



Банк России



Апрель 2025 года

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ И ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Информационно-аналитический комментарий

14 мая 2025 года

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

Индикаторы денежно-кредитных условий (ДКУ) в марте – апреле менялись разнонаправленно, но в целом указывали на сохранение жесткости (рис. 1). Инфляционные ожидания населения и бизнеса сохранялись повышенными. Реальные ставки в некоторых сегментах финансового рынка вернулись к уровням января – февраля, вмененная инфляция снижалась. Продолжилось снижение депозитных ставок. Условия банковского кредитования (УБК) оставались жесткими, кредитная активность в корпоративном и розничном сегментах в марте – апреле была слабой, что определяющим образом сказалось на замедлении годового роста денежных агрегатов.

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.

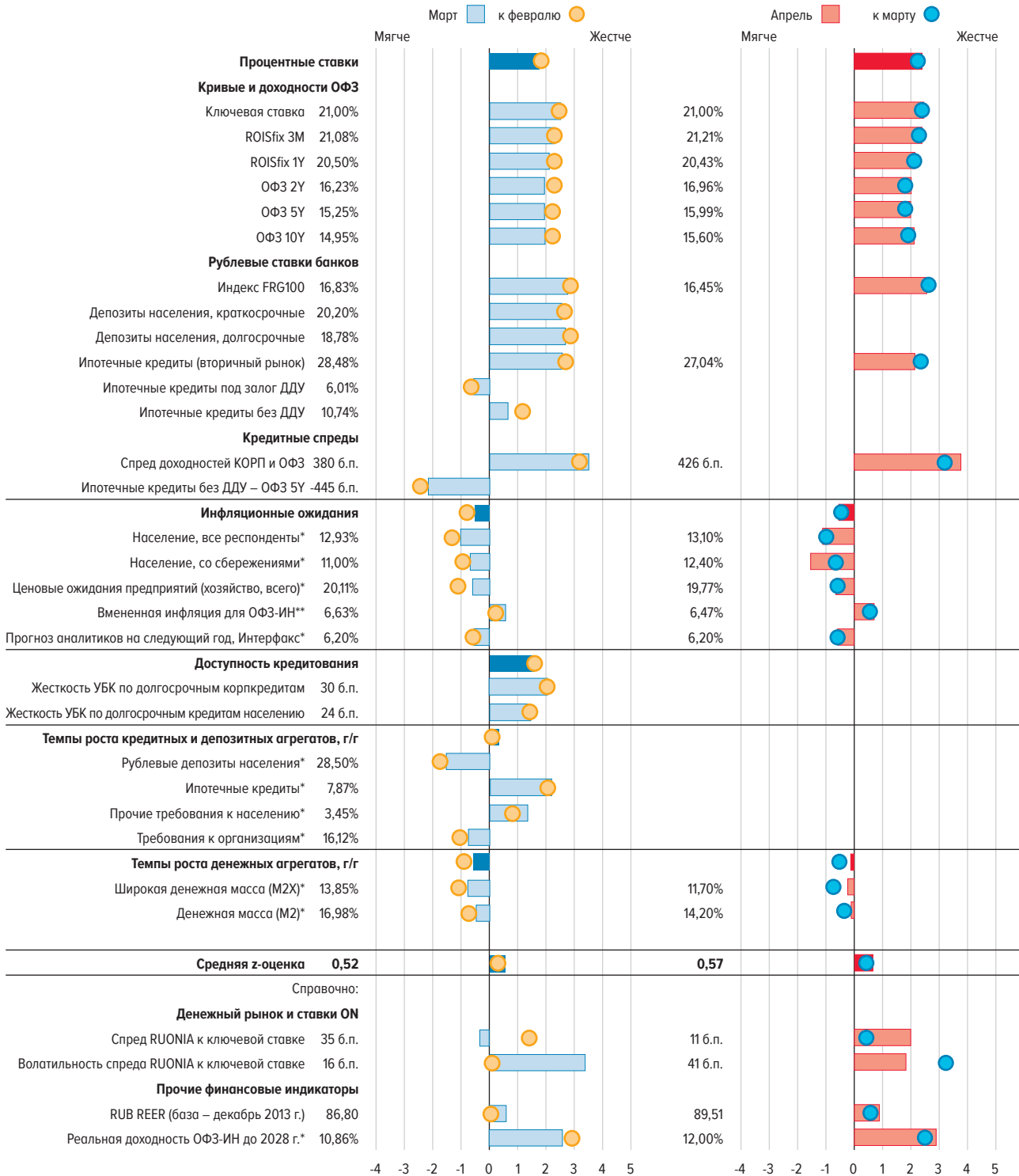
В этом материале кратко охарактеризованы работа денежно-кредитной трансмиссии и условия ее функционирования.

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 март 2025 г. (левый график) и по апрель 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.

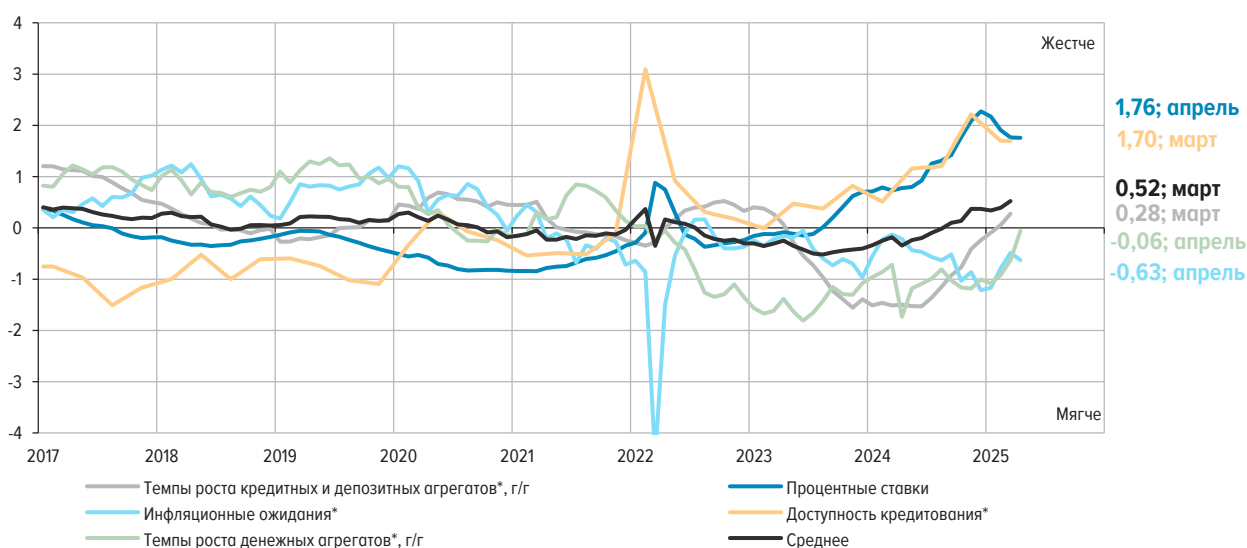
* По показателям посчитана обратная z-оценка.

** 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 25 апреля 2025 г. принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 21% годовых. Это решение совпало с ожиданиями рынка. Текущее инфляционное давление, в том числе устойчивое, продолжало снижаться, хотя и оставалось высоким. На среднесрочном горизонте баланс рисков для инфляции по-прежнему был смещен в сторону проинфляционных. По оценке Банка России, денежно-кредитные условия оставались жесткими под влиянием проводимой денежно-кредитной политики и автономных факторов.

Банк России заявил, что будет поддерживать такую жесткость денежно-кредитных условий, которая необходима для возвращения инфляции к цели в 2026 году. Это означает продолжительный период проведения жесткой денежно-кредитной политики. Дальнейшие решения по ключевой ставке будут приниматься в зависимости от скорости и устойчивости снижения инфляции и инфляционных ожиданий.

Большинство участников рынка считают, что пик ужесточения ДКП в этом цикле пройден, и ожидают начала смягчения ДКП во второй половине 2025 года.

• **Ликвидность банковского сектора и ставки овернайт (RUONIA).** В апреле спред RUONIA к ключевой ставке сузился. В среднем за месяц он сложился на уровне +11 б.п. (март: +35 б.п.). В середине апреля после перехода от недельных депозитных аукционов к аукционам репо спред вернулся в отрицательную область. Волатильность возросла и составила 41 б.п. (март: 16 б.п.).

Несмотря на сохранение профицита ликвидности в банковском секторе, ставки денежного рынка в начале апреля находились в верхней половине процентного коридора. Это было связано с ростом спроса на ликвидность со стороны отдельных участников рынка, который был не полностью компенсирован расширением предложения. Эти банки ранее привлекали кредиты постоянного действия Банка России, позволявшие им также выполнять норматив краткосрочной

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

Спред к RUONIA, ROISfix, п.п.

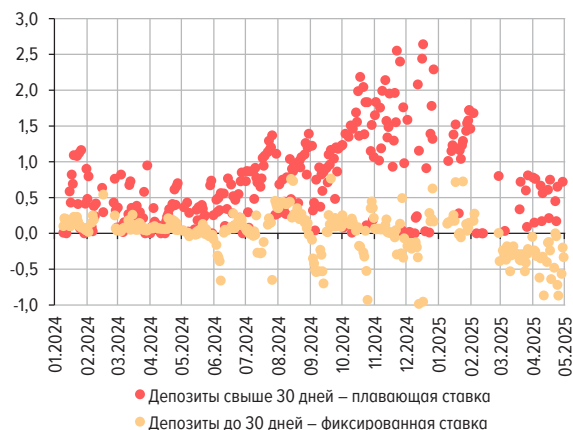
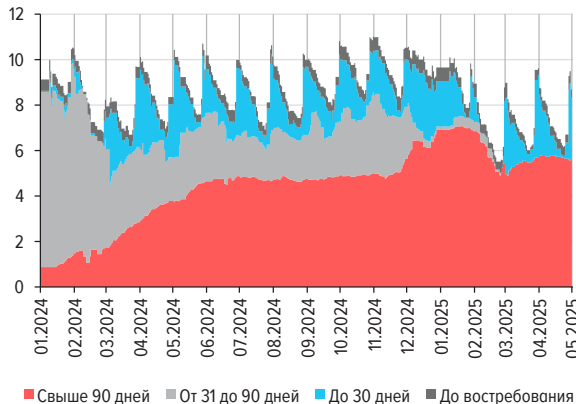


Рис. 3

ЗАДОЛЖЕННОСТЬ БАНКОВ ПО ОПЕРАЦИЯМ ФК

Рис. 4

Трлн руб.



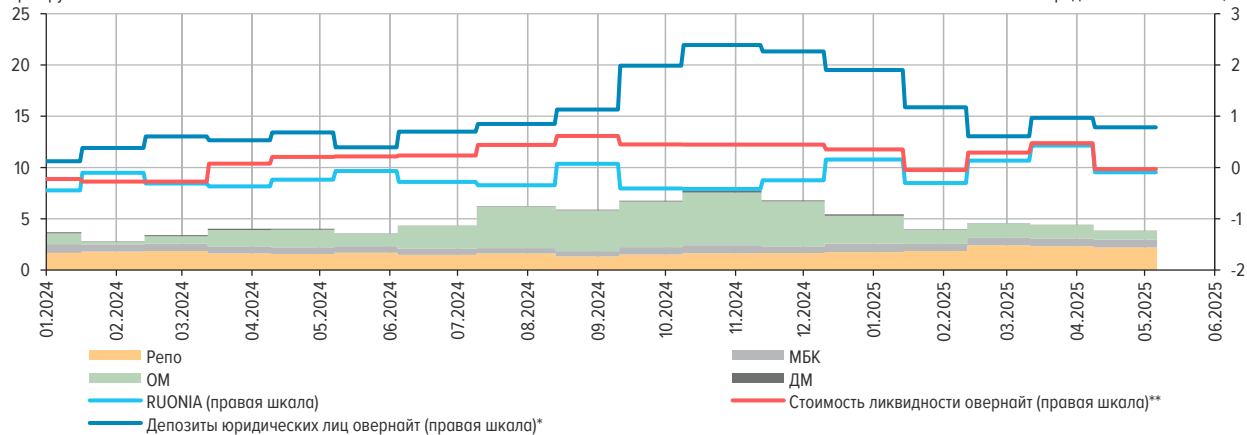
Источник: расчеты Банка России.

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

Рис. 5

Трлн руб.

Спред к ключевой ставке, п.п.



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

ликвидности (НКЛ)¹. Однако после улучшения ситуации с нормативной ликвидностью в феврале – марте эти банки переключились на рыночные операции по более низким ставкам. В таких условиях Банк России постепенно сокращал лимиты недельных депозитных аукционов. Вместе с тем не все банки, которые ранее участвовали в депозитных аукционах, вышли на денежный рынок – ряд из них предпочли размещать средства на депозиты постоянного действия в Банке России. Как следствие, повышательное давление на ставки денежного рынка сохранилось. Стоимость заимствований для банков в целом на всех сегментах денежного рынка сблизились, а ставки по краткосрочным депозитам юридических лиц стабилизировались около мартовских значений. Это также говорит о снижении влияния НКЛ на ценообразование на денежном рынке.

Для сближения ставок денежного рынка с ключевой ставкой в связи с ожидаемым дальнейшим снижением структурного профицита ликвидности Банк России принял решение с 15 апреля

¹ См. «Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики», № 3 (33), март 2025 года.

перейти к недельным аукционам репо вместо недельных депозитных аукционов². Участники, которые до этого привлекали средства на рынке по более высоким ставкам, частично переключились на недельные аукционы репо. В результате спрос на денежном рынке сократился, а предложение немного выросло, и спред вернулся в отрицательную область.

В условиях, когда банковский сектор переходит от структурного профицита к дефициту ликвидности или наоборот, волатильность ставок может временно повышаться. В такие периоды ситуация с ликвидностью у участников достаточно разнородная: одни испытывают потребность в размещении средств, другие – в их привлечении. Схожая ситуация наблюдалась в 2016 г., когда в условиях перехода к структурному профициту Банк России начал проводить недельные депозитные аукционы вместо аукционов репо. По мере роста структурного дефицита ситуация с ликвидностью у участников рынка станет более однородной: увеличится доля банков, испытывающих потребность в привлечении средств у Банка России. В результате волатильность ставок денежного рынка снизится, что позволит обеспечить их сохранение вблизи ключевой ставки. Со своей стороны, Банк России продолжит учитывать особенности перераспределения ликвидности на денежном рынке и будет определять параметры операций по управлению ликвидностью банковского сектора исходя из необходимости сохранения стимулов для самостоятельной адаптации рынка к новым условиям.

Влияние автономных факторов формирования ликвидности в апреле было вблизи нейтрального. К сезонному оттоку привел рост наличных денег в обращении (апрель: -0,2 трлн руб.; март: +0,2 трлн руб.), что в целом было около значений прошлого года. С начала текущего года наблюдается повышенный возврат наличных денег в банки, что может быть связано с привлекательными ставками по депозитам на фоне сохранения ключевой ставки на прежнем уровне. Бюджетные операции не привели к изменению уровня ликвидности. С одной стороны, был отток за счет продолжающегося зеркалирования Банком России нетто-продаж валюты Минфином России за 2024 год³. С другой стороны, на бюджетные счета поступила часть прибыли Банка России за 2024 год. Эти средства Федеральное казначейство (ФК) может направить на финансирование расходов или временно разместить на депозиты в банках. ФК в апреле размещало временно свободные бюджетные средства преимущественно на краткосрочных депозитах (на сроки 2–4 дня), чтобы иметь возможность оперативно направлять их на финансирование расходов. По мере роста потребности в ликвидности и улучшения ситуации с НКЛ банки продолжали увеличивать заимствования по операциям репо с ФК, частично заместив ими снижение депозитов ФК⁴. Объем обязательных резервов в апреле немного сократился. Это связано в том числе с переоценкой валютных обязательств банков.

Как и ранее в 2025 г., ожидается постепенное сокращение профицита ликвидности и переход к дефициту из-за зеркалирования Банком России нетто-продаж валюты из ФНБ Минфином России в 2024 г., роста обязательных резервов и небольшого увеличения объема наличных денег в обращении. Прогноз среднего баланса ликвидности за декабрьский период усреднения текущего года понижен и предполагает дефицит от 1,2 до 2,0 трлн рублей⁵.

- **Денежный рынок.** К концу апреля кривая ROISfix сдвинулась вниз на всех сроках до 2 лет, вернувшись к уровням конца февраля. Движения кривой на этом участке варьировались в диапазоне от -86 до -49 базисных пунктов. На дальнем конце наблюдался рост на 20 б.п.

² См. [пресс-релиз от 10 апреля 2025 года](#).

³ См. «Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики», № 1 (31), [январь 2025 года](#).

⁴ См. «Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики», № 3 (33), [март 2025 года](#).

⁵ См. [Комментарий к среднесрочному прогнозу от 12 мая 2025 года](#).

относительно конца марта, однако уровень доходности оставался ниже пиковых значений конца марта – середины апреля. Основное снижение кривой произошло в период «недели тишины» и продолжилось после заседания Совета директоров Банка России 25 апреля, на фоне усилившихся ожиданий достижения пика жесткости денежно-кредитной политики и ее последующего смягчения. Участники рынка воспринимают текущий уровень ключевой ставки как предельный и прогнозируют начало цикла снижения в начале второй половины 2025 года.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ROISFIX

Табл. 1

Срочность	1w	2w	1M	2M	3M	6M	1Y	2Y
30.04.2025	20,82	20,83	20,83	20,82	20,77	20,55	19,84	17,77
31.03.2025	21,41	21,38	21,32	21,32	21,37	21,41	20,66	17,57
Изменение, б.п.	-59	-55	-49	-50	-60	-86	-82	+20

- **ОФЗ.** В течение апреля доходности ОФЗ росли по всей длине. Наибольшие движения наблюдались в коротком и среднем сегментах кривой. Умеренная повышательная динамика кривой ОФЗ была вызвана более жестким, чем ожидал рынок, сигналом после заседания Совета директоров Банка России 21 марта. После апрельского заседания доходности ОФЗ скорректировались вниз ввиду смещения сигнала в сторону нейтрального. При этом намерение Банка России поддерживать жесткие ДКУ в течение длительного периода сохраняется. В апреле снижалась и вмененная инфляция из ОФЗ-ИН с датой погашения в 2028 г. (-15 б.п., до 4,0%), достигнув целевого уровня по инфляции, и ОФЗ-ИН с датой погашения в 2032 г. (-16 б.п., до 6,0%).

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ

Табл. 2

Срочность	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
30.04.2025	18,19	17,06	16,53	16,04	15,81	15,63
31.03.2025	18,20	16,66	16,11	15,72	15,53	15,33
Изменение, б.п.	-1	+40	+42	+32	+28	+30
Среднее за апрель 2025 г.	18,35	16,96	16,42	15,99	15,78	15,60
Среднее за март 2025 г.	17,84	16,23	15,64	15,25	15,09	14,95
Изменение, б.п.	+51	+73	+78	+74	+69	+65

Ликвидность вторичного рынка ОФЗ снизилась относительно предыдущего месяца. Среднедневной оборот торгов составил 29,2 млрд руб. (в марте: 41,3 млрд руб.). Структура и поведение участников рынка несколько изменились. Основными покупателями стали некредитные финансовые организации, в том числе в рамках доверительного управления (36,5 млрд руб.) и физические лица (16,3 млрд руб.). Крупнейшими нетто-продавцами в апреле оставались СЗКО (-32,1 млрд руб.).

В апреле Минфин России провел 5 аукционных недель, 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. Начиная со второй половины 2024 г. ведомство продолжает предлагать преимущественно длинные выпуски со срочностью более 10 лет. В результате улучшения конъюнктуры долгового рынка на фоне ожиданий скорого начала смягчения ДКП спросом инвесторов вновь стали пользоваться классические бумаги с фиксированной доходностью. Это способствовало снижению премии к доходности вторичного рынка, которая колебалась в диапазоне от -11 до +15 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 140% по вырубке.

- **Рынок корпоративных облигаций.** В апреле доходности корпоративных облигаций в среднем находились выше значений марта (в среднем за март: 21,70%; апрель: 22,43%), повторяя динамику ОФЗ. При этом средний за месяц спред индекса к доходности ОФЗ вновь расширился, составив 426 б.п. (март: 380 б.п.), и остается значительно выше среднего значения за 2022–2024 годы.

На первичном рынке в апреле объем новых выпусков корпоративных облигаций был на 12% меньше, чем месяцем ранее, и почти в 3 раза больше, чем за аналогичный период 2024 г. (апрель 2025 г.: 927 млрд руб.; март 2025 г.: 1,06 трлн руб.; апрель 2024 г.: 335 млрд руб.), включая выпуски в юанях, замещающие облигации и нерыночные размещения⁶. Прирост портфеля корпоративных облигаций в апреле был максимальным с начала года и соответствовал медиане 2014–2021 гг. (апрель 2025 г.: +2,6%; медиана: 2,5%). Активность на рынке корпоративных облигаций немного ослабла, вероятно, в связи с нереализовавшимися ожиданиями участников рынка относительно скорого снижения геополитических рисков, а также в связи с сигналом Банка России о необходимости сохранения жестких денежно-кредитных условий в продолжительном периоде для дальнейшего снижения инфляционного давления.

Общий объем рынка корпоративных облигаций на конец апреля составил 31,8 трлн руб. (+22,2% г/г; апрель 2024 г.: 26,0 трлн руб.).

Замещающие облигации в апреле не размещались. Доходность индекса замещающих облигаций, по данным Cbonds, выросла и составила на конец месяца 8,3% (+54 б.п. м/м). Спред к UST со схожей дюрацией также расширился относительно конца марта (апрель 2025 г.: 476 б.п.; март 2025 г.: 391 б.п.). Объем размещения бивалютных облигаций, номинированных в евро и долларах США, в апреле снизился (апрель: 129 млрд руб.; март: 185 млрд руб.).

Рублевые ставки банков

- **Депозитные ставки.** В марте средневзвешенные ставки по рублевым депозитам продолжили снижаться: краткосрочные ставки⁷ снизились на 0,8 п.п., до 20,2% годовых, а долгосрочные – на 1,0 п.п., до 18,8% годовых (рис. 12). Причинами этого стали ослабление конкуренции банков за клиентские средства, связанное с замедлением кредитной активности, и улучшение ситуации с выполнением банками норматива краткосрочной ликвидности. Оперативные индикаторы свидетельствуют о сохранении понижающей динамики рублевых депозитных ставок и в апреле – прежде всего в полугодовом сегменте. Можно также отметить, что в наибольшей степени это снижение затронуло как крупнейшие депозиты (свыше 1,4 млн руб.), так и депозиты на сумму ниже 50 тыс. рублей. Индекс FRG100⁸ за месяц снизился на 0,3 п.п. (рис. 13).
- **Корпоративные кредитные ставки.** Кредитные ставки оставались высокими, чему способствовала неизменность ключевой ставки (рис. 12). В марте ставки по кредитам нефинансовым организациям возросли после заметного снижения в феврале, обусловленного в основном увеличением доли кредитов в оборотах рынка, предоставленных по нерыночным ставкам. В краткосрочном сегменте ставка по кредитам приблизилась к уровню января,

⁶ [Cbonds.ru](https://cbonds.ru).

⁷ Ставки по краткосрочным депозитам – на сроки до 1 года, кроме «до востребования», краткосрочным кредитам – на сроки до 1 года, долгосрочным депозитам и кредитам – на сроки свыше 1 года.

⁸ Средняя ставка 85 крупнейших депозитных банков по вкладам сроком 1 год на сумму от 100 тыс. руб., по данным информационного агентства Frank RG.

составив 22,2%, а в долгосрочном – превысила январское значение, составив 18,7% и обновив локальный максимум.

- **Розничные кредитные ставки.** Жесткий подход банков к отбору заемщиков и оценке рисков в сочетании с неизменностью ключевой ставки способствовал сохранению в марте, по предварительным данным, розничных кредитных ставок на уровне предыдущего месяца. Стоимость краткосрочных кредитов для населения составила 28,2% годовых, долгосрочных – 20,3% (рис. 12). При этом наметилось снижение ставок предложения банками рыночной ипотеки, составившее за март – апрель, по данным АО «ДОМ.РФ», около 2,5 п.п. (рис. 13). Средневзвешенная ставка по рублевым ипотечным кредитам за счет преобладания льготных кредитов в оборотах рынка сложилась вблизи февральского уровня, составив 7,6%. Ставки по прочим долгосрочным потребительским кредитам, по оценкам, также в марте значительно не изменились и остались высокими.

Темпы роста кредитных и депозитных агрегатов

- **Депозиты населения.** В марте рублевый депозитный портфель населения вырос⁹ на 1,1%, его темпы роста год к году сократились до 28,5 с 29,9% по итогам февраля (рис. 14). При этом портфель переводных депозитов практически не изменился, в то время как объем срочных депозитов за месяц увеличился на 1,6%, что говорит о том, что банковский депозит – по-прежнему привлекательный для сбережений инструмент. В валютном сегменте депозитного рынка остатки на счетах в марте возросли на 0,8%, в годовом выражении объем валютных депозитов сократился на 11,6 против 12,3% в феврале.

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

- **Условия банковского кредитования.** В 1к25 условия банковского кредитования, по опросам банков¹¹, не изменились по сравнению с 4к24 во всех сегментах кредитного рынка, кроме потребительского кредитования, оставаясь жесткими (рис. 17). В сегменте же потребительских кредитов ужесточение условий продолжилось и в 1к25 – в основном за счет процентных ставок. Неценовые условия кредитования также сохранялись жесткими для розничных и крупных корпоративных заемщиков. В сегменте малого и среднего бизнеса банки отметили дальнейшее ужесточение неценовых условий в основном в части требований к заемщику, связывая это с ухудшением финансового положения компаний. Ограниченность капитала, как и в 4к24, отмечалась отдельными банками как фактор, действующий в сторону ужесточения условий кредитования.

Заметное смягчение условий кредитования банки ожидают только в розничном сегменте к концу 3к25. В корпоративном сегменте лишь отдельные банки предполагают возможное смягчение УБК. Спрос на новые кредиты со стороны всех основных категорий заемщиков,

⁹ 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.

¹⁰ См. [«Инфляционные ожидания и потребительские настроения»](#), № 4 (100), апрель 2025 года.

¹¹ [Опрос Банка России об итогах ежеквартального обследования условий банковского кредитования крупных банков.](#)

по ожиданиям банков – участников обследования, восстановится в 2–3к25 после выраженного снижения в 1к25, произошедшего под влиянием как жестких УБК, так и сезонности.

- **Требования банковской системы к организациям.** Кредитная активность в корпоративном сегменте рынка несколько возросла по сравнению с февралем, но оставалась заметно более умеренной, чем в 2024 году. Замедление годового роста требований к организациям продолжилось: по итогам марта прирост составил 16,1% против 17,2% месяцем ранее (рис. 15). Порядка 60% прироста требований за месяц обеспечило рублевое кредитование нефинансовых компаний. Портфель валютных требований также несколько увеличился в марте. По оперативным данным, в апреле прирост требований к организациям был сопоставим с мартовским.
- **Требования банковской системы к населению.** Продолжается замедление годового роста розничного кредитования под влиянием жесткой денежно-кредитной политики и мер макропруденциального регулирования, ограничивающих выдачу наиболее рискованных кредитов. По итогам марта годовой прирост требований к населению составил 5,7%, снизившись за месяц на 1,7 п.п. (рис. 15). В сегменте неипотеки за месяц по-прежнему наблюдалось сокращение портфеля¹², но менее выраженное, чем в конце 2024 года. Поддержку неипотечному кредитованию обеспечил сегмент кредитных карт. На ипотечном рынке продолжает преобладать льготное кредитование: объем предоставленных в марте кредитов составил 257 млрд руб. (после 227 млрд руб. в феврале), на 87% за счет кредитов на льготных условиях, прежде всего по программе «Семейная ипотека» (рис. 16). Годовой прирост портфеля ипотечных жилищных кредитов (без корректировки на сделки секьюритизации) снизился с 8,9% в феврале до 7,9% в марте, а задолженность населения по ИЖК¹³ с учетом кредитов, переданных в секьюритизированные пулы, замедлилась с 9,6 до 8,7% соответственно. В апреле, по оперативным данным, прирост требований к населению вновь продемонстрировал околонулевую динамику.

Темпы роста денежных агрегатов

- **Денежная масса.** В марте рост денежных агрегатов замедлился. Годовые приросты денежной массы в национальном определении (M2) и широкой денежной массы (M2X) с исключением валютной переоценки сократились до 17,0 и 13,8 с 18,4 и 14,9% в феврале соответственно (рис. 18). На динамику агрегатов значимо повлияло замедление темпа роста требований к экономике – ключевого источника формирования денежного предложения. По оперативным данным, сложившиеся тенденции в динамике денежных агрегатов наблюдались и в апреле.
- **Источники денежного предложения.** В марте годовой прирост требований банковской системы к экономике¹⁴ составил 13,1% после 14,4% месяцем ранее. Замедление кредитной активности в розничном и корпоративном сегментах привело к уменьшению вклада требований

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 В показателе «задолженность населения по ИЖК», помимо портфеля ИЖК, на балансе банков (по данным формы отчетности 0409316) также учитываются ИЖК, переданные ипотечным агентам в рамках сделок секьюритизации (по оценочным данным на основе формы отчетности 0409316 и бухгалтерской отчетности ипотечных агентов).

¹⁴ 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 долевого 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.

к экономике в прирост денежной массы до 14,8 с 15,9 п.п. в феврале. Вклад бюджетных операций в формирование денежного предложения сохранился вблизи уровня января – февраля, составив 2,9 процентного пункта. По оперативным данным, в апреле вклад бюджетных потоков был положительным.

- **Компоненты денежной массы.** В марте аналогично предшествующим месяцам значительная часть годового прироста денежной массы (11,3 п.п.) была обеспечена рублевыми депозитами населения. Объем наличных денег в обращении вне банковской системы (М0) в марте продолжил сокращаться (-1,4% г/г), внося отрицательный вклад в изменение денежной массы.

• Обменный курс (валютный канал)

В апреле рубль демонстрировал умеренную стабильность по отношению к основным иностранным валютам (табл. 3). С одной стороны, текущий уровень курса рубля по-прежнему определяется улучшением геополитического фона, профицитом торгового баланса и ослаблением доллара США на мировых рынках из-за сохраняющейся торговой напряженности между США и Китаем. С другой стороны, понижающее давление на курс формируется за счет оживления импорта, снижения цен на нефть и ожиданий смягчения ДКП в начале второй половины 2025 года. Среднемесячный курс рубля укрепился на 2,5 и 4,3% к доллару США и юаню соответственно, а к евро – ослаб на 3,9%.

Спред курса доллара США к рублю, рассчитанного на внебиржевых котировках, и кросс-курса, рассчитанного через USD/CNY и USD/CNH, в апреле оставался волатильным, сохранив динамику с 1к25, и находился в диапазоне от -1,3 до 1,8%. 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 (ММББ)
30.04.2025	81,56	93,17	11,17
31.03.2025	83,68	89,66	11,68
Изменение, %	-2,5	+3,9	-4,3
В среднем за апрель	83,18	93,66	11,34
В среднем за март	86,10	92,74	11,77
Изменение, %	-3,2	+1,0	-3,7

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 марте укрепился на 7,1% (укрепление на 8,8% г/г). По предварительным данным, за апрель REER укрепился на 3,2% относительно марта и сейчас находится выше своей медианы последних лет (+14,7% к медиане с января 2015 г. по март 2025 г.).

• Российские рынки акций

В начале апреля произошло резкое падение Индекса МосБиржи ниже 2600 п. впервые с декабря 2024 г., однако к концу месяца значения индекса выросли до 2900 пунктов. На его динамику влияли геополитические факторы, укрепление курса рубля, падение нефтяных котировок, введение импортных пошлин со стороны США и Китая. На конец месяца Индекс МосБиржи был на уровне 2918 п. (-3% м/м), при этом индекс волатильности (RVI) практически не изменился: на конец апреля он составил 47 п. (-1 п. м/м). По итогам месяца все отраслевые индексы продемонстрировали отрицательную динамику, наиболее сильное снижение наблюдалось в сферах информационных технологий (-9,6% м/м), металлов и добычи (-9,3% м/м) и телекоммуникаций (-7,3% м/м).

• Внешние рынки

Средневзвешенная (по ВВП) ключевая ставка в странах с развитыми рынками в апреле снова снизилась (-8 б.п., до 3,22%). Преимущественно ставки развитых стран остались неизменными, за исключением еврозоны (-25 б.п., до 2,25%) и Новой Зеландии (-25 б.п., до 3,5%). Средневзвешенная ставка в странах с развивающимися рынками при этом демонстрировала противоположную динамику за счет Уругвая (+25 б.п., до 9,25%) и Турции (+350 б.п., до 46%). В то же время другие страны продолжили цикл смягчения ДКП: Таиланд (-25 б.п., до 1,75%), Индия (-25 б.п., до 6%), Филиппины (-25 б.п., до 5,5%), Кения (-75 б.п., до 10%).

Среднемесячные доходности американских казначейских облигаций по итогам апреля снизились практически по всей длине, за исключением дальнего конца (табл. 4). Это произошло ввиду снижения ожидаемой траектории ставки ФРС США на фоне заявлений Д. Трампа о необходимости снижения ставки и протекционистской политики США, которая может привести к замедлению экономики США и необходимости ее поддержки более мягкой денежно-кредитной политикой.

За апрель доходности европейских облигаций снизились на 30–35 б.п. в среднем по всей длине. Динамика доходностей преимущественно была обусловлена усилением опасений замедления роста глобальной экономики на фоне введения импортных пошлин со стороны США и снижением темпов инфляции (ИПЦ г/г сократился до 2,2% в марте с 2,3% в феврале). В марте ЕЦБ заявлял о паузе на апрельском заседании, но 17 апреля все три базовые ставки были понижены на 25 базисных пунктов.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ UST

Табл. 4

Срочность	2Y	5Y	10Y
30.04.2025	3,60	3,72	4,17
31.03.2025	3,89	3,96	4,23
Изменение, б.п.	-29	-24	-6
Среднее за апрель 2025 г.	3,78	3,91	4,28
Среднее за март 2025 г.	3,97	4,04	4,28
Изменение, б.п.	-19	-13	0

Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

Индекс доллара США DXY продолжил движение вниз (-4,5%, до 99,5 п.), достигнув в апреле трехгодичного минимума на фоне внешнеторговой политики США и неопределенности действий администрации президента Д. Трампа. Валюты СФР в апреле демонстрировали разнонаправленную динамику относительно доллара США (BRLUSD: +0,6%; CNYUSD: -0,2%; TRYUSD: -1,14%; MXNUSD: +4,42%).

По итогам апреля мировые рынки акций двигались разнонаправленно (S&P 500: -0,7%; Stoxx 600: -1,2%; Nikkei 225: +1,2%; SSE Composite: -1,7%; Nifty 50: +3,5%; MSCI ACWI: +0,7%). В начале месяца S&P 500 показал максимальное за 5 лет падение после введения Д. Трампом тарифов с последующим восстановлением на фоне небольшого смягчения внешнеторговых условий. Азиатские рынки демонстрировали аналогичную динамику за счет тех же факторов, однако восстановление в конце месяца было дополнительно подкреплено ростом в технологическом секторе. Индийский рынок акций вырос в этом месяце ввиду большого притока иностранных инвестиций размером в 1,1 млрд долл. США и снижения ставки Резервного банка Индии.

Таблицы и графики

СОВОКУПНОЕ ВЛИЯНИЕ АВТОНОМНЫХ ФАКТОРОВ ФОРМИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ В АПРЕЛЕ
БЫЛО НЕЙТРАЛЬНЫМ
(ТРЛН РУБ.)

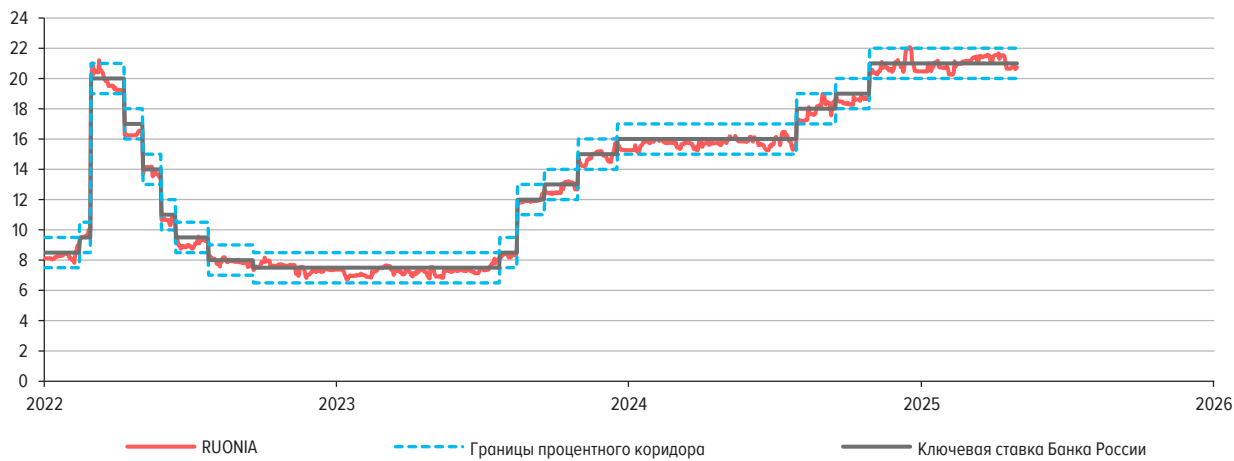
Табл. 5

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

* 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
(%)

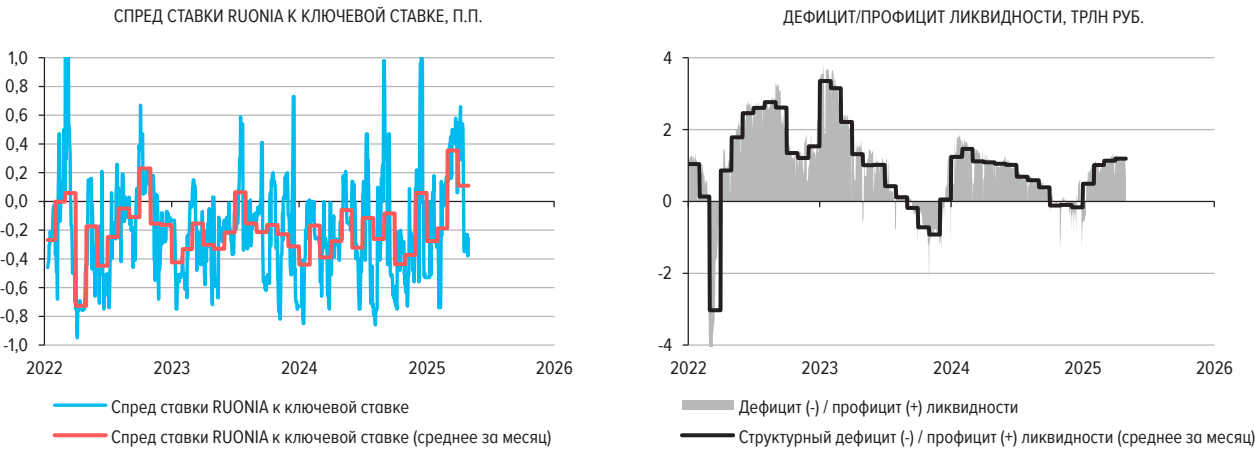
Рис. 6



Источник: расчеты Банка России.

СПРЕД RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ ВО ВТОРОЙ ПОЛОВИНЕ АПРЕЛЯ ВЕРНУЛСЯ В ОТРИЦАТЕЛЬНУЮ ОБЛАСТЬ

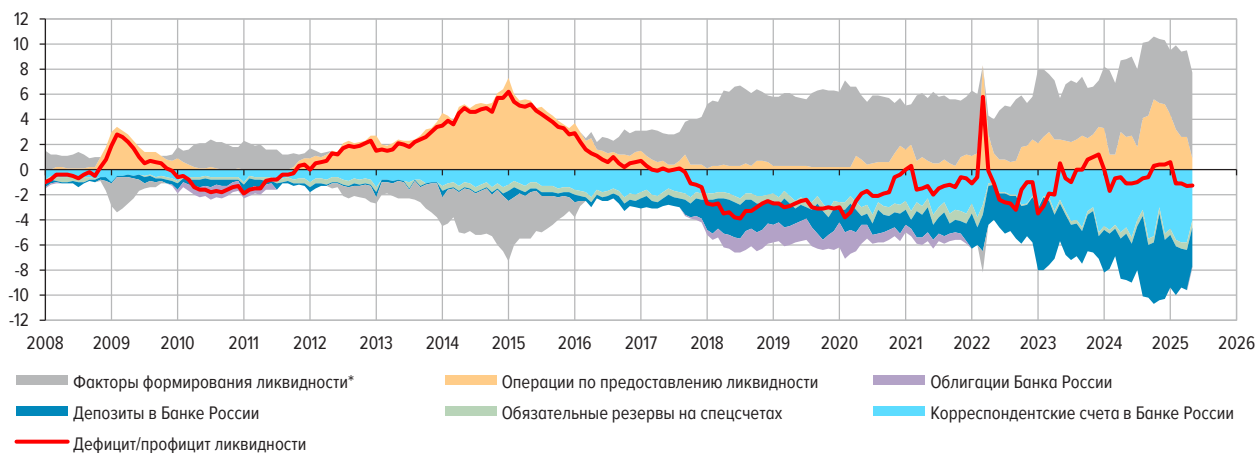
Рис. 7



Источник: расчеты Банка России.

БАЛАНС БАНКА РОССИИ
(ТРЛН РУБ.)

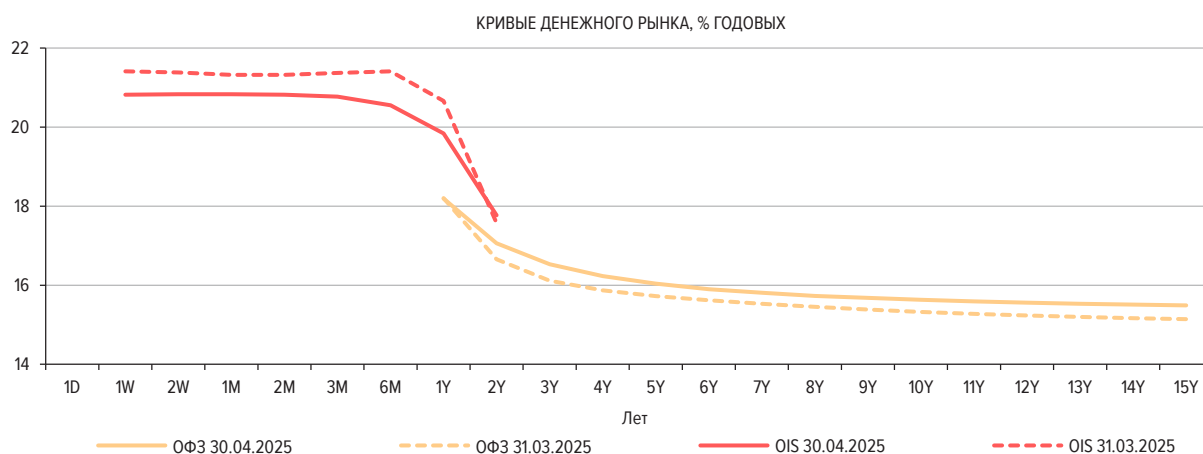
Рис. 8



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

В АПРЕЛЕ КРИВЫЕ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА ПОЧТИ НЕ ИЗМЕНИЛИСЬ ОТНОСИТЕЛЬНО МАРТА

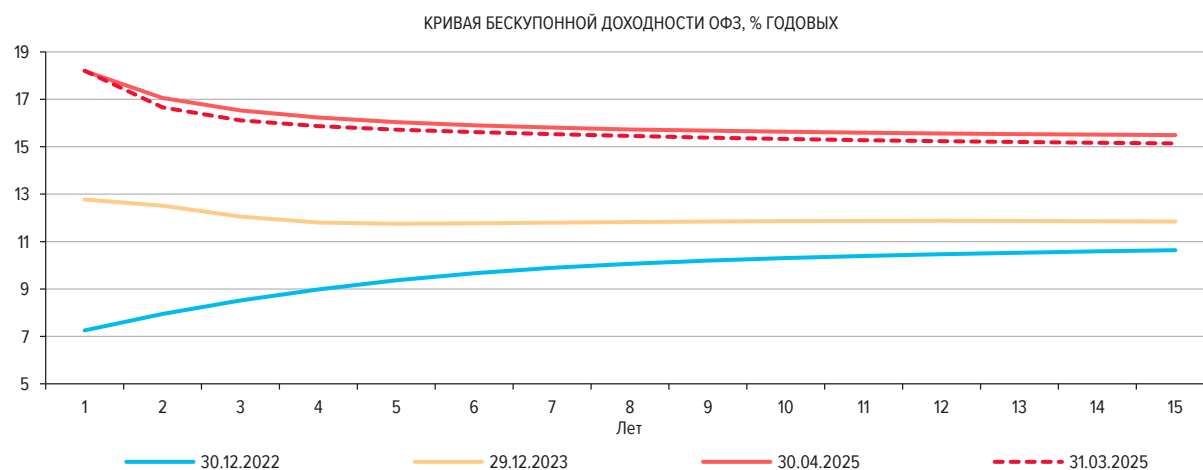
Рис. 9



Источники: ПАО Московская Биржа, НФА.

В АПРЕЛЕ КРИВАЯ ОФЗ СДВИНУЛАСЬ ВВЕРХ

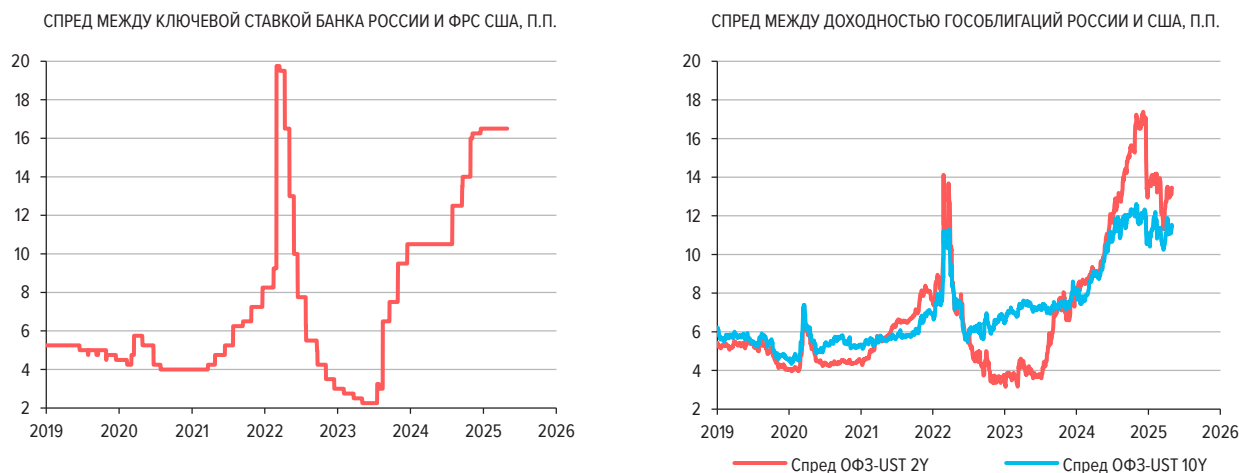
Рис. 10



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

СПРЕД МЕЖДУ ДОХОДНОСТЬЮ ГОСОБЛИГАЦИЙ РОССИИ И США НЕСКОЛЬКО РАСШИРИЛСЯ

Рис. 11



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

В МАРТЕ КРЕДИТНЫЕ СТАВКИ ОСТАЛИСЬ ВЫСОКИМИ, СНИЖЕНИЕ ДЕПОЗИТНЫХ СТАВОК ПРОДОЛЖИЛОСЬ

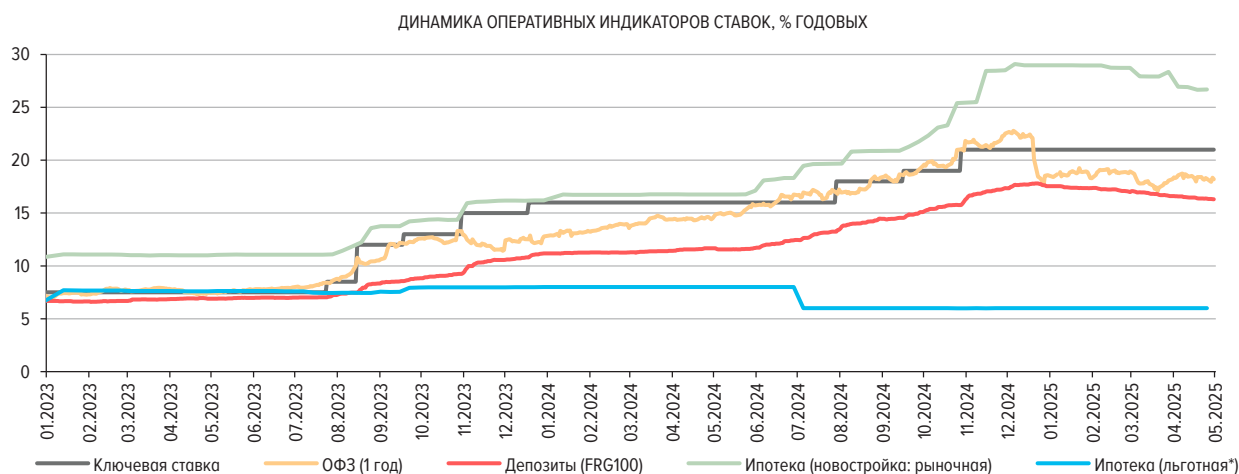
Рис. 12



Источник: Банк России.

СТАВКИ ПРЕДЛОЖЕНИЯ РЫНОЧНОЙ ИПОТЕКИ СНИЖАЮТСЯ

Рис. 13

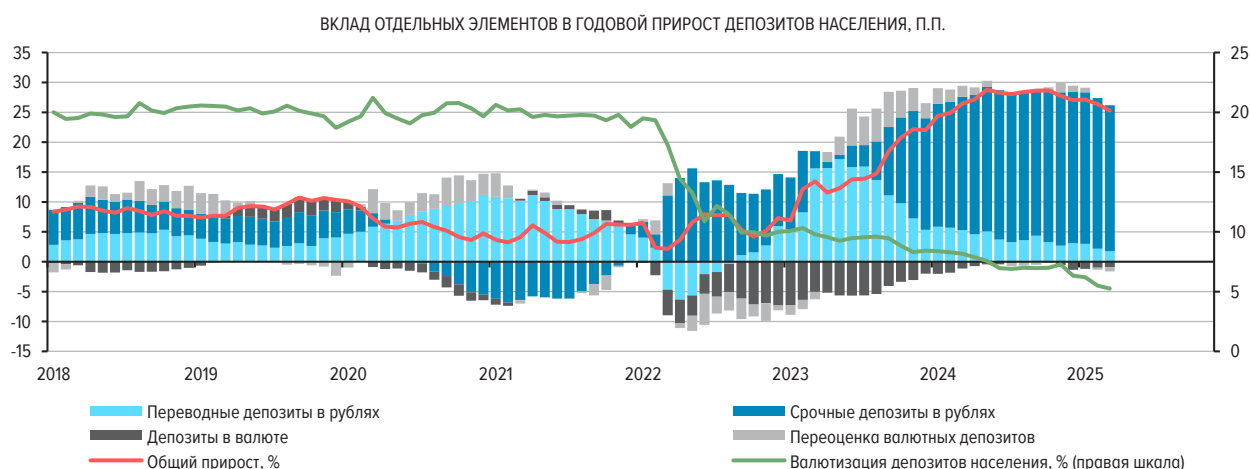


* До 01.07.2024 – ставка по программе «Льготная ипотека», с 01.07.2024 – ставка по программе «Семейная ипотека».

Источники: Банк России, Frank RG, АО «ДОМ.РФ».

В МАРТЕ НАСЕЛЕНИЕ ПРОДОЛЖИЛО РАЗМЕЩАТЬ СРЕДСТВА НА РУБЛЕВЫХ СРОЧНЫХ ДЕПОЗИТАХ

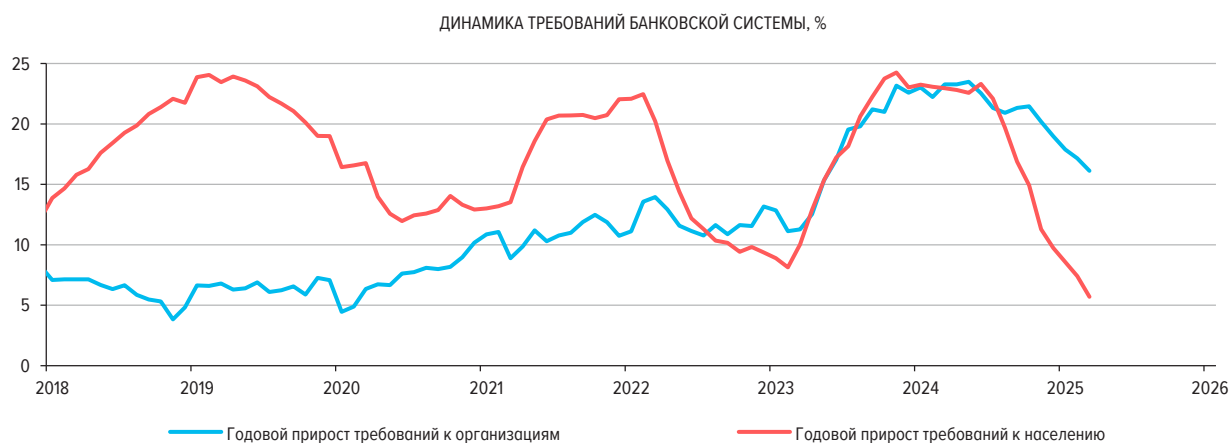
Рис. 14



Источник: расчеты Банка России.

ГОДОВОЙ РОСТ ТРЕБОВАНИЙ К ЭКОНОМИКЕ В МАРТЕ ПРОДОЛЖИЛ ЗАМЕДЛЯТЬСЯ

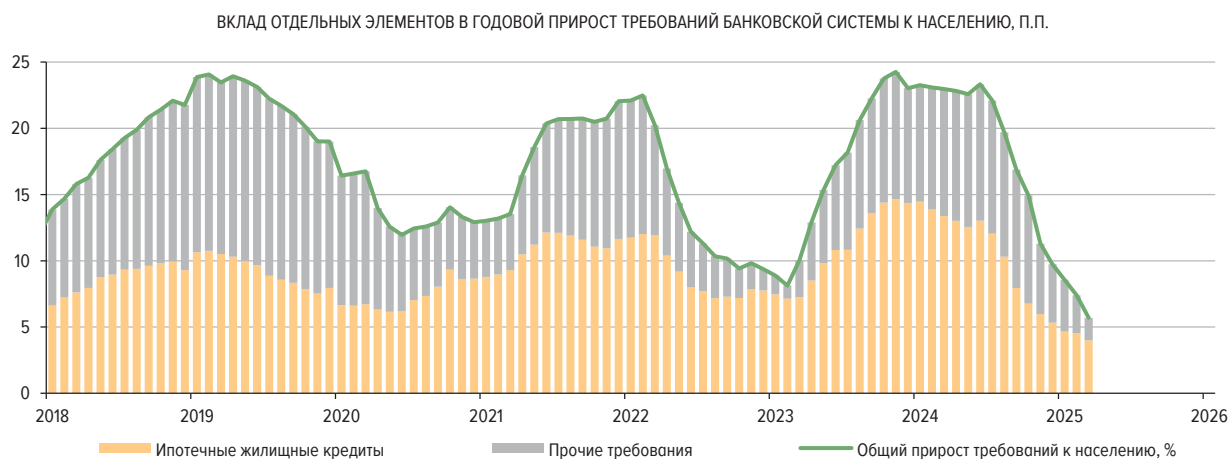
Рис. 15



Источник: расчеты Банка России.

НЕИПОТЕЧНЫЙ СЕГМЕНТ ПРОДОЛЖАЕТ ДЕМОНИСТРИРОВАТЬ ОТРИЦАТЕЛЬНУЮ ДИНАМИКУ, ПОРТФЕЛЬ ИПОТЕКИ ПОДДЕРЖИВАЮТ ЛЬГОТНЫЕ ПРОГРАММЫ

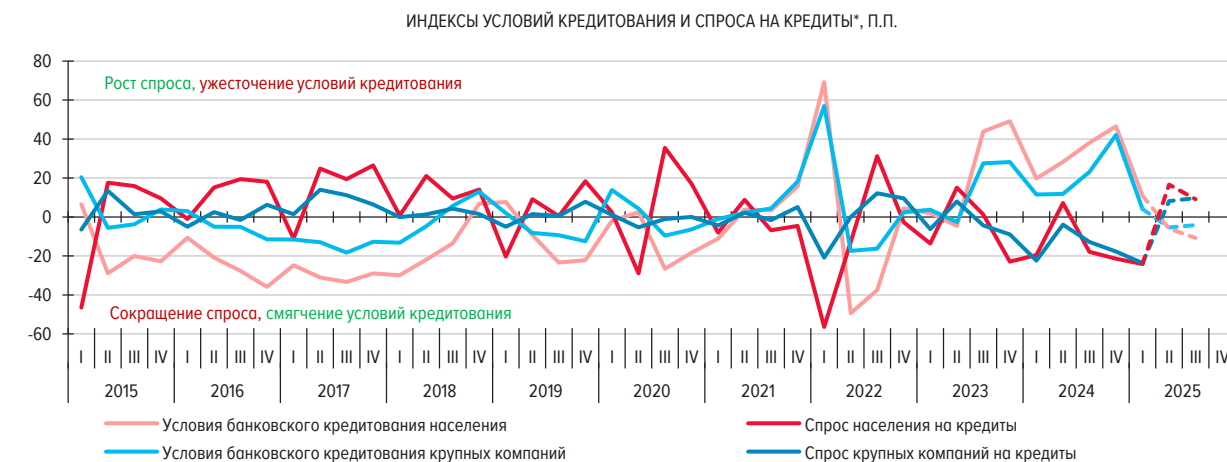
Рис. 16



Источник: расчеты Банка России.

УСЛОВИЯ БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ В 1К25 ПРЕИМУЩЕСТВЕННО НЕ ИЗМЕНИЛИСЬ

Рис. 17



* Пунктиром обозначены ожидания банков-респондентов относительно изменений условий кредитования и спроса на кредиты в 1к25.
Источник: Банк России.

ИНДИКАТОРЫ КРЕДИТНОГО И ДЕПОЗИТНОГО РЫНКОВ

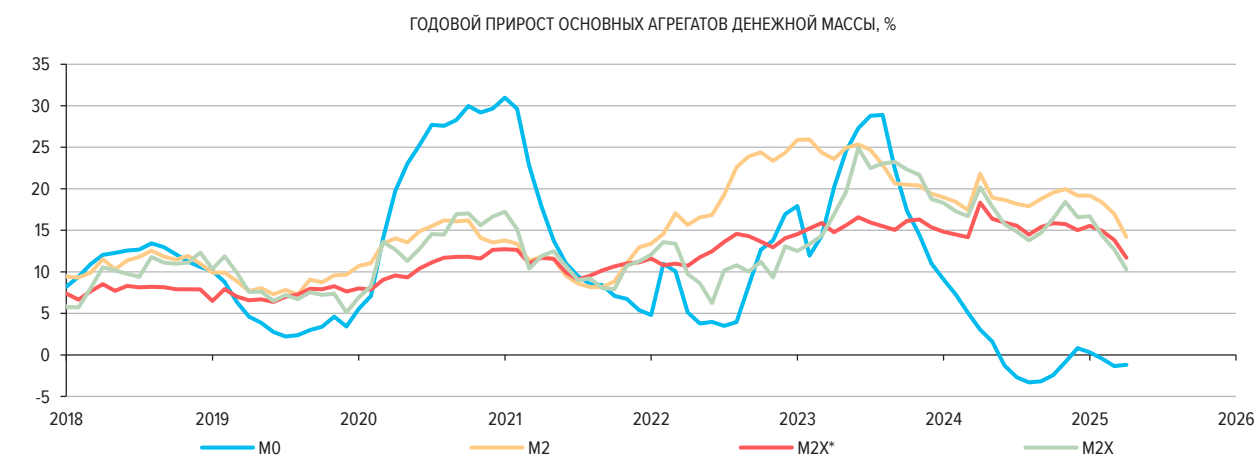
Табл. 6

		Декабрь 2024	Январь 2025	Февраль 2025	Март 2025
Ставки по долгосрочным рублевым банковским операциям					
депозиты населения	% годовых	20,9	19,9	19,8	18,8
кредиты населению	% годовых	19,2	22,4	20,2	20,3
кредиты организациям	% годовых	14,6	17,2	16,6	18,7
Депозиты населения	% г/г, ИВП	27,1	27,1	26,4	25,3
в рублях	% г/г	31,0	30,9	29,9	28,5
в иностранной валюте	% г/г	-15,0	-13,7	-12,3	-11,6
валютизация	%	6,3	6,2	5,5	5,2
Требования банковской системы к экономике	% г/г, ИВП	16,3	15,2	14,4	13,1
к организациям	% г/г, ИВП	19,0	17,9	17,2	16,1
к населению	% г/г, ИВП	9,7	8,6	7,4	5,7
Денежная масса (M2)	% г/г	19,2	19,2	18,4	17,0
Широкая денежная масса (M2X)	% г/г, ИВП	15,0	15,5	14,9	13,8

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 МАРТЕ – АПРЕЛЕ ТЕМПЫ РОСТА ДЕНЕЖНЫХ АГРЕГАТОВ ЗАМЕДЛЯЛИСЬ

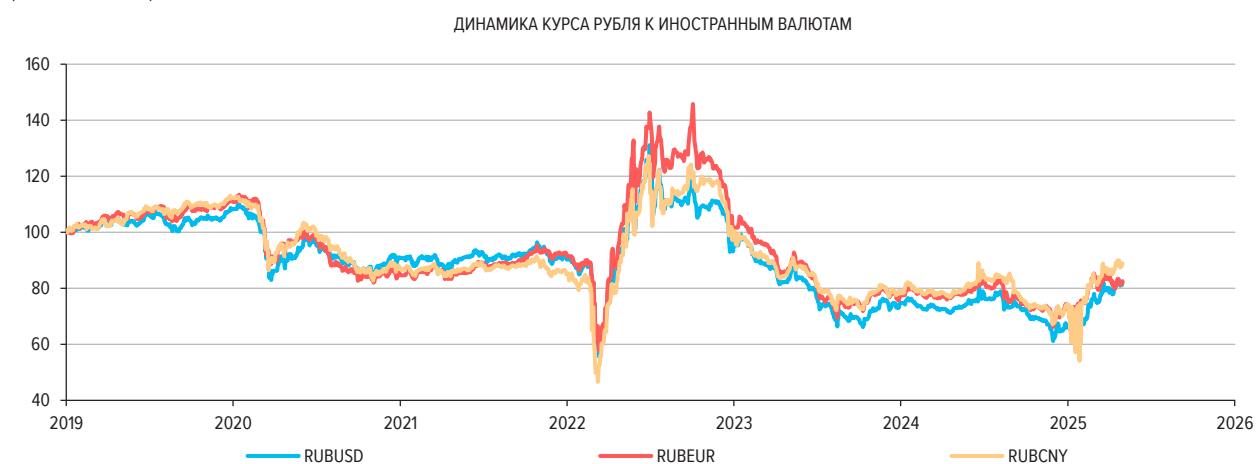
Рис. 18



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

В АПРЕЛЕ РУБЛЬ ПРОДОЛЖИЛ УКРЕПЛЯТЬСЯ ОТНОСИТЕЛЬНО ДОЛЛАРА США,
НО ОСЛАБЕВАЛ ОТНОСИТЕЛЬНО ЕВРО И ЮАНЯ
(02.01.2019 = 100)

Рис. 19



Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

ДИНАМИКА РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА В АПРЕЛЕ БЫЛА СДЕРЖАННОЙ

Табл. 7

Показатель		30.04.2025	1М	3М	6М	YTD	1Y
Российский финансовый рынок («+» – положительная динамика, «-» – негативная динамика)							
Курс рубля к доллару США		81,56	2,5	16,0	16,2	19,8	11,1
Индекс МосБиржи		2 918	-3,1	-0,5	11,6	1,2	-16,1
Индекс РТС		1 128	1,6	19,7	32,9	26,3	-4,2
Доходность государственных облигаций		16,04	30	-77	-218	0	237
Доходность корпоративных облигаций		22,12	-14	-103	-97	12	638
Доходность региональных облигаций		18,91	-6	-125	-208	-89	460
RVI		47	-1	11	9	12	27
Курсы валют (за доллар США, изменение в %, «+» – укрепление, «-» – ослабление)							
ПРС*	Индекс доллара США	99,47	-4,6	-7,8	-4,4	-8,3	-5,9
	Евро	1,13	4,8	8,6	4,4	9,4	5,7
	Японская иена	143,07	-4,6	-8,0	-6,7	-9,1	-8,5
	Фунт стерлингов	1,33	3,2	7,2	2,9	6,5	6,1
СФР	Рубль	82,00	1,2	16,3	15,5	27,9	12,2
	Бразильский реал	5,67	0,6	3,3	1,5	8,3	-10,8
	Мексиканское песо	19,62	4,2	4,5	2,7	5,9	-15,3
	Китайский юань	7,27	-0,2	-0,3	-2,2	0,4	-0,4
	Турецкая лира	38,50	-1,4	-7,8	-12,3	-8,8	-18,6
	ЮАР	18,61	-1,5	0,3	-5,4	1,4	0,1
Доходность 10-летних облигаций (% годовых, изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	4,17	-6	-38	-12	-41	-46
	Германия	2,44	-29	-12	6	8	-9
	Япония	1,31	-18	11	35	-325	43
	Великобритания	4,44	-24	-17	9	335	15
СФР	Россия	15,63	30	-82	-105	41	209
	Бразилия	14,04	-92	-99	127	-111	229
	Мексика	9,67	-2	-72	-75	-75	-71
	Китай	1,62	-26	-2	-53	-5	-74
	Турция	32,40	119	698	184	525	438
	ЮАР	10,59	-2	157	130	155	-34
CDS-спреды 5Y (б.п., изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	51	14	20	12	22	15
	Германия	13	-1	-1	3	-1	3
	Япония	19	2	-1	-1	-1	0
	Великобритания	21	1	-1	3	0	-6
СФР	Бразилия	173	-5	2	25	-34	33
	Мексика	134	3	12	15	-3	42
	Китай	62	9	7	-1	-4	-7
	Турция	351	44	100	97	97	68
	ЮАР	242	15	48	55	51	9
Индексы акций (п., изменение в %, «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	S&P 500	5 569	-0,76	-8,2	-4,2	-5,3	8,9
	Stoxx 600	527	-1,21	-0,8	3,1	3,9	3,8
	Nikkei 225	36 045	1,20	-7,6	-8,2	-9,6	-5,0
	FTSE 100	8 495	-1,02	-0,5	4,1	3,9	4,3
СФР	MSCI EM	1 113	1,04	2,2	-1,2	3,5	5,9
	Bovespa	135 067	3,69	8,9	3,4	12,3	6,1
	IPC Mexico	56 259	7,19	9,0	10,6	13,5	-2,7
	SSE Composite	3 279	-1,70	0,9	0,4	-2,2	5,3
	BIST 100	9 078	-6,02	-10,3	1,4	-7,7	-10,0
	FTSE/JSE	91 583	3,32	8,4	5,6	8,9	19,8

* Промышленно развитые страны.

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

В АПРЕЛЕ ИНДЕКСЫ АКЦИЙ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН ДЕМОНИСТРИРОВАЛИ ПОЛОЖИТЕЛЬНУЮ ДИНАМИКУ, А РАЗВИТЫХ – ОТРИЦАТЕЛЬНУЮ
(02.01.2019 = 100)

Рис. 20



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

Даты отсечения данных:

- в разделе «Процентные ставки» – 30.04.2025;
- в разделе «Рублевые ставки банков» – 01.04.2025, для оперативных данных – 30.04.2025;
- в разделе «Темпы роста кредитных и депозитных агрегатов» – 01.04.2025;
- в разделе «Темпы роста денежных агрегатов» – 01.04.2025, для оперативных данных – 01.05.2025.

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