налоговый период Банк России провел аукцион репо «тонкой настройки» 27 марта³.

Банк России продолжит учитывать особенности спроса и предложения на денежном рынке и его возможности по перераспределению ликвидности при принятии решений о проведении своих операций. В том числе Банк России рассмотрит возможность изменения направления основных операций – недельных аукционов – до того, как банковский сектор перейдет к структурному дефициту ликвидности. В этом случае вместо недельных депозитных аукционов Банк России начнет проводить аукционы репо. Однако прочие элементы системы инструментов Банка России (включая операции постоянного действия) останутся неизменными.

После изменения направленности основных операций их главной целью останется сближение ставок межбанковского денежного рынка с ключевой ставкой. Вместе с тем для Банка России также важно сохранение рыночной активности. Чтобы избежать избыточного участия в перераспределении средств и замещения рыночного посредничества, Банк России будет стремиться проводить аукционы по управлению ликвидностью в одном направлении (либо предоставление, либо абсорбирование). По мере адаптации банковского сектора к изменившейся ситуации с ликвидностью ставки межбанковского денежного рынка сближаются с ключевой ставкой.

Прогноз баланса ликвидности на декабрьский период усреднения 2025 г.: дефицит от 1,6 трлн до 2,4 трлн рублей⁴. Переход к устойчивому дефициту произойдет за счет роста обязательных резервов, зеркалирования Банком России нетто-продаж валюты из ФНБ Минфином России в 2024 г. и небольшого увеличения объемов наличных в обращении.

² См. [«Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики», № 12 \(30\), декабрь 2024 года.](#)

³ См. [пресс-релиз Банка России от 24 марта 2025 года.](#)

⁴ См. [Комментарий к среднесрочному прогнозу от 26 февраля 2025 года.](#)

- **Денежный рынок.** В марте кривая ROISfix незначительно сдвинулась вверх на сроках до 1 года. Движения кривой на этом участке варьировались в диапазоне от +16 до +32 базисных пунктов. На дальнем участке кривая сдвинулась вниз на 22–53 базисных пункта. Движения кривой в марте объясняются в основном реакцией рынка на сигнал Банка России, который, по мнению аналитиков, остается жестким.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ROISFIX

Табл. 1

Срочность	1w	2w	1M	2M	3M	6M	1Y	2Y
31.03.2025	21,41	21,38	21,32	21,32	21,37	21,41	20,66	17,57
28.02.2025	21,09	21,11	21,12	21,16	21,15	21,14	20,88	18,10
Изменение, б.п.	+32	+27	+20	+16	+22	+27	-22	-53

- **ОФЗ.** В первой половине марта доходности ОФЗ преимущественно снижались. Наибольшие движения происходили в коротком и среднем сегментах кривой. Понижительная динамика кривой ОФЗ, несмотря на рост ставок IRS, была вызвана прежде всего снижением риск-премий и ослаблением геополитических рисков. После заседания Совета директоров Банка России 21 марта доходности ОФЗ несколько скорректировались вверх ввиду сохранения Банком России умеренно жесткого сигнала. Некоторые участники рынка восприняли сигнал скорее как некоторое ужесточение, но влияние на кривую доходности ОФЗ было ограниченным (+30–60 б.п. в среднем по всей длине). По итогам же марта в целом среднемесячные доходности ОФЗ значительно снизились по сравнению с предыдущим месяцем. В марте снизилась и вмененная инфляция из ОФЗ-ИН (с датой погашения в 2028 г.: -107 б.п., до 4,14%; с датой погашения в 2032 г.: -33 б.п., до 6,15%).

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ

Табл. 2

Срочность	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
31.03.2025	18,20	16,66	16,11	15,72	15,53	15,33
28.02.2025	18,93	17,94	17,25	16,41	15,94	15,52
Изменение, б.п.	-73	-129	-114	-69	-41	-19
Среднее за март 2025 г.	17,84	16,23	15,64	15,25	15,09	14,95
Среднее за февраль 2025 г.	18,91	18,08	17,50	16,77	16,35	15,96
Изменение, б.п.	-106	-185	-186	-153	-126	-101

Ликвидность вторичного рынка ОФЗ выросла. Среднедневной оборот торгов составил 41,3 млрд руб. (в феврале: 34,6 млрд руб./день). Структура и поведение участников рынка несколько изменились. Основными покупателями оставались некредитные финансовые организации, в том числе в рамках доверительного управления (131,4 млрд руб.). Существенно увеличилась активность иностранных инвесторов (25,1 млрд руб.). Крупнейшими нетто-продавцами в марте стали СЗКО (-233,0 млрд руб.).

В марте Минфин России провел 4 аукционные недели, на каждой из которых снова, как и месяцем ранее, предложил только классические ОФЗ-ПД. При этом спрос на облигации был в основном сформирован коллективными инвесторами; активными на первичном рынке оставались и СЗКО. Ведомство продолжает предлагать преимущественно длинные выпуски со срочностью более 10 лет, начиная со второго полугодия 2024 года. В результате улучшения конъюнктуры долгового рынка спросом инвесторов вновь стали пользоваться классические бумаги с фиксированной доходностью. Это способствовало снижению премии к доходности вторичного рынка, которая колебалась в диапазоне от -15 до +9 базисных пунктов.

Минфин России установил план по заимствованию на 2025 г. в размере 4,8 трлн рублей. По итогам 1к25 программа заимствований в этом квартале выполнена на 23% от годового плана.

- **Рынок корпоративных облигаций.** В марте доходности корпоративных облигаций в среднем находились ниже значений февраля (в среднем за март: 21,70%; февраль: 22,58%), однако на 31.03.2025 индекс IFX-Cbonds был на уровне 22,26% (+36 б.п. м/м). Средний за месяц спред индекса к доходности ОФЗ расширился, составив 380 б.п. (февраль: 353 б.п.), и остается выше среднего значения за 2022–2024 годы. При этом расширение спреда было заметнее среди бумаг с более низким рейтингом, в то время как спреды бумаг надежных заемщиков почти не изменились: IG – 300 б.п. (+58 б.п. м/м), BB/ruBBB – 4195 б.п. (+2562 б.п. м/м), B/ruB – 1628 б.п. (+202 б.п. м/м).

На первичном рынке в марте корпоративные заемщики привлекли на 60% больше средств, чем месяцем ранее, и в 2 раза больше, чем за аналогичный период 2024 г. (март 2025 г.: 1,06 трлн руб.; февраль 2025 г.: 659 млрд руб.; март 2024 г.: 585 млрд руб.), включая выпуски в юанях и замещающие облигации. Прирост портфеля корпоративных облигаций в марте был наибольшим с начала года, но ниже медианы 2014–2021 гг. (март 2025 г.: +1,3%; медиана: 1,75%). Текущая активность на рынке корпоративного долга, вероятно, была связана с временным улучшением рыночных условий на фоне снижения геополитических рисков, с ожиданиями смягчения денежно-кредитных условий в ближайшем квартале (доля размещения ценных бумаг с плавающим купонным доходом нефинансовыми компаниями значительно возросла: март 2025 г. – 52%; январь – февраль 2025 г. – меньше 10%), а также с жесткими условиями банковского кредитования.

Общий объем рынка корпоративных облигаций на конец марта составил 31,4 трлн руб. (+21,9% г/г; март 2024 г.: 25,8 трлн руб.).

Замещающие облигации в марте не размещались. Доходность индекса замещающих облигаций, по данным Cbonds, практически не изменилась и на конец месяца составила 7,8% (-19 б.п. м/м). Спред к UST со схожей дюрацией также не изменился относительно конца февраля (март 2025 г.: 391 б.п.; февраль 2025 г.: 397 б.п.).

Рублевые ставки банков

- **Депозитные ставки.** В феврале средневзвешенные ставки по рублевым депозитам продолжили плавно снижаться ввиду корректировки вниз ожиданий банков по дальнейшей траектории ключевой ставки после февральского заседания Совета директоров Банка России. Краткосрочные ставки⁵ снизились на 0,1 п.п., до 21% годовых, а долгосрочные – на 0,2 п.п., до 19,8% годовых (рис. 12). Ослабление конкуренции банков за клиентские средства, связанное как с замедлением кредитной активности, так и со смягчением требований к соблюдению нормативов ликвидности⁶, также содействовало снижению депозитных ставок. Кроме того, оно позволило части крупнейших игроков рынка уменьшить приветственные надбавки для новых клиентов. Оперативные индикаторы свидетельствуют о сохранении понижающей динамики депозитных ставок и в марте, причем более ощутимо – в сегменте на срок от 3 до 6 месяцев. Индекс FRG100⁷ за месяц снизился на 0,5 п.п. (рис. 13).

⁵ Ставки по краткосрочным депозитам – на сроки до года, кроме «до востребования», краткосрочным кредитам – на сроки до года, долгосрочным депозитам и кредитам – на сроки свыше года.

⁶ См. [«Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики», № 2 \(32\), февраль 2025 года.](#)

⁷ Средняя ставка 85 крупнейших депозитных банков по вкладам сроком 1 год на сумму от 100 тыс. руб., по данным информационного агентства Frank RG.

- **Корпоративные кредитные ставки.** Ставки по кредитам нефинансовым организациям в феврале последовали за снижением доходностей на финансовых рынках в январе (рис. 12). При этом на -3,2 п.п. уменьшились ставки по краткосрочным кредитам, составив 20,6%. Это близко к значениям сентября – октября 2024 г., когда еще не произошло существенное ужесточение денежно-кредитных условий из-за ожиданий по траектории ключевой ставки, а также не проявлялось ограничивающее влияние на банки норматива краткосрочной ликвидности. Ставки по долгосрочным кредитам снизились до 16,6% после 17,2% в январе, но сохраняются на уровне, превышающем значения ноября – декабря 2024 года. На уровень ставок по долгосрочным кредитам нефинансовым организациям в том числе оказало влияние понижение доли операций на нерыночных условиях после предоставления значительного объема бюджетных средств в конце 2024 – начале 2025 года.
- **Розничные кредитные ставки.** Ставки по краткосрочным кредитам физическим лицам в феврале оставались высокими, составив 28,4% после 29,1% в январе. Высокие ставки розничного кредитования отражают в том числе сохраняющиеся жесткие подходы банков к отбору заемщиков и оценке рисков. Ставки по долгосрочным кредитам физлицам в феврале снизились до 20,2% годовых с 22,4% в январе из-за сезонного восстановления выдач ипотечных кредитов на фоне сокращения рынка необеспеченного потребительского кредитования (рис. 12). Средневзвешенная ставка по рублевым ипотечным жилищным кредитам в феврале уменьшилась на 0,5 п.п. в связи с ростом доли льготных операций в оборотах рынка, достигнув 7,7% годовых – уровня, близкого к минимальным значениям с начала 2023 года.

Темпы роста кредитных и депозитных агрегатов

- **Депозиты населения.** Несмотря на снижение, депозитные ставки остаются привлекательными и продолжают поддерживать сберегательные настроения населения. За февраль рублевый депозитный портфель населения увеличился на 2,0% после сезонного сокращения в январе. Основная часть прироста была обеспечена краткосрочными вкладами. Рост переводных депозитов в феврале возобновился, но был более умеренным в сравнении с февралем предыдущего года, в связи с чем их годовой темп роста замедлился. В результате и годовой прирост⁸ рублевых депозитов населения⁹ снизился до 29,9% после 30,9% в январе (рис. 14). В валютном сегменте депозитного рынка остатки вновь незначительно возросли, однако укрепление рубля в феврале привело к тому, что валютизация депозитов населения обновила исторический минимум, достигнув 5,5%.

По оперативным данным, в марте рост рублевого депозитного портфеля замедлился. Даже после снижения номинальные депозитные ставки превышают как фактическую инфляцию, так и инфляционные ожидания¹⁰. В этих условиях значительная часть прироста предложения в ближайшей перспективе по-прежнему будет приходиться на депозиты населения. Темпы их прироста будут определяться прежде всего суммарной динамикой кредитования экономики и иных источников денежного предложения.

⁸ 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.

⁹ Здесь и далее в состав депозитов населения включаются переводные депозиты и другие депозиты в соответствии с [Методологическим комментарием к Обзору банковской системы](#).

¹⁰ См. [«Инфляционные ожидания и потребительские настроения», № 2 \(98\), февраль 2025 года.](#)

- **Требования банковской системы к организациям.** Замедление роста требований к организациям в феврале было сопоставимо с январским, и их годовой прирост составил 16,8% после 17,9% в январе (рис. 15). Рублевые требования к организациям умеренно возросли, что в том числе соответствует росту экономической активности¹¹ по сравнению с январем. На замедление в динамике корпоративного кредитования продолжали влиять бюджетные расходы, осуществленные в конце 2024 – начале 2025 г., и в итоге февральский прирост требований к организациям был ниже прироста в феврале 2024 года. Требования к организациям в марте, по оперативным данным, умеренно возросли. Динамика корпоративного кредитования продолжает свидетельствовать в целом о замедлении кредитной активности по сравнению с аналогичными периодами 2023–2024 годов.
- **Требования банковской системы к населению.** Рост требований к населению в феврале продолжил замедляться: по итогам месяца годовой темп их прироста составил 7,4% после 8,6% в январе (рис. 15). Сохранялось устойчивое замедление неипотечного кредитования¹² – до 5,9% г/г после 8,0% в январе. Вместе с тем в ипотечном сегменте снижение годовых темпов роста оказалось более слабым, чем месяцем ранее, на фоне сезонного восстановления оборотов рынка: выдачи рублевых ипотечных жилищных кредитов в феврале возросли до 227 млрд руб. после 127 млрд руб. в январе (рис. 16). В итоге годовой прирост портфеля ипотечных жилищных кредитов в феврале снизился до 8,9% после 9,1% в январе. В марте прирост требований к населению, по оперативным данным, был околонулевым.

Темпы роста денежных агрегатов

- **Денежная масса.** В феврале рост денежных агрегатов замедлился. Годовые приросты денежной массы в национальном определении (M2) и широкой денежной массы (M2X) с исключением валютной переоценки сократились до 18,4 и 14,9% с 19,2 и 15,5% в январе соответственно (рис. 18). Определяющее влияние на динамику агрегатов оказало замедление темпа роста требований к экономике – ключевого источника формирования денежного предложения. По оперативным данным, сложившиеся тенденции в динамике денежных агрегатов наблюдались и в марте.
- **Источники денежного предложения.** В феврале годовой прирост требований банковской системы к экономике¹³ составил 14,1% после 15,2% месяцем ранее. Замедление кредитной активности в розничном и корпоративном сегментах привело к уменьшению вклада требований к экономике в прирост денежной массы до 15,6 с 16,9 п.п. в январе. Вклад бюджетных операций в формирование денежного предложения сохранился вблизи январского уровня, составив 2,8 п.п., что было обусловлено продолжавшимся авансированием госконтрактов. По оперативным данным, в марте вклад бюджетных потоков был отрицательным.
- **Компоненты денежной массы.** В феврале аналогично предыдущим месяцам значительная часть годового прироста денежной массы (11,6 п.п.) была обеспечена рублевыми депозитами населения. Наличные деньги в обращении вне банковской системы (M0) в феврале сократились, внося околонулевой вклад в изменение денежной массы.

¹¹ По результатам [Мониторинга предприятий](#) Банка России в феврале 2025 года.

¹² 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.

¹³ 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.

• Обменный курс (валютный канал)

По итогам марта рубль продолжил укрепляться по отношению к основным иностранным валютам; данная тенденция наблюдается с начала года (табл. 3). Это связано преимущественно со снижением российской риск-премии в связи с ожиданиями улучшения геополитического фона и возможного смягчения внешнеторговых ограничений, а также с ростом профицита торгового баланса. Поддержку рублю также оказывало ослабление доллара США на мировых рынках из-за ожиданий ускорения инфляции в этой стране на фоне новой тарифной политики администрации США. Среднемесячные значения курсов укрепились на 7,4% к доллару США, на 4,4% к евро и на 6,5% к юаню.

Спред курса доллара США к рублю, рассчитанного на внебиржевых котировках, и кросс-курса, рассчитанного через USD/CNY и USD/CNH, в марте оставался волатильным, сохранив динамику с конца января, и находился в диапазоне от -0,5 до 2,8%. 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)
31.03.2025	83,68	89,66	11,68
28.02.2025	87,70	92,04	12,12
Изменение, %	-4,58	-2,59	-3,65
В среднем за март	86,10	92,71	
В среднем за февраль	92,93	97,00	12,59
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 феврале укрепился на 8,0% (укрепление на 4,8% г/г). По предварительным данным, за март REER укрепился на 10,8% относительно февраля, и сейчас он находится заметно выше своей медианы последних лет (+12,2% к медиане с января 2015 г. по февраль 2025 г.).

• Российские рынки акций

Российский рынок акций по итогам марта снизился. На конец месяца Индекс МосБиржи был на уровне 3013 п. (- 6% м/м), при этом индекс волатильности (RV1) на конец марта составил 48 п. (+4 п. м/м).

Основное ослабление индекса по итогам торговых сессий происходило непрерывно с 19 марта. На динамику индекса оказывали влияние нереализовавшиеся ожидания быстрого улучшения геополитических условий, ожидания новых санкционных ограничений, конъюнктура мирового фондового рынка, а также сохранение умеренно жесткого сигнала Банка России по дальнейшей динамике ключевой ставки.

По итогам месяца наиболее сильно снизились отраслевые индексы ценных бумаг строительных компаний и информационных технологий (-10% м/м и -9% м/м), а также бумаг сектора электроэнергетики (-8% м/м).

• Внешние рынки

Средневзвешенная (по ВВП) ключевая ставка в странах с развитыми рынками в марте снова снизилась (-9 б.п., до 3,29%). Ряд стран продолжают цикл смягчения ДКП, в том числе еврозона (-25 б.п., до 2,5%), Канада (-25 б.п., до 2,75%), Исландия (-25 б.п., до 7,75%). Средневзвешенная ставка в странах с развивающимися рынками при этом демонстрировала противоположную динамику за счет Бразилии (+100 б.п., до 14,25%), Казахстана (+125 б.п., до 16,5%), Узбекистана (+50 б.п., до 14,0%) и Ганы (+100 б.п., до 28,0%). Мексика (-50 б.п., до 9,0%) и Турция (-250 б.п., до 42,5%), напротив, снижали ставку. В целом большинство мировых центральных банков взяли паузу, сохраняя февральский уровень базовых ставок.

Среднемесячные доходности американских казначейских облигаций по итогам марта снизились по всей длине, как и месяцем ранее (табл. 4). Это произошло на фоне замедления роста потребительских цен (CPI в феврале: 0,22% м/м; в январе: 0,47% м/м), а также протекционистской политики администрации США; рынок ожидает, что импортные пошлины на товары ряда стран могут привести к рецессии американской экономики.

За март доходности европейских облигаций умеренно выросли (+10–30 б.п. в среднем по всей длине). Динамика доходностей преимущественно была обусловлена утверждением Европейской комиссией дополнительных оборонных расходов. Представители ЕЦБ также заявили, что, скорее всего, возьмут паузу на апрельском заседании.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ UST

Табл. 4

Срочность	2Y	5Y	10Y
31.03.2025	3,89	3,96	4,23
28.02.2025	3,99	4,03	4,24
Изменение, б.п.	-10	-7	-1
Среднее за март 2025 г.	3,97	4,04	4,28
Среднее за февраль 2025 г.	4,21	4,28	4,45
Изменение, б.п.	-24	-24	-17

Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

Индекс доллара США DXY продолжил снижаться (-3,2%, до 104,2 п.). Большинство валют СФР в марте демонстрировало укрепление относительно доллара США (BRLUSD: -3,0%; CNYUSD: -0,2%; TRYUSD: +4,0%; MXNUSD: -0,3%). Исключение составила Турция, национальная валюта которой ослабилась из-за усиления внутренней политической напряженности.

По итогам марта мировые рынки акций в большинстве стран находились под давлением (S&P 500: -5,8%; Stoxx 600: -4,2%; Nikkei 225: -4,1%; SSE Composite: +0,5%; Nifty 50: +6,3%; MSCI ACWI: -4,1%). Введение более жестких, чем ожидали участники рынка, тарифных пошлин администрацией США спровоцировало дальнейшую волну распродаж на глобальных рынках в начале апреля. Инвесторы опасаются, что ответные меры ряда стран еще больше ударят по экономическому росту в разных регионах мира, а также снизят потенциал мировой экономики.

Таблицы и графики

В МАРТЕ ДИНАМИКА НАЛИЧНЫХ ДЕНЕГ И ИЗМЕНЕНИЕ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ ПРИВЕЛИ К ПРИТОКУ ЛИКВИДНОСТИ, БЮДЖЕТНЫЕ ОПЕРАЦИИ – К ОТТОКУ (ТРЛН РУБ.)

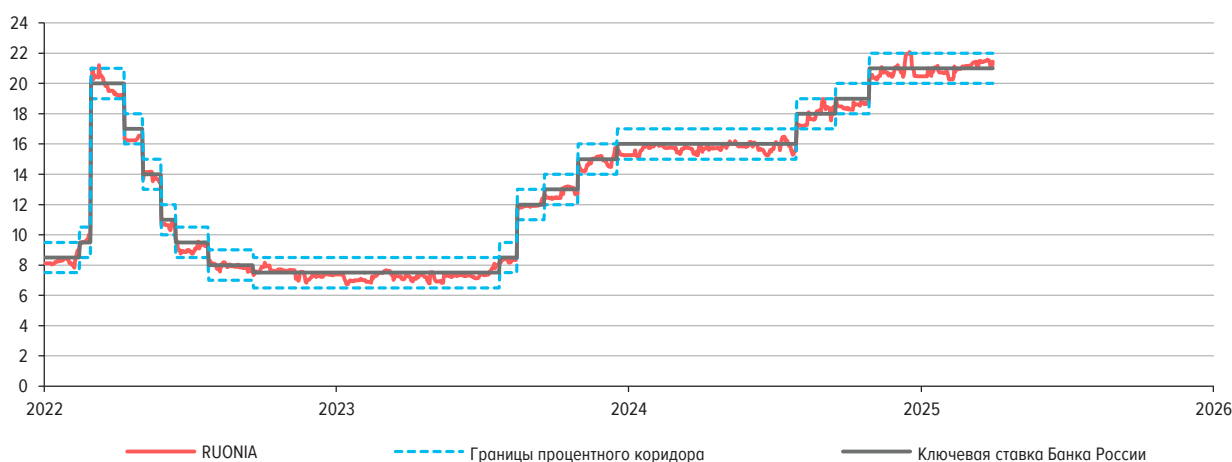
Табл. 5

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

* 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 (%)

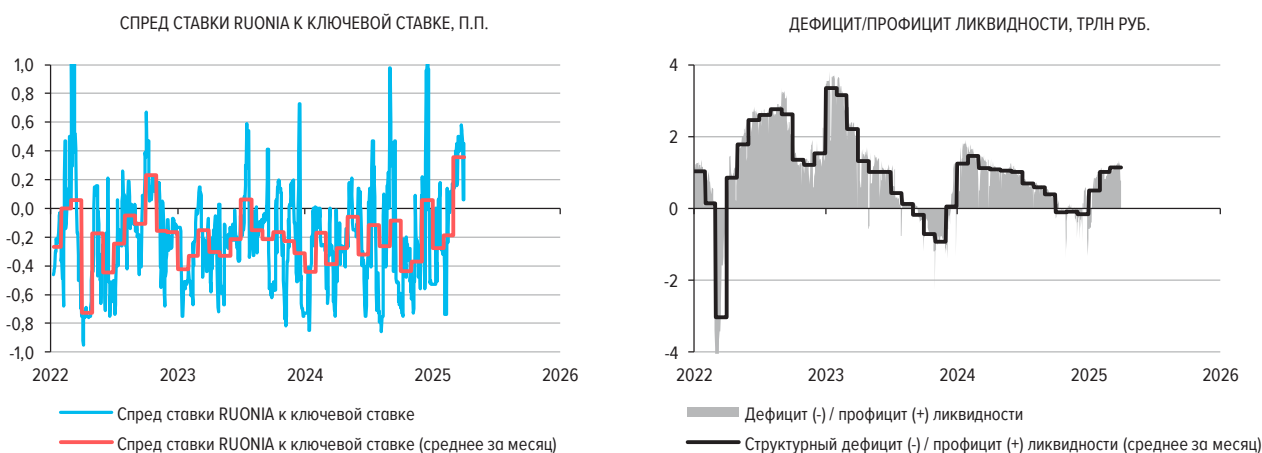
Рис. 6



Источник: расчеты Банка России.

СПРЕД СТАВКИ RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ В МАРТЕ ПЕРЕШЕЛ В ПОЛОЖИТЕЛЬНУЮ ОБЛАСТЬ

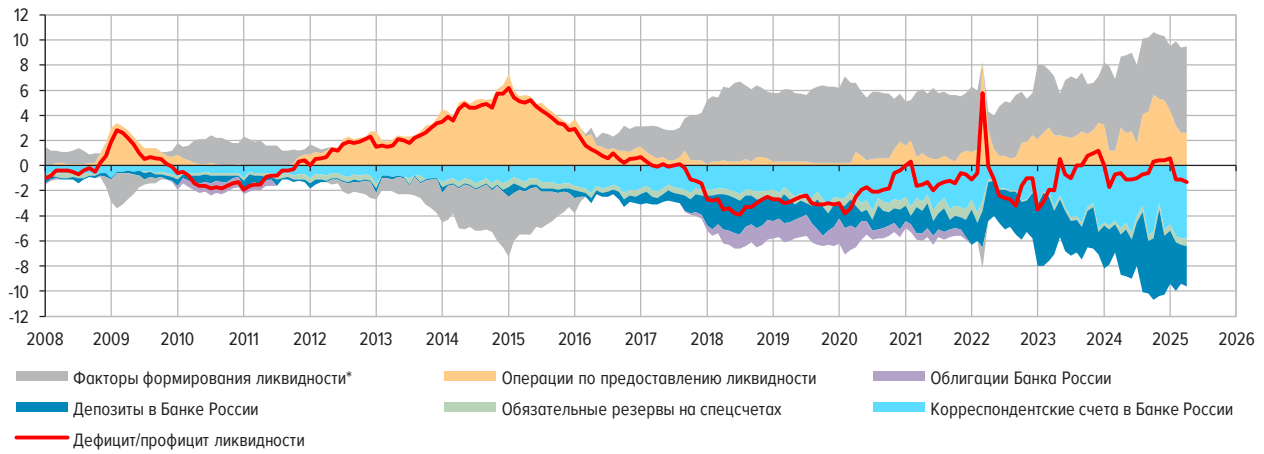
Рис. 7



Источник: расчеты Банка России.

БАЛАНС БАНКА РОССИИ
(ТРЛН РУБ.)

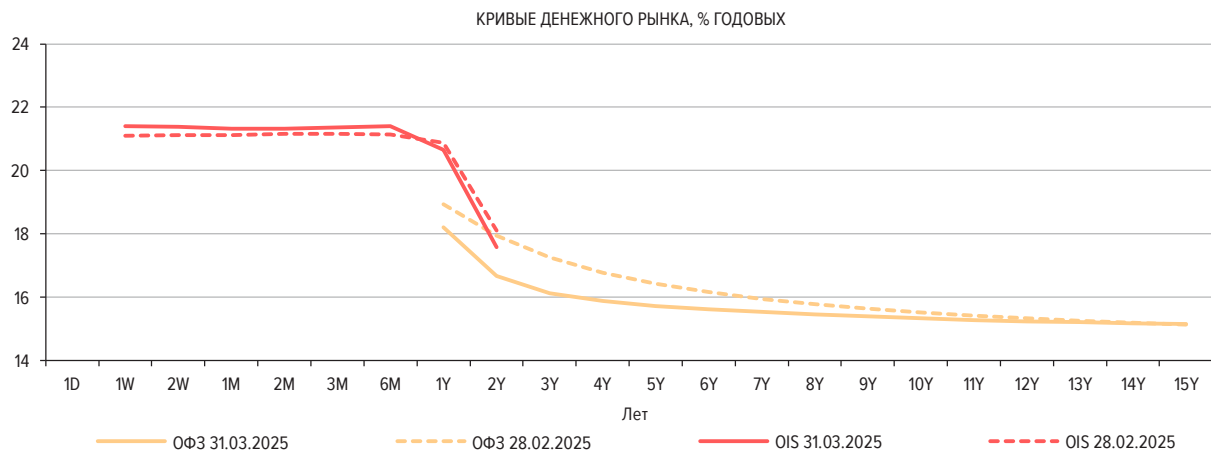
Рис. 8



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

В МАРТЕ КРИВЫЕ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА ВЫРОСЛИ НА БЛИЖНЕМ КОНЦЕ И СНИЗИЛИСЬ НА ДАЛЬНЕМ

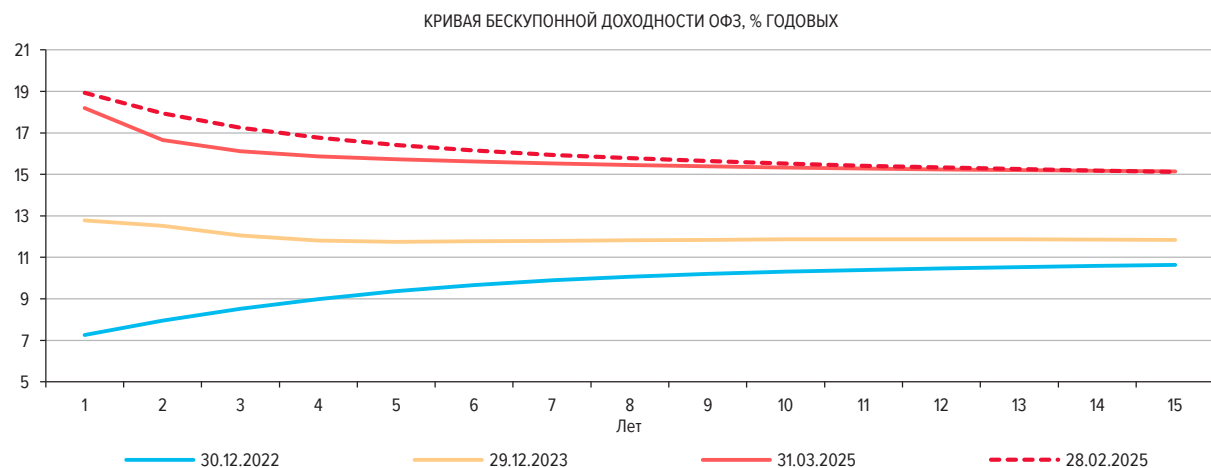
Рис. 9



Источники: ПАО Московская Биржа, НФА.

В МАРТЕ КРИВАЯ ОФЗ СНИЗИЛАСЬ НА СРОКАХ ОТ 1 ГОДА

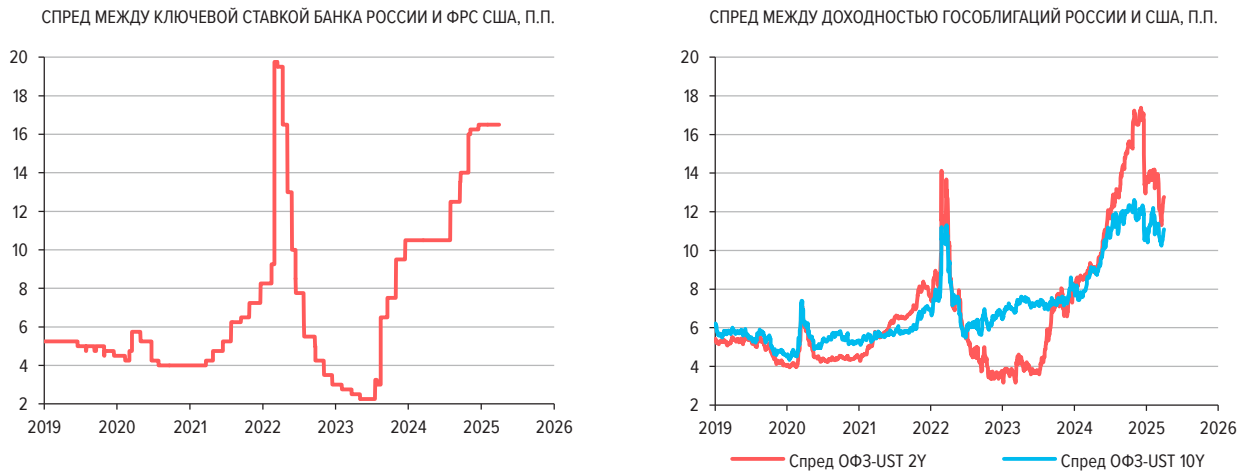
Рис. 10



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

СПРЕД МЕЖДУ ДОХОДНОСТЬЮ ГОСОБЛИГАЦИЙ РОССИИ И США СУЖАЛСЯ

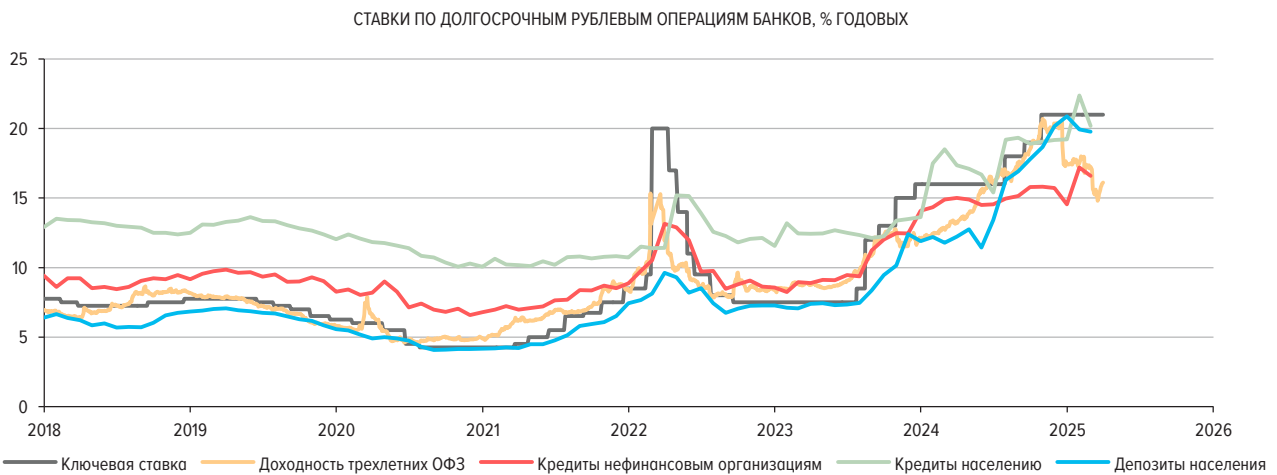
Рис. 11



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

В ФЕВРАЛЕ ДЕПОЗИТНЫЕ СТАВКИ ПРОДОЛЖИЛИ СНИЖАТЬСЯ

Рис. 12



Источник: Банк России.

ОПЕРАТИВНЫЕ ИНДИКАТОРЫ СВИДЕТЕЛЬСТВУЮТ О СНИЖЕНИИ СТАВОК ПО ДЕПОЗИТАМ В МАРТЕ

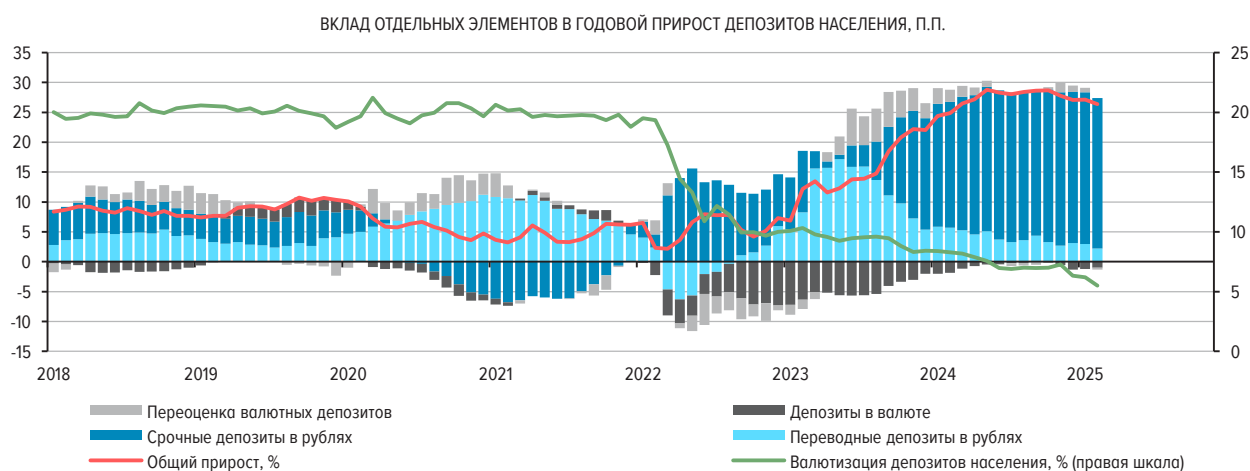
Рис. 13



* 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».

В ФЕВРАЛЕ НАСЕЛЕНИЕ АКТИВНО РАЗМЕЩАЛО СРЕДСТВА НА РУБЛЕВЫХ СРОЧНЫХ ДЕПОЗИТАХ

Рис. 14



Источник: расчеты Банка России.

РОСТ ТРЕБОВАНИЙ К ЭКОНОМИКЕ В ФЕВРАЛЕ ПРОДОЛЖИЛ ЗАМЕДЛЯТЬСЯ

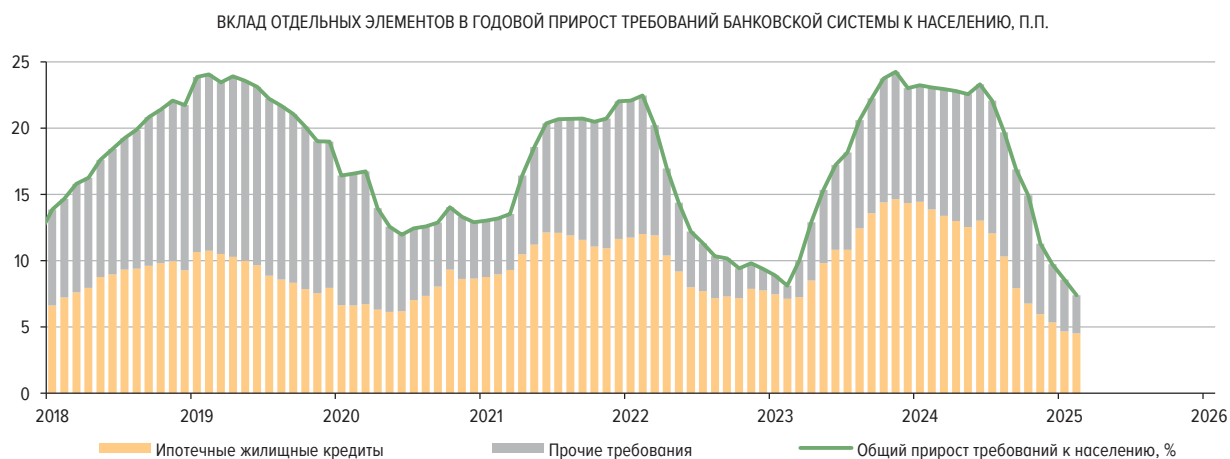
Рис. 15



Источник: расчеты Банка России.

ГОДОВЫЕ ТЕМПЫ РОСТА В СЕГМЕНТАХ КРЕДИТНОЙ РОЗНИЦЫ СНИЗИЛИСЬ

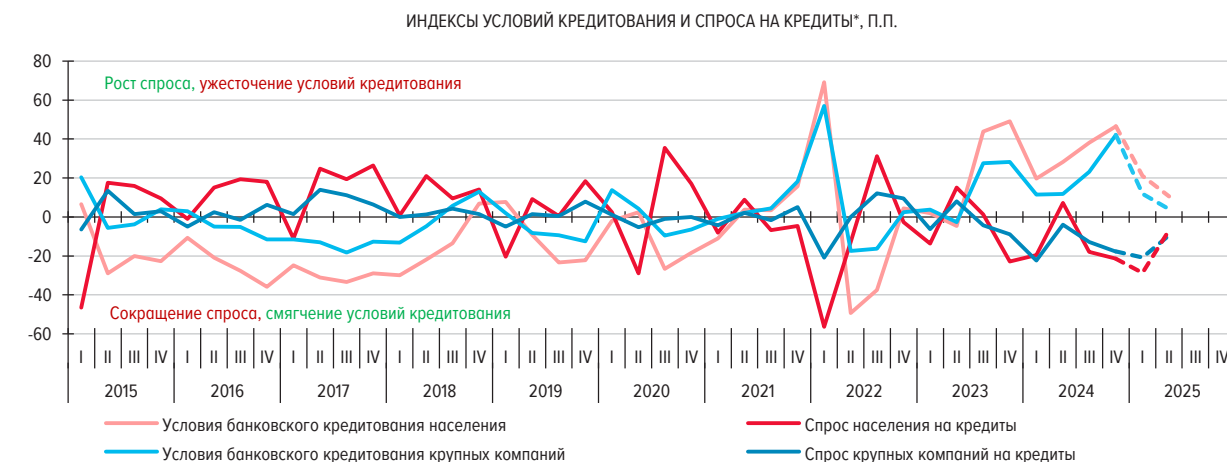
Рис. 16



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

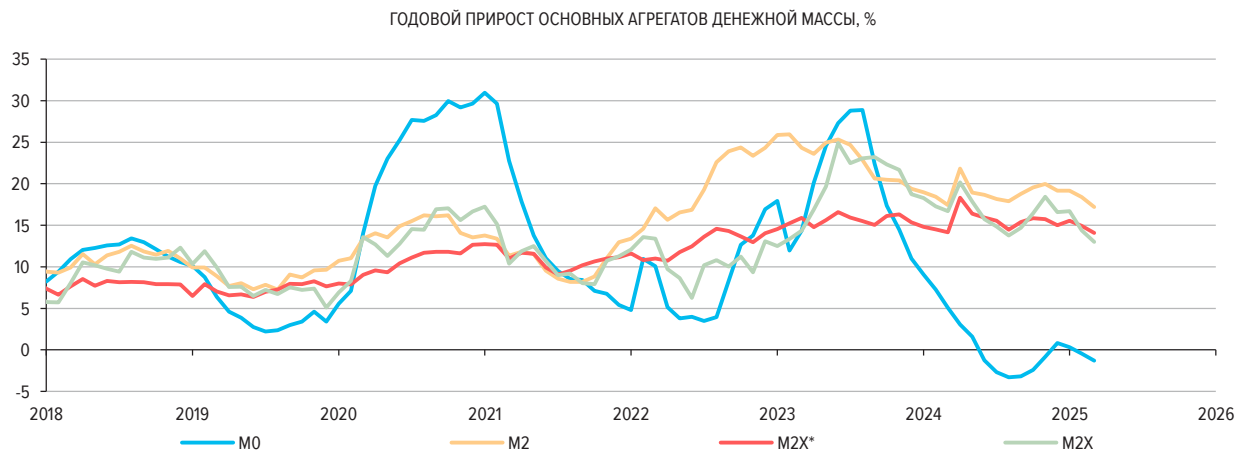
		Ноябрь 2024	Декабрь 2024	Январь 2025	Февраль 2025
Ставки по долгосрочным рублевым банковским операциям					
депозиты населения	% годовых	20,2	20,9	19,9	19,8
кредиты населению	% годовых	19,2	19,2	22,4	20,2
кредиты организациям	% годовых	15,7	14,6	17,2	16,6
Депозиты населения	% г/г, ИВП	27,8	27,1	27,1	26,4
в рублях	% г/г	30,9	31,0	30,9	29,9
в иностранной валюте	% г/г	-6,4	-15,0	-13,7	-12,3
валютизация	%	7,3	6,3	6,2	5,5
Требования банковской системы к экономике	% г/г, ИВП	17,6	16,3	15,2	14,1
к организациям	% г/г, ИВП	20,2	19,0	17,9	16,8
к населению	% г/г, ИВП	11,3	9,7	8,6	7,4
Денежная масса (M2)	% г/г	20,0	19,2	19,2	18,4
Широкая денежная масса (M2X)	% г/г, ИВП	15,7	15,0	15,5	14,9

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 – МАРТЕ ТЕМПЫ РОСТА ДЕНЕЖНЫХ АГРЕГАТОВ ЗАМЕДЛИЛИСЬ

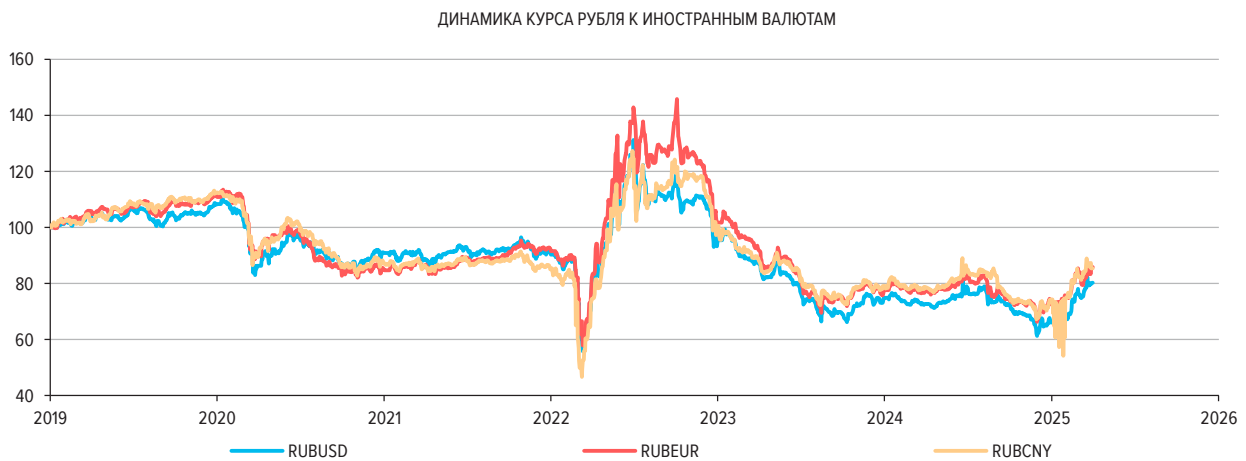
Рис. 18



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

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

Рис. 19



Источники: Sponds, расчеты Банка России.

РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК ДЕМОНСТРИРОВАЛ РАЗНОНАПРАВЛЕННУЮ ДИНАМИКУ

Табл. 7

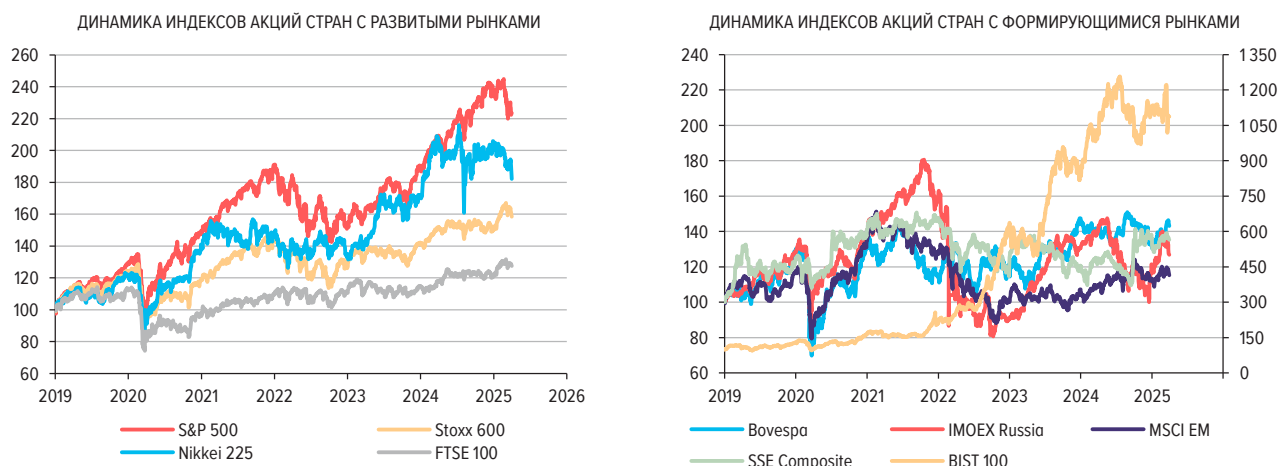
Показатель		31.03.2025	1М	3М	6М	YTD	1Y
Российский финансовый рынок («+» – положительная динамика, «-» – негативная динамика)							
Курс рубля к доллару США		83,68	4,6	15,7	9,7	17,7	9,6
Индекс МосБиржи		3 013	-5,8	9,3	5,5	4,5	-9,0
Индекс РТС		1 110	-2,8	28,5	15,0	24,3	-1,6
Доходность государственных облигаций		15,74	-24	-30	-122	-30	250
Доходность корпоративных облигаций		22,26	36	-91	191	26	688
Доходность региональных облигаций		18,97	-17	-126	4	-83	480
RVI		48	4	13	17	13	26
Курсы валют (за доллар США, изменение в %, «+» – укрепление, «-» – ослабление)							
ПРС*	Индекс доллара США	104,21	-3,2	-3,5	3,4	-3,9	-0,3
	Евро	1,08	4,2	3,7	-2,9	4,4	0,3
	Японская иена	149,98	-0,4	-5,0	4,4	-4,7	-0,9
	Фунт стерлингов	1,29	2,7	2,7	-3,4	3,2	2,3
СФР	Рубль	83,00	7,1	21,5	10,6	27,0	9,5
	Бразильский реал	5,71	3,0	7,8	-4,7	7,7	-13,8
	Мексиканское песо	20,47	0,3	-0,7	-4,0	1,8	-23,1
	Китайский юань	7,26	0,2	0,6	-3,4	0,6	-0,4
	Турецкая лира	37,95	-4,0	-7,9	-11,0	-7,3	-17,3
	ЮАР	18,33	2,0	1,9	-6,1	2,9	3,2
Доходность 10-летних облигаций (% годовых, изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	4,23	-1	-39	42	-35	3
	Германия	2,74	33	34	61	37	44
	Япония	1,49	11	-315	64	-308	77
	Великобритания	4,68	20	357	68	359	75
СФР	Россия	15,33	-19	-11	-52	10	216
	Бразилия	14,95	-6	32	267	-19	402
	Мексика	9,69	-15	-114	37	-72	8
	Китай	1,88	10	18	-30	21	-37
	Турция	31,21	351	186	272	406	444
	ЮАР	10,61	8	157	176	157	-28
CDS-спреды 5Y (б.п., изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	37	3	8	2	8	1
	Германия	14	1	0	3	0	3
	Япония	17	1	-3	-2	-3	-2
	Великобритания	21	2	0	-1	0	-9
СФР	Бразилия	178	4	-24	32	-29	46
	Мексика	130	14	-2	15	-6	42
	Китай	54	6	-11	-6	-12	-18
	Турция	307	59	56	50	54	15
	ЮАР	227	32	37	51	35	-27
Индексы акций (п., изменение в %, «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	S&P 500	5 612	-5,75	-6,0	-2,6	-4,6	6,8
	Stoxx 600	534	-4,18	5,3	2,1	5,2	4,1
	Nikkei 225	35 618	-4,14	-11,6	-6,1	-10,7	-11,3
	FTSE 100	8 583	-2,58	5,3	4,2	5,0	7,9
СФР	MSCI EM	1 101	0,38	1,7	-5,9	2,4	5,9
	Bovespa	130 260	6,08	8,3	-1,2	8,3	1,7
	IPC Mexico	52 484	0,21	6,4	0,0	5,9	-8,5
	SSE Composite	3 336	0,45	-1,9	0,0	-0,5	10,8
	BIST 100	9 659	0,01	-3,7	-0,1	-1,7	6,4
	FTSE/JSE	88 637	3,14	4,6	2,4	5,4	18,9

* Промышленно развитые страны.

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

В МАРТЕ 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» – 31.03.2025;
- в разделе «Рублевые ставки банков» – 01.03.2025, для оперативных данных – 31.03.2025;
- в разделе «Темпы роста кредитных и депозитных агрегатов» – 01.03.2025;
- в разделе «Темпы роста денежных агрегатов» – 01.03.2025, для оперативных данных – 01.04.2025.

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