



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ И ТРАНСМИССИЯ ДКП

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКИЙ КОММЕНТАРИЙ

- Средняя RUONIA

Ноябрь

16,33%

▼ -17 б.п.

- Доходность государственных облигаций (RGBI)

Ноябрь

14,45%

▼ -51 б.п. к среднему за октябрь

- Доходность корпоративных облигаций IFX-Cbonds

Ноябрь

16,18%

▼ -74 б.п. к среднему за октябрь

- Ставка по долгосрочным кредитам нефинансовым организациям

Октябрь

15,3%

▼ -0,8 п.п. к сентябрю

- Ставка по краткосрочным депозитам населения

Октябрь

15,5%

■ без изменений к сентябрю

- Денежная масса M2X

Ноябрь (предв.)

13,3% г/г ИВП

▲ 13,1% г/г ИВП в октябре

- Индикаторы денежно-кредитных условий в октябре – ноябре в целом продолжали оставаться неизменными при разнонаправленной динамике отдельных показателей.
- В ноябре средняя RUONIA снизилась**, при этом на фоне роста спроса на рыночную ликвидность ставки денежного рынка формировались ближе к ключевой.
- Среднемесячные номинальные доходности в ряде сегментов финансового рынка в ноябре снизились**. Реальная жесткость находилась вблизи уровней октября.
- Ценовые условия на кредитном и депозитном рынках в октябре преимущественно смягчились**. Ставки по кредитам нефинансовым организациям в октябре после повышения в сентябре продолжили снижаться. Розничные кредитные ставки в октябре уменьшились только в долгосрочном сегменте. Снижение ставок по долгосрочным депозитам в октябре продолжилось, а по краткосрочным – приостановилось из-за повышения ставок предложения отдельными банками.
- Изменение годовых приростов денежных агрегатов в ноябре было разнонаправленным**: M2 снизился до 12,5%, а M2X увеличился до 13,3%.



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. Ожидания по дальнейшему изменению краткосрочных ставок вкупе со спросом на кредит и предложением сбережений влияют на долгосрочные ставки и доходность ОФЗ.

Ставки, в свою очередь, воздействуют на объемы 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 по 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 2026 год и период 2027–2028 годов](#).

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 октябрь 2025 г. (левый график) и по ноябрь 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.

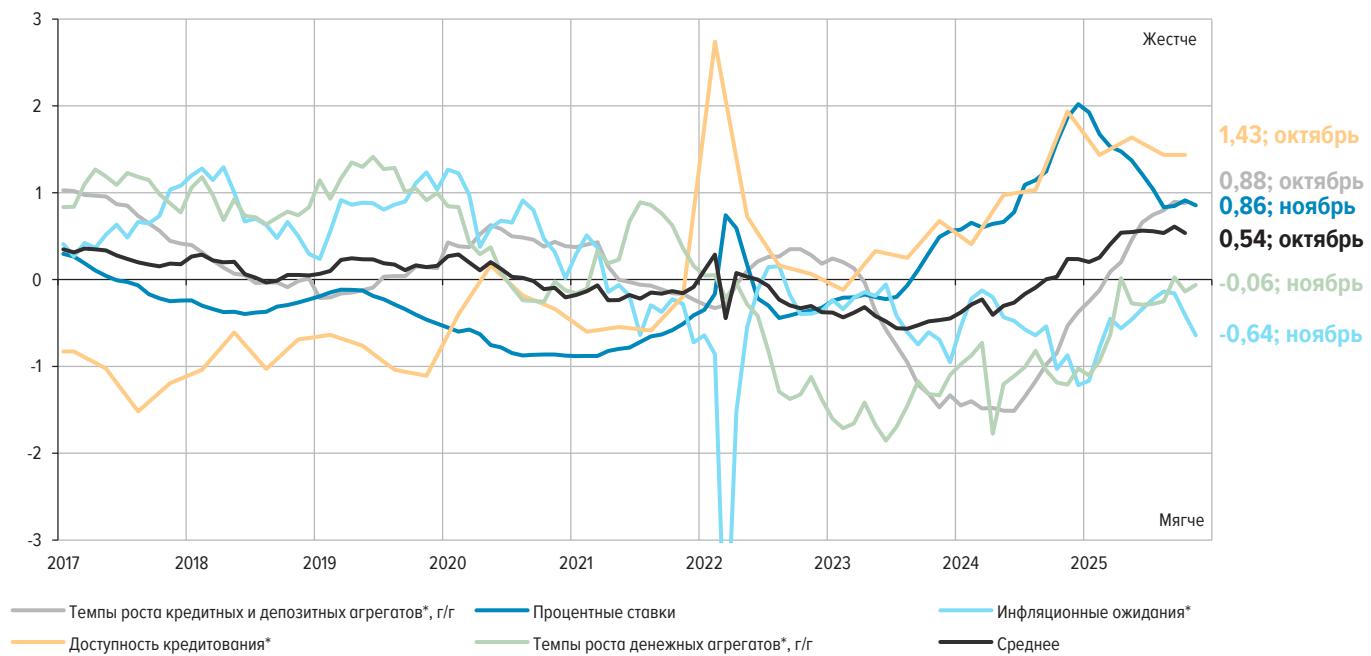
* По показателям посчитана обратная z-оценка.

** 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.

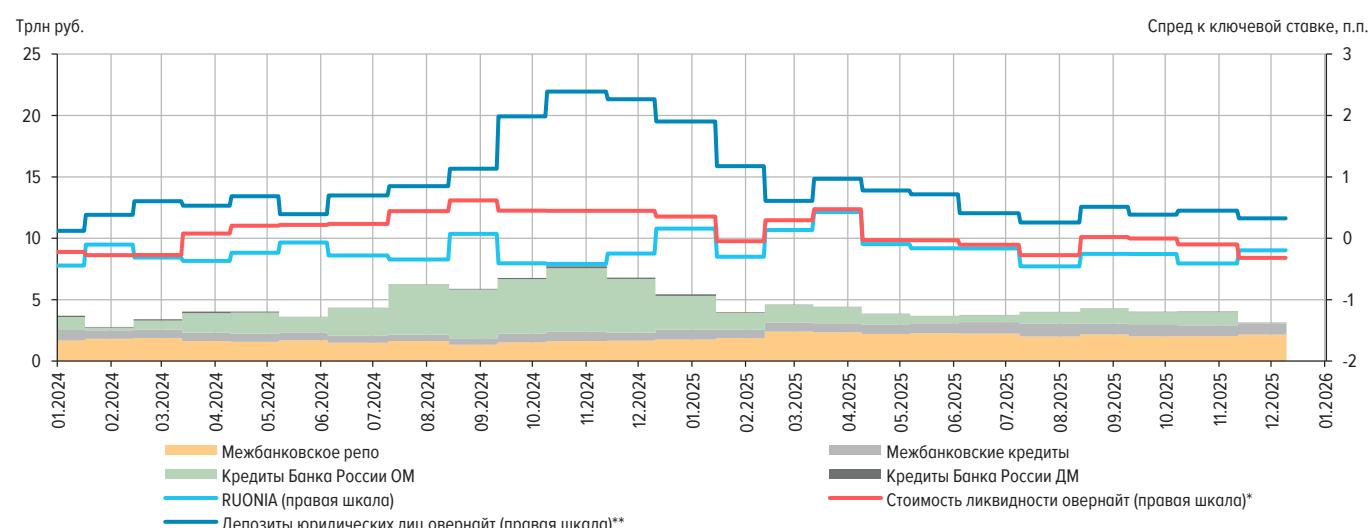


ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК И КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА

- Денежно-кредитная политика и ключевая ставка. В ноябре ключевая ставка не изменилась. Ранее, 24 октября 2025 г., Совет директоров Банка России принял решение снизить ключевую ставку на 50 б.п., до 16,50% годовых.
- Ликвидность банковского сектора и ставки овернайт (RUONIA). Ставка RUONIA в среднем за ноябрь составила 16,33% (в октябре: 16,50%). Спред RUONIA к ключевой ставке сузился и составил -17 б.п. (в октябре: -42 б.п.). Волатильность спреда снизилась до 10 б.п. (в октябре: 21 б.п.).

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

рис. 3



* 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 только отдельные сделки крупных юридических лиц, где в назначении платежа указаны параметры сделки.

Источник: расчеты Банка России.

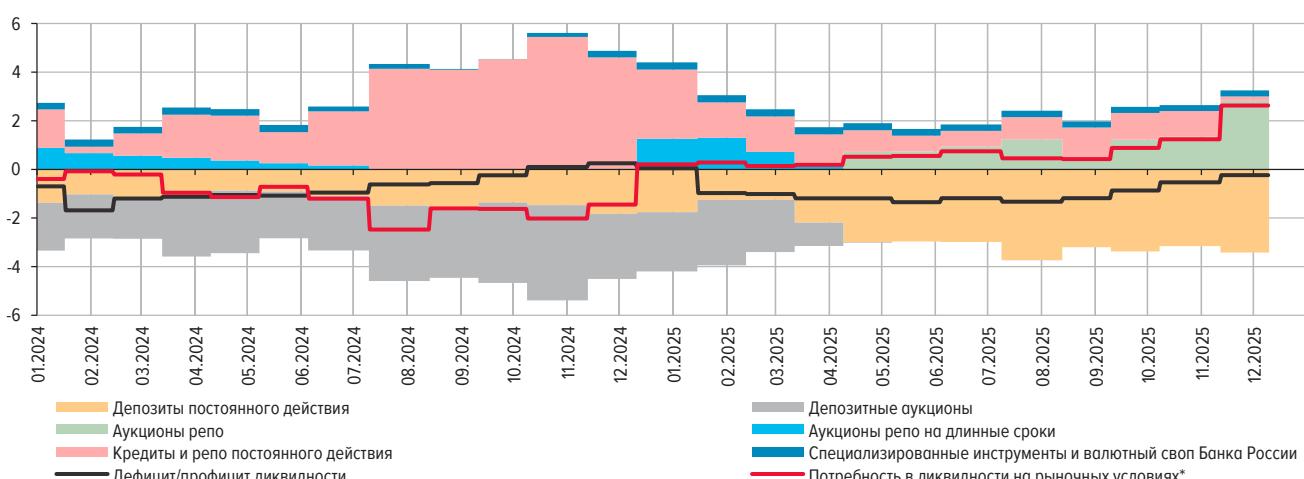
В ноябре потребность банковского сектора в привлечении ликвидности с помощью рыночных операций¹ возросла и в среднем за месяц составила 2,4 трлн руб. (в октябре: 0,9 трлн руб.). Увеличение этой потребности было связано в том числе с сокращением структурного профицита ликвидности банковского сектора. Однако в большей степени на это повлияло вступление в действие национального норматива краткосрочной ликвидности (ННКЛ)². Из-за этого снизился спрос банков на более дорогой источник ликвидности – кредиты постоянного действия Банка России, которые позволяли банкам одновременно и улучшать норматив, и выполнять усреднение обязательных резервов (ОР)³. Существенно снизив объем привлекаемых кредитов постоянного действия регулятора, банки стали компенсировать возросшую из-за этого потребность в ликвидности за счет рыночных операций и на недельных аукционах репо Банка России.

Увеличение потребности банков в ликвидности на рыночных условиях поддерживало ставки денежного рынка на протяжении месяца, и спред в среднем сузился. При этом в ноябрьском периоде усреднения (ПУ) ОР⁴ структура денежного рынка немного изменилась, в том числе на фоне выполнения отдельными крупными банками усреднения ОР с запаздыванием. Эти участники рынка привлекали меньше средств, чем им было бы нужно для поддержания равномерной траектории корсчетов в течение ПУ, что стало причиной незначительного расширения спреда в конце месяца.

ОПЕРАЦИИ БАНКА РОССИИ И БАЛАНС ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА (СРЕДНЕЕ ЗА ПЕРИОД УСРЕДНЕНИЯ)

(ТРЛН РУБ.)

рис. 4



* Структурный профицит/дефицит ликвидности банковского сектора за вычетом операций, спрос на которые имеет нерыночный характер.
Источник: расчеты Банка России.

Сокращению структурного профицита ликвидности и росту потребности банков в рыночной ликвидности способствовал отток средств по бюджетному каналу за счет зеркалирования Банком России нетто-продаж валюты Минфином России за предыдущий год. Кроме того, отток ликвидности из банков был связан с ростом спроса на наличные деньги в объеме 0,1 трлн руб. (в октябре отток составил 0,2 трлн руб.), что немного выше значений прошлых лет.

В середине месяца Минфин России провел крупное размещение нескольких выпусков ОФЗ. Поступившие в бюджет средства Федеральное казначейство (ФК) вернуло в банковский сектор, разместив их на депозиты со сроком погашения в середине декабря

¹ Структурный профицит/дефицит ликвидности банковского сектора за вычетом операций Банка России, спрос на которые имеет нерыночный характер.

² См. [Банк России вводит новое национальное регулирование риска краткосрочной ликвидности](#).

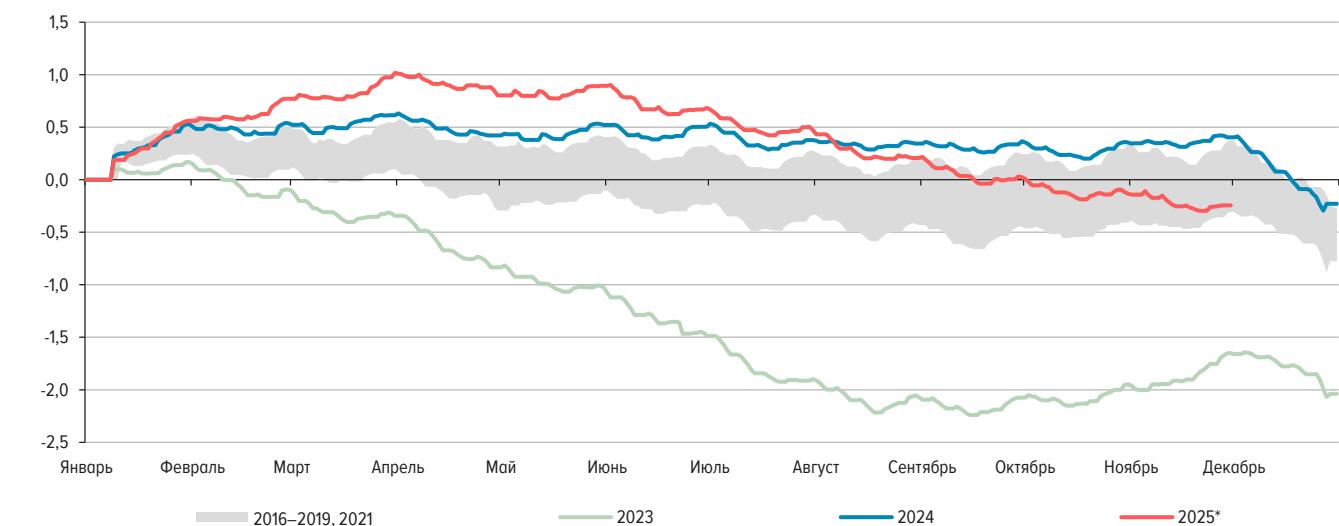
³ См. [Денежно-кредитные условия и трансмиссия ДКП за октябрь](#).

⁴ С 12 ноября по 9 декабря 2025 года.

текущего года. В результате совокупное влияние этих операций на ликвидность банковского сектора было нейтральным. Они также не привели к перераспределению ликвидности между банками, поскольку большая часть депозитов ФК поступила в те же кредитные организации, которые ранее приобрели ОФЗ. Банк России продолжит проводить операции репо на срок 1 неделя для удовлетворения потребности банковского сектора в ликвидности и будет, как и ранее, учитывать динамику факторов, влияющих на эту потребность, в том числе аукционы по размещению ОФЗ и операции ФК.

ИЗМЕНЕНИЕ ОБЪЕМА НАЛИЧНЫХ ДЕНЕГ В ОБРАЩЕНИИ (НАКОПЛЕННЫМ ИТОГОМ С НАЧАЛА ГОДА) (ТРЛН РУБ.)

рис. 5



Примечание. «+» – снижение, «-» – увеличение.

* Данные по 30.11.2025.

Источник: расчеты Банка России.

Прогноз структурного дефицита ликвидности банковского сектора в среднем за декабрьский период усреднения⁵ 2025 г. уточнен – интервал сужен до диапазона от 0,6 трлн до 1,2 трлн рублей. С учетом фактической динамики повышенена на 0,2 трлн руб. оценка спроса на наличные деньги. При этом ожидается, что повышение эффективности управления ФК остатками на бюджетных счетах приведет к большему притоку бюджетных средств в банки.

В 2026 г. ожидается постепенный рост структурного дефицита ликвидности. В среднем за декабрьский период усреднения⁶ 2026 г. его величина предварительно оценивается в диапазоне от 2,5 трлн до 3,5 трлн рублей.

Отток ликвидности из банков будет формироваться в основном за счет увеличения объема наличных денег в обращении. К повышению спроса на ликвидность приведет также увеличение обязательных резервов темпами роста денежной массы. Кроме того, отток средств станет следствием полугодового лага в зеркалировании Банком России конвертации валюты Минфином России для инвестирования средств ФНБ в разрешенные финансовые активы за второе полугодие 2025 г. и первое полугодие 2026 года⁷.

⁵ С 10 декабря 2025 г. по 13 января 2026 года.

⁶ С 9 декабря 2026 г. по 12 января 2027 года.

⁷ В долгосрочном периоде эти операции нейтральны для ликвидности банковского сектора. Однако объем зеркалирования инвестиций ФНБ, осуществленных во втором полугодии 2025 г., по оценкам, превысит объем инвестирования в первой половине 2026 года. Поэтому во втором полугодии 2025 г. операции по инвестированию средств ФНБ приведут к притоку ликвидности в банки, а последующее их зеркалирование Банком России в первом полугодии 2026 г. будет формировать отток ликвидности из банковского сектора.

По мере роста дефицита потребность рыночных участников в ликвидности и, как следствие, спрос на денежном рынке будут увеличиваться. В этих условиях ставки денежного рынка в следующем году могут сместиться немного выше ключевой ставки.

- **Денежный рынок.** К концу ноября кривая ROISfix умеренно сдвинулась вниз по всей длине, отражая в том числе фактическое снижение ключевой ставки в конце октября. Движения кривой варьировались в диапазоне от -3 до -45 б.п. в зависимости от срочности. Рынок предполагает, что снижение ставки в 4к25–1к26 будет сдержанным.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ROISFIX

табл. 1

Срочность	1W	2W	1M	2M	3M	6M	1Y	2Y
28.11.2025	16,28	16,29	16,32	16,21	16,21	15,90	15,33	14,34
31.10.2025	16,31	16,32	16,32	16,33	16,40	16,32	15,78	14,78
Изменение, б.п.	-3	-3	-9	-12	-19	-42	-45	-44
Среднее за 2024 г.	17,59	17,68	17,84	18,10	18,29	18,78	18,86	17,83
Изменение, б.п.	-131	-139	-161	-189	-208	-288	-353	-349



РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

- **Кривая доходности ОФЗ.** По итогу ноября доходности ОФЗ преимущественно снизились, особенно на средних и длинных сроках. Динамика дальнего конца кривой прежде всего связана с уменьшением российской риск-премии ввиду ожиданий инвесторов по улучшению геополитической ситуации. С октября заседания Совета директоров Банка России рыночные ожидания относительно дальнейшей траектории ключевой ставки существенно не изменились; рынок по-прежнему закладывает длительное поддержание жестких ДКУ и уровень ключевой ставки вблизи 16% на конец года.
- **Вмененная инфляция.** В ноябре вмененная инфляция снизилась на всех сроках: из ОФЗ-ИН (с датой погашения в 2032 г.) – на 49 б.п., до 5,8%, а из ОФЗ-ИН (с датой погашения в 2028 г.) – на 8 б.п., до 4,1%, оставаясь вблизи целевого уровня по инфляции.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ

табл. 2

Срочность	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
28.11.2025	14,03	14,57	14,78	14,82	14,65	14,33
31.10.2025	13,48	14,38	14,84	15,11	15,02	14,77
Изменение, б.п.	+55	+19	-6	-29	-37	-44
Среднее за ноябрь 2025 г.	13,32	14,19	14,60	14,81	14,71	14,44
Среднее за октябрь 2025 г.	14,34	14,78	15,01	15,13	15,08	14,93
Изменение, б.п.	-102	-59	-41	-32	-37	-49
Среднее за 2024 г.	16,91	16,55	16,07	15,34	14,91	14,56
Изменение, б.п.	-288	-198	-129	-52	-26	-23

- **ОФЗ: вторичный рынок.** Обороты вторичного рынка ОФЗ немного выросли относительно предыдущего месяца. Среднедневной оборот торгов составил 44,2 млрд руб. (в октябре: 38,8 млрд руб. в день). Структура и поведение участников рынка не изменились. Основными покупателями стали некредитные финансовые организации за счет собственных средств (40,3 млрд руб.) и в рамках доверительного управления (21,3 млрд руб.). Крупнейшими нетто-продавцами в ноябре оставались СЗКО (-89,5 млрд руб.).

- **ОФЗ: размещения.** В ноябре Минфин России провел 3 аукционные недели, снова предлагая преимущественно средне- и долгосрочные ОФЗ-ПД. При этом в начале ноября ведомство вернулось к размещению ОФЗ-ПК для выполнения крупных объемов займов. Средневзвешенная срочность размещаемых бумаг почти не изменилась, составив около 8 лет (ранее: 7,6 лет). Спрос на облигации был сформирован СЗКО, НФО в рамках доверительного управления и прочими банками. Премия к доходности вторичного рынка для ОФЗ-ПД находилась в диапазоне от +4 до +20 б.п., а к RUONIA для ОФЗ-ПК – от -14 до -19 базисных пунктов. В декабре впервые с 2021 г. Минфин России выпустил облигации в иностранной валюте (в юанях).

План по заимствованию Минфина России на 2025 г., учитывая уточненный квартальный план на 4к25, был расширен до 7,0 трлн руб. (ранее: 4,8 трлн руб.). С начала года ведомство привлекло 6,5 трлн руб. по выручке и 7,5 трлн руб. по номиналу (93% годового плана по выручке). Квартальный план на 4к25 предполагает размещение преимущественно длинных бумаг со сроком погашения свыше 10 лет.

- **Корпоративные облигации: вторичный рынок.** В ноябре доходности корпоративных облигаций в среднем находились ниже значений октября (в среднем за ноябрь: 16,44%; за октябрь: 17,18%), повторяя динамику ОФЗ. Средний за месяц спред индекса к доходности ОФЗ несколько расширился, составив 290 б.п. (октябрь: 271 б.п.), оставаясь выше среднего значения за январь 2022 – сентябрь 2025 года.
- **Корпоративные облигации: первичный рынок.** На первичном рынке в ноябре объем новых выпусков корпоративных облигаций был на 3% выше, чем месяцем ранее, и значительно ниже аналогичного периода 2024 г. (ноябрь 2025 г.: 685 млрд руб.; октябрь 2025 г.: 666 млрд руб.; ноябрь 2024 г.: 992 млрд руб.), включая выпуски в иностранной валюте и нерыночные размещения⁸.

Портфель корпоративных облигаций сократился в ноябре впервые с февраля текущего года, прирост к началу года был сопоставим с сентябрем (ноябрь 2025 г.: +10,7%; октябрь 2025 г.: +11,5%). Динамика прироста облигационного рынка в ноябре связана с большим объемом погашений бумаг отдельных эмитентов из отрасли прочих финансовых институтов, банков и нефтегазового сектора. Общий объем рынка корпоративных облигаций на конец ноября составил 34,4 трлн руб. (+14,9% г/г; ноябрь 2024 г.: 29,9 трлн руб.).

- **Корпоративные облигации: квазивалютный сегмент.** Объем размещения квазивалютных облигаций, номинированных в долларах США и юанях, в ноябре значительно сократился (ноябрь: 17,5 млрд руб.; октябрь: 82 млрд руб.). Классические юаневые облигации были размещены на 55,1 млрд рублей. Основными эмитентами были компании из отрасли цветной металлургии. Доходность индекса замещающих облигаций, по данным Cbonds, выросла и достигла 8,28% (+34 б.п. м/м).

СТАВКИ ПО КРЕДИТАМ И ДЕПОЗИТАМ



- **Корпоративные кредитные ставки.** В октябре корпоративные кредитные ставки вернулись к снижению. Это было связано с подстройкой к реализованному смягчению денежно-кредитной политики в предыдущие месяцы и ожиданиями по дальнейшему снижению ключевой ставки, а также восстановлением объема операций на квазигротных условиях

в структуре выдач корпоративных кредитов по сравнению с сентябрем⁹. В результате ставки по краткосрочным кредитам нефинансовым организациям в октябре снизились на 1,1 п.п., до 17,9%, по долгосрочным – на 0,8 п.п., до 15,3% (рис. 11).

- **Розничные кредитные ставки.** Ставки по розничным кредитам в октябре возросли на 0,1 п.п. на сроки до 1 года и снизились на 0,4 п.п. на сроки свыше 1 года (рис. 11). Снижение ставок в розничном сегменте произошло в октябре по сравнению с сентябрем, несмотря на незначительное повышение средневзвешенной ставки по ипотечным кредитам из-за увеличения доли операций на рыночных условиях. Это случилось из-за расширения объема ипотечного кредитования в структуре выдач розничных кредитов. Ставки по неипотечным потребительским кредитам, по оценке, также немного возросли в октябре. Они снизились с пиковых значений 1к25 почти на 7 процентных пунктов. Вместе с тем они все еще оставались вблизи максимальных значений 2015–2024 годов. В ноябре, по оперативной информации, ставки по розничным кредитам существенно не менялись (рис. 12).
- **Депозитные ставки.** В октябре ставки по розничным депозитам изменились неоднородно. Средневзвешенная ставка по долгосрочным депозитам продолжила транслировать реализованное смягчение ДКП и к концу октября снизилась на 0,8 п.п., до 12,1% годовых. Снижение средневзвешенной краткосрочной ставки, начавшееся в январе 2025 г., в октябре приостановилось (рис. 11). После решений Банка России, принятых на заседаниях в сентябре – октябре, банки скорректировали вверх ожидания по траектории ключевой ставки, предполагая, что смягчение ДКП займет более длительный период, и повысили ставки предложения по вкладам. По оперативным данным, повышение ставок по краткосрочным депозитам (в основном на срок до 6 месяцев) отдельными участниками рынка продолжилось и в ноябре, в результате чего индекс FRG100¹⁰ увеличился на 0,1 п.п. (рис. 12).

КРЕДИТНЫЕ И ДЕПОЗИТНЫЕ АГРЕГАТЫ



- **Требования банковской системы к организациям.** Рост требований к организациям¹¹ ускорился¹² в октябре после сдержанной сентябрьской динамики, в том числе под влиянием произошедшего с начала лета смягчения ДКП. За месяц суммарные требования к организациям увеличились на 2,2% после 0,6% в сентябре, что соответствует 13,6 и 13,4% в годовых темпах. Практически весь этот прирост состоял из наращивания рублевых кредитов и займов заемщиками – нефинансовыми организациями по широкому кругу видов деятельности. При этом, в отличие от предыдущих месяцев 2025 г., более половины прироста корпоративного рублевого кредитования пришлось на краткосрочные и среднесрочные операции – до 1 года и от 1 до 3 лет. Объемы всех других источников финансирования организаций, включая и валютное кредитование, и покупки банками долговых ценных бумаг при размещении, в октябре были несущественными. Темпы

⁹ Под квазильтготными условиями кредитования подразумеваются меры поддержки заемщиков, альтернативные субсидированию ставки по кредиту, в частности госгарантии, льготное фондирование для банков, а также предоставление заемных средств по низким ставкам при участии государственных институтов развития, ФНБ и других государственных структур. Подробнее см. врезку 11 «Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм [Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2026 год и период 2027 и 2028 годов](#).

¹⁰ Средняя ставка 85 крупнейших депозитных банков по вкладам сроком до 1 года на сумму от 100 тыс. руб., по данным информационного агентства Frank RG.

¹¹ 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 среднерономогическому курсу. См. также [Основные методологические различия показателей денежно-кредитной статистики и статистики банковского сектора](#).

¹² См. [Кредит экономике и денежная масса](#) (на 01.11.2025).

прироста требований к организациям в ноябре, по оперативным оценкам, были близки к уровню октября.

- **Требования банковской системы к населению.** В октябре активизация повышения требований к населению продолжилась: с корректировкой на сделки по секьюритизации прирост требований к населению составил 0,6% после 0,5% в сентябре. Годовой темп роста сохранился в отрицательной области и составил -0,8% после -1,1% (рис. 15). Месячное ускорение в розничном кредитовании в октябре было связано с дальнейшим увеличением ипотечного кредитного портфеля. Так, объемы выдачи ипотеки в октябре возросли по сравнению с сентябрем больше, чем на 20%, до 490 млрд руб., что сопоставимо со средними значениями за первое полугодие 2024 г., когда наблюдался некоторый перегрев ипотечного рынка из-за ожидаемого завершения программы безадресной льготной ипотеки. Эту динамику поддерживали в том числе операции на рыночных условиях, доля которых со снижением ставок в банковском секторе продолжила увеличиваться и в октябре достигла почти 25%. В итоге за месяц задолженность¹³ физлиц по ипотечным жилищным кредитам¹⁴ стала больше на 1,2%, или 5,6% в годовом темпе, после 0,8 и 4,9% в сентябре соответственно. Сегмент неипотечных кредитов населению продолжает характеризоваться отсутствием значимой динамики: за октябрь их портфель не изменился (рис. 16). При этом объем задолженности по автокредитам увеличился, а в необеспеченном потребительском кредитовании происходило сжатие. Рост требований к населению в ноябре, по оперативным оценкам, был несколько более сдержаным, чем в октябре.
- **Депозиты населения.** В октябре население более активно, по сравнению с 2 предшествующими месяцами, размещало рублевые средства в банках: месячный прирост составил 1,2% после 0,1% в сентябре, а годовой – 20,3% после 20,9% соответственно (рис. 13). Динамика рублевого депозитного портфеля населения, скорректированная на сезонные колебания, также свидетельствует о его ускорении в октябре. При этом, в отличие от предыдущего месяца, прирост был полностью обеспечен увеличением средств на срочных депозитах: по итогам октября они выросли на 1,7% после оклонулевого изменения в сентябре. В значительной мере это может быть обусловлено возросшим интересом населения к краткосрочным вкладам, после того как ряд крупных банков повысил ставки по ним. В то же время росли и депозиты на срок свыше 3 лет, что может свидетельствовать о желании населения зафиксировать текущую доходность в условиях снижения депозитных ставок. Средства на текущих счетах, напротив, по итогам месяца сократились на 0,1% после роста на 0,3% в сентябре. По оперативным данным, прирост рублевых депозитов населения в ноябре был ниже, чем месяцем ранее.

ДЕНЕЖНЫЕ АГРЕГАТЫ



- **Денежная масса.** В октябре рост денежных агрегатов ускорился. По итогам месяца денежная масса в национальном определении (М2) выросла на 1,5% после сокращения на 0,3% в сентябре, а широкая денежная масса (М2Х) – на 1,7%, после роста на 0,6% месяцем ранее. Определяющее влияние на динамику денежной массы оказала активность на кредитном рынке (преимущественно со стороны корпоративных заемщиков), возросшая в результате реализованного смягчения ДКП. Годовые приросты М2 и М2Х к концу октября

¹³ 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 с исключением валютной переоценки. При расчете приростов показателей, включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднекронологическому курсу.

¹⁴ 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).

составили 13,0 и 13,1% соответственно, превысив показатели прошлого месяца (рис. 17). По оперативным данным¹⁵, в ноябре денежные агрегаты росли в темпе, сопоставимом с прошлым месяцем.

- **Источники денежного предложения.** Изменение денежных агрегатов в октябре было в значительной мере обусловлено ускорением роста требований банковской системы к экономике – ключевого источника формирования денежного предложения. Его вклад в годовой прирост M2X составил 11,1 п.п. после 10,7 п.п. в сентябре. Несмотря на то что бюджетные операции ограничивали рост денежной массы в течение месяца, они были существеннее октября прошлого года, что проявилось в повышении вклада этого источника в годовой прирост M2X до 5,5 п.п. после 5,0 п.п. в сентябре (рис. 18).
- **Компоненты денежной массы.** В октябре темп роста рублевых депозитов населения и организаций ускорился, в результате чего на них пришлось 11,0 п.п. годового прироста широкой денежной массы в сравнении с 10,8 п.п. в сентябре. Вместе с тем увеличился и годовой прирост валютных депозитов реального сектора, которые обусловили 1,7 п.п. годового прироста M2X в октябре после 1,0 п.п. месяцем ранее. Прирост наличных средств в обращении вне банковской системы (МО) был сопоставим с сентябрьским показателем, а доля МО в денежной массе незначительно сократилась до 14,1%.

¹⁵ См. [Денежные агрегаты – оценка](#) (ноябрь 2025).

- **Обменный курс (валютный канал)**

В ноябре среднемесячный курс укрепился к доллару США (на 0,8%), к евро (на 1,5%) и к юаню (на 0,7%). С сентября волатильность курса рубля невысокая; уровень курса находится на значениях мая – августа 2025 года. Несмотря на снижение продаж валютной выручки, в сравнении с предыдущим месяцем, курс рубля демонстрировал слабоположительную динамику. Поддержке рубля способствовали умеренный спрос на валюту со стороны как импортеров, так и населения, а также жесткая денежно-кредитная политика, сохраняющая привлекательность рублевых активов.

ИЗМЕНЕНИЕ КУРСА РУБЛЯ

табл. 3

	USD/RUB (Банк России)	EUR/RUB (Банк России)	CNY/RUB (ММВБ)
30.11.2025	78,23	90,82	10,92
31.10.2025	80,50	93,39	11,26
Изменение, %	-2,83	-2,75	-3,01
В среднем за ноябрь	80,35	92,99	11,22
В среднем за октябрь	81,01	94,37	11,30
Изменение, %	-0,81	-1,46	-0,68
В среднем за 2024 г.	92,96	100,63	11,26
Изменение, %	-15,85	-9,75	-3,01

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 октябре укрепился на 2,5% относительно предыдущего месяца. По предварительным данным, за ноябрь REER укрепился на 2,9% относительно октября и остается выше своей медианы последних лет (+15,9% к медиане с января 2015 г. по октябрь 2025 г.). Аналогичную динамику к своей медиане демонстрировали USDRUB: +8,0%; EURRUB: +6,8%; CNYRUB: 30,2%.

- **Российский рынок акций**

Российский рынок акций по итогам ноября вырос. В течение месяца индекс демонстрировал разнонаправленную динамику, колеблясь в диапазоне 2492–2713 п. за счет геополитических факторов.

На конец месяца Индекс МосБиржи был на уровне 2676 п. (+6% м/м), индекс волатильности (RVI) снизился незначительно: на конец ноября он составил 37 п. (-3 п. м/м). По итогам месяца отраслевые индексы выросли. Наибольшая динамика наблюдалась в акциях строительных компаний (+9,2% м/м) и транспорта (+10% м/м).

- **Мировые финансовые рынки**

Средневзвешенная (по ВВП) ключевая ставка в странах с развитыми рынками в ноябре снизилась незначительно – до 2,85% (-1 б.п.), за счет сокращения ставок в Исландии (до 7,25%, -25 б.п.), в Израиле (до 4,25%, -25 б.п.) и в Новой Зеландии (до 2,35%, -25 б.п.). Средневзвешенная ставка стран с развивающимися рынками уменьшилась в этом месяце: Мексика (до 7,25%, -25 б.п.), Уругвай (до 8%, -25 б.п.), Гватемала (до 3,75%, -25 б.п.), ЮАР (до 6,75%, -25 б.п.), Гана (до 18%, -250 б.п.), Польша (до 4,25%, -25 б.п.).

Среднемесячные доходности американских казначейских облигаций по итогам ноября продемонстрировали незначительное повышение по всей длине на 2–3 б.п. (табл. 4), что может быть связано с завершением штатдауна правительства США и новым бюджетом страны, предполагающим наращивание заимствований.

За ноябрь произошел небольшой рост доходностей европейских облигаций – на 5–7 б.п. по всей длине. Причиной этому могут быть рост доходностей UST, а также заявления ЕЦБ об отсутствии необходимости в снижении ставок в ближайшее время.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ UST

табл. 4

Срочность	2Y	5Y	10Y
28.11.2025	3,47	3,59	4,02
31.10.2025	3,60	3,71	4,11
Изменение, б.п.	-13	-12	-9
Среднее за ноябрь 2025 г.	3,55	3,67	4,09
Среднее за октябрь 2025 г.	3,52	3,65	4,06
Изменение, б.п.	+3	+2	+3
Среднее за 2024 г.	4,41	4,26	4,23
Изменение, б.п.	-86	-59	-14

Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

Индекс доллара США DXY по итогам ноября практически не изменился (-0,4%, до 99,4 п.). Валюты СФР в октябре преимущественно укреплялись относительно доллара США (BRLUSD: +0,7%; CNYUSD: +0,6%; TRYUSD: -1,3%; MXNUSD: +1,4%).

По итогам ноября мировые рынки акций демонстрировали разнонаправленную динамику (S&P 500: +0,1%; Stoxx 600: +0,8%; Nikkei 225: -4,1%; SSE Composite: -1,7%; Nifty 50: +1,9%; MSCI ACWI: -0,1%). На азиатских рынках акций в этом месяце произошел спад из-за крупного оттока капитала в начале ноября и глобального снижения акций технологического сектора, что также негативно повлияло на американский и европейский рынки.

ТАБЛИЦЫ И ГРАФИКИ

В НОЯБРЕ ОТТОК ФОРМИРОВАЛСЯ ПОД ВЛИЯНИЕМ БЮДЖЕТНЫХ ОПЕРАЦИЙ И ИЗ-ЗА РОСТА НАЛИЧНЫХ ДЕНЕГ В ОБРАЩЕНИИ

(ТРЛН РУБ.)

табл. 5

	2024	Январь – ноябрь 2025	Ноябрь 2025	Прогноз	
				2025	2026
Структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности, на начало периода	0,0	0,6	-0,6	0,6	[0,6; 1,2]
Приток (+) / отток (-) ликвидности:					
изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции*	0,4	1,1	-0,3	[0,3; 0,5]	[-0,9; -0,5]
изменение наличных денег в обращении	-0,2	-0,2	-0,1	[-0,7; -0,3]	[-1,0; -0,6]
изменение обязательных резервов	-0,8	-0,1	0,0	[-0,4; -0,2]	[-0,6; -0,4]
Структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности, на конец периода	0,6	-0,2	[0,6; 1,2]	[2,5; 3,5]	
Потребность рыночных участников в ликвидности, на конец периода	0,9	2,6	[3,3; 3,9]	[5,3; 6,3]	

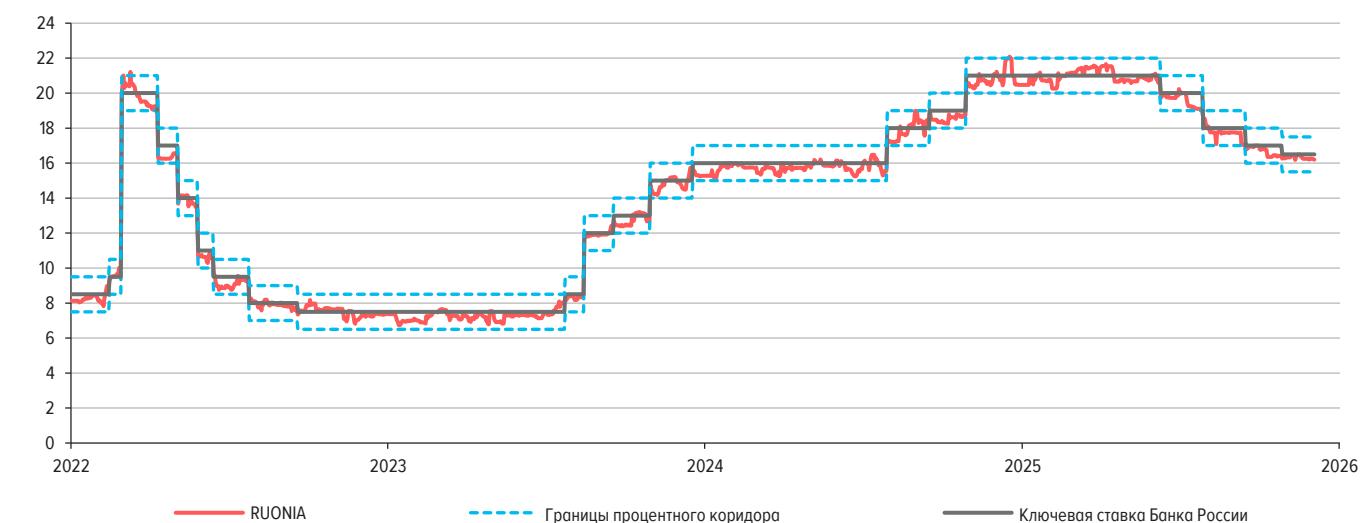
* Включая операции по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации бюджетного правила и прочие операции.

Источник: расчеты Банка России.

ДИНАМИКА СТАВКИ RUONIA

(%)

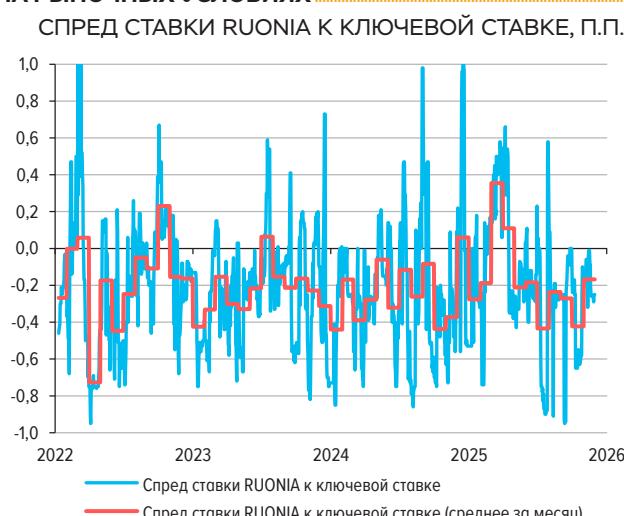
рис. 6



Источник: расчеты Банка России.

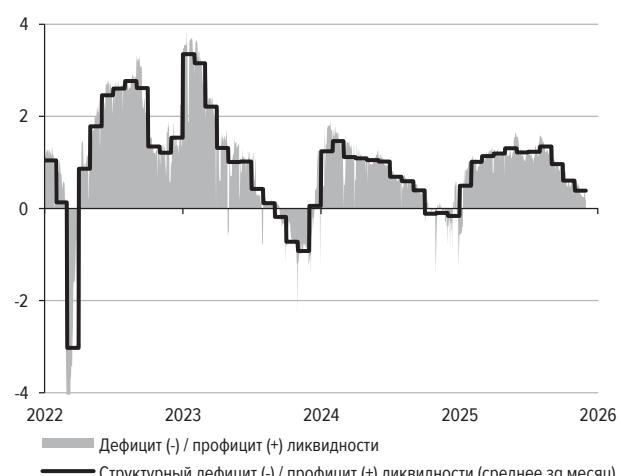
СПРЕД RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ В НОЯБРЕ СУЗИЛСЯ НА ФОНЕ РОСТА ПОТРЕБНОСТИ В ЛИКВИДНОСТИ НА РЫНОЧНЫХ УСЛОВИЯХ

рис. 7



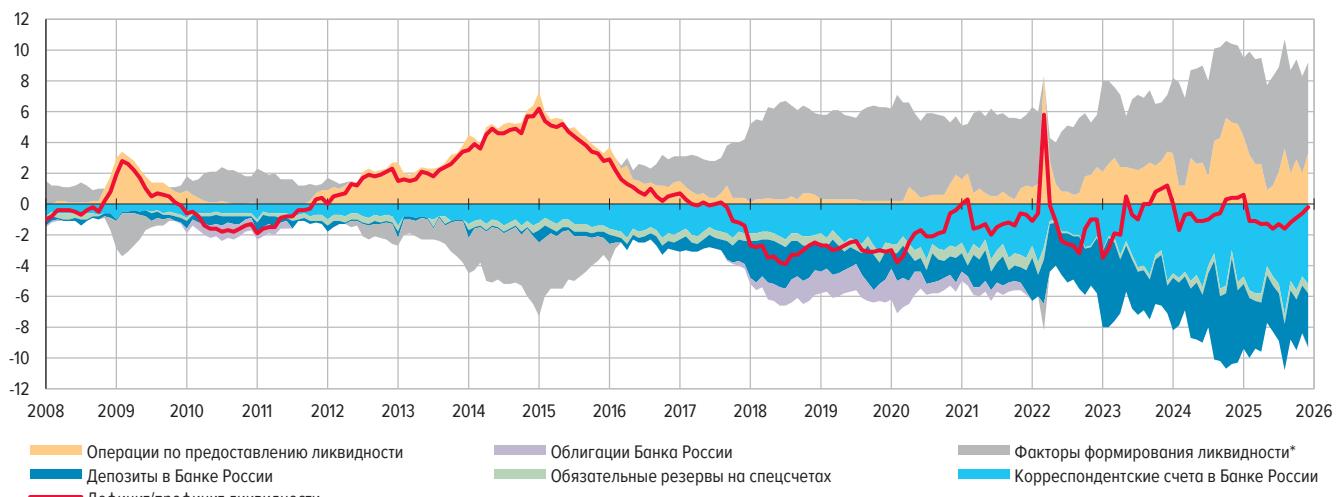
Источник: расчеты Банка России.

ДЕФИЦИТ/ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ, ТРЛН РУБ.



БАЛАНС БАНКА РОССИИ
 (ТРЛН РУБ.)

рис. 8

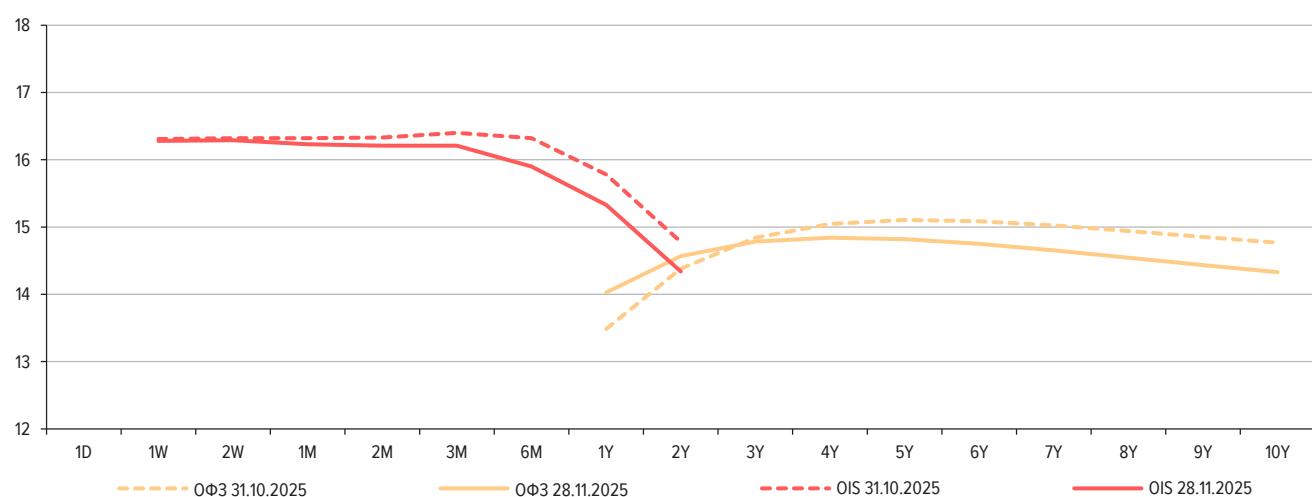


* Данная статья является сальдинирующей и включает изменение всех прочих, не выделенных отдельно статей баланса Банка России.
 Источник: расчеты Банка России.

В НОЯБРЕ КРИВЫЕ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА СНИЗИЛИСЬ

рис. 9

КРИВЫЕ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА, % ГОДОВЫХ

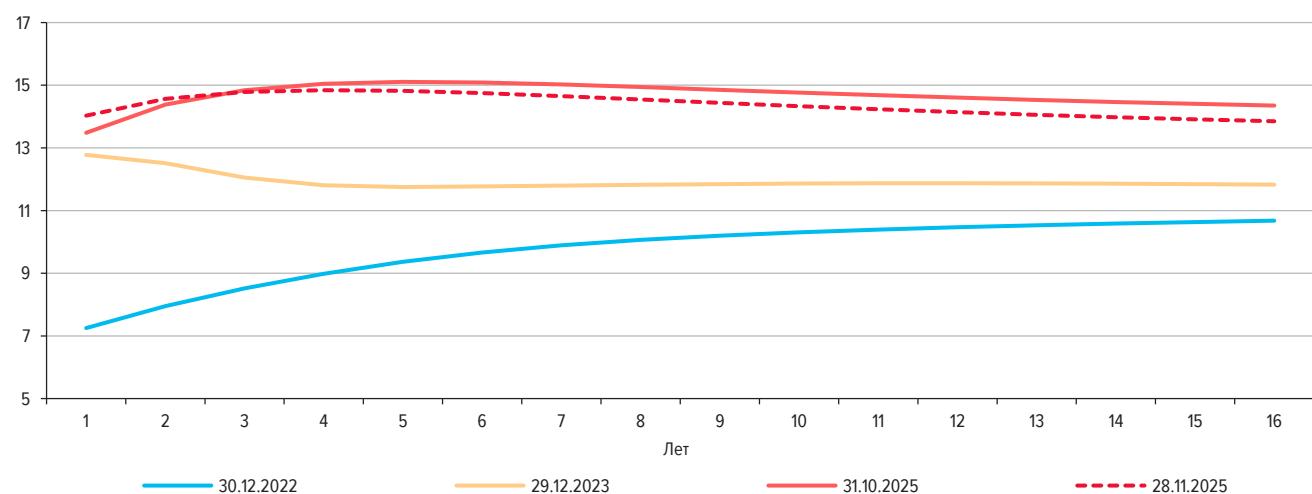


Источники: Банк России, НФА.

В НОЯБРЕ КРИВАЯ ОФЗ СНИЗИЛАСЬ НА СРЕДНЕМ И ДАЛЬНЕМ ОТРЕЗКАХ

рис. 10

КРИВАЯ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ, % ГОДОВЫХ



Источники: ПАО Московская Биржа, НФА.

СПРЕД МЕЖДУ ДОХОДНОСТЬЮ ГОСОБЛИГАЦИЙ РОССИИ И США СУЖАЛСЯ

рис. 11



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

СТАВКИ ПО КРЕДИТАМ НЕЗНАЧИТЕЛЬНО СНИЗИЛИСЬ В ОКТЯБРЕ

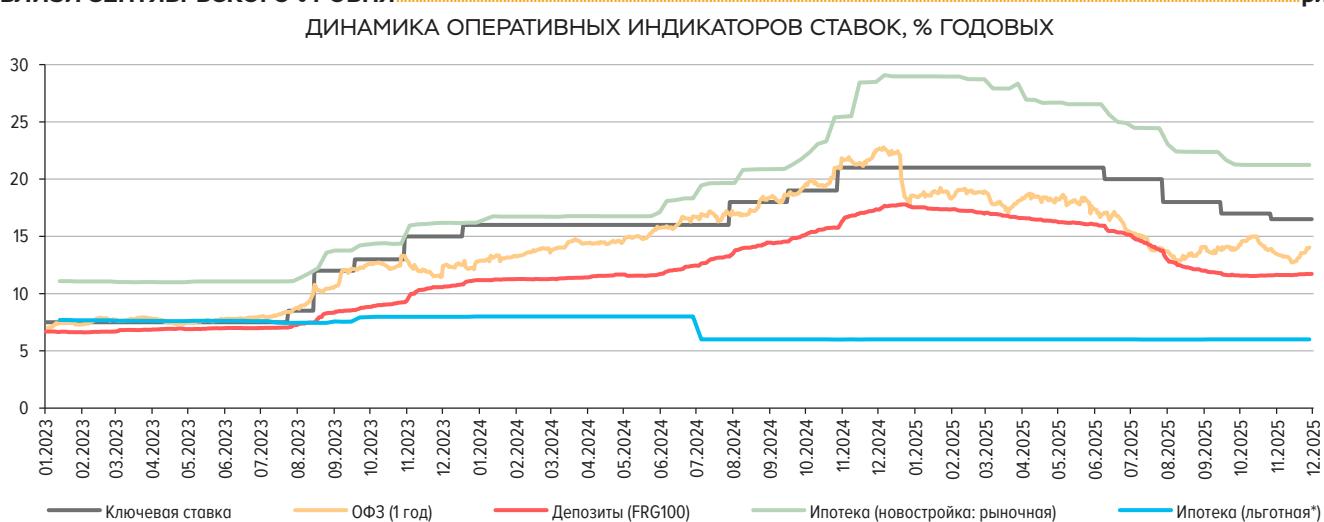
рис. 12



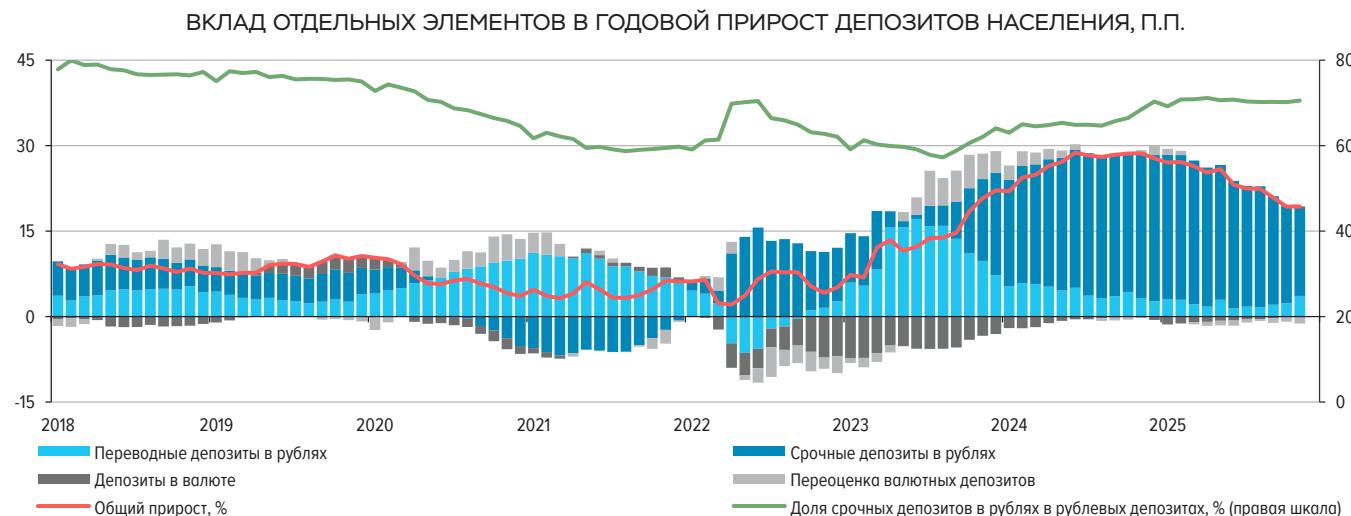
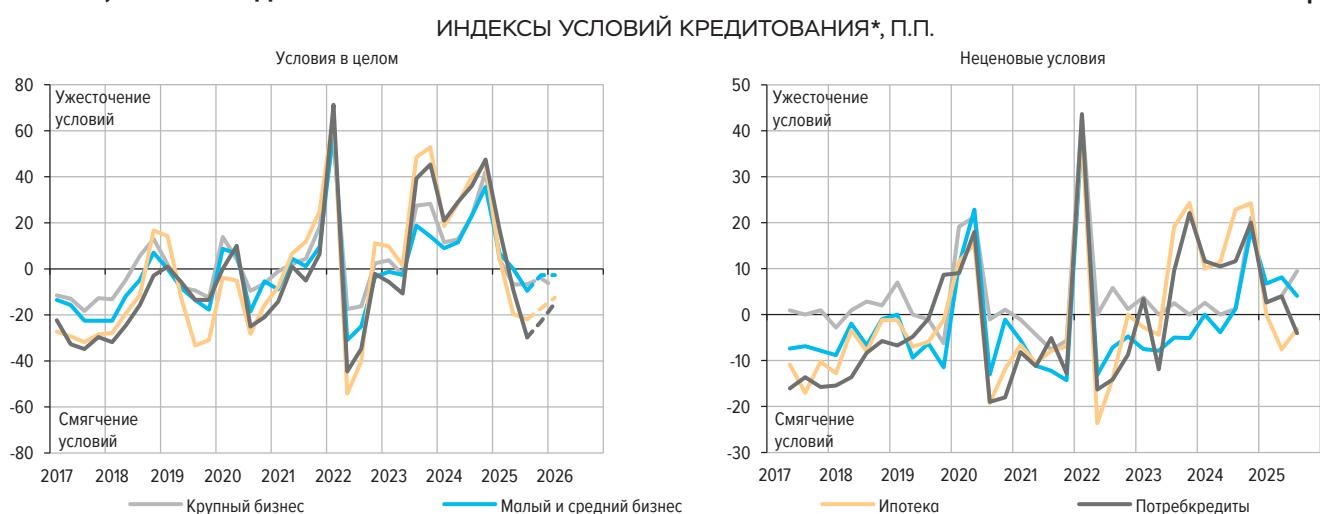
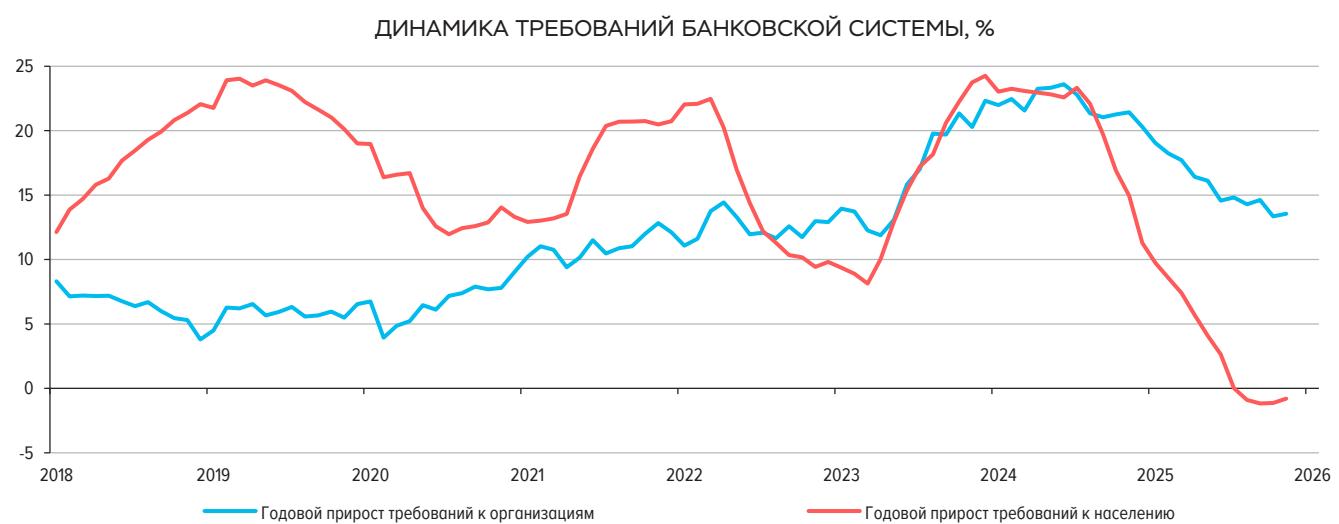
Источник: Банк России.

В ОКТЯБРЕ – НОЯБРЕ СТАВКИ ПО КРАТКОСРОЧНЫМ ДЕПОЗИТАМ И ИПОТЕЧНЫМ КРЕДИТАМ СКЛАДЫВАЛИСЬ ВБЛИЗИ СЕНТЯБРЬСКОГО УРОВНЯ

рис. 13



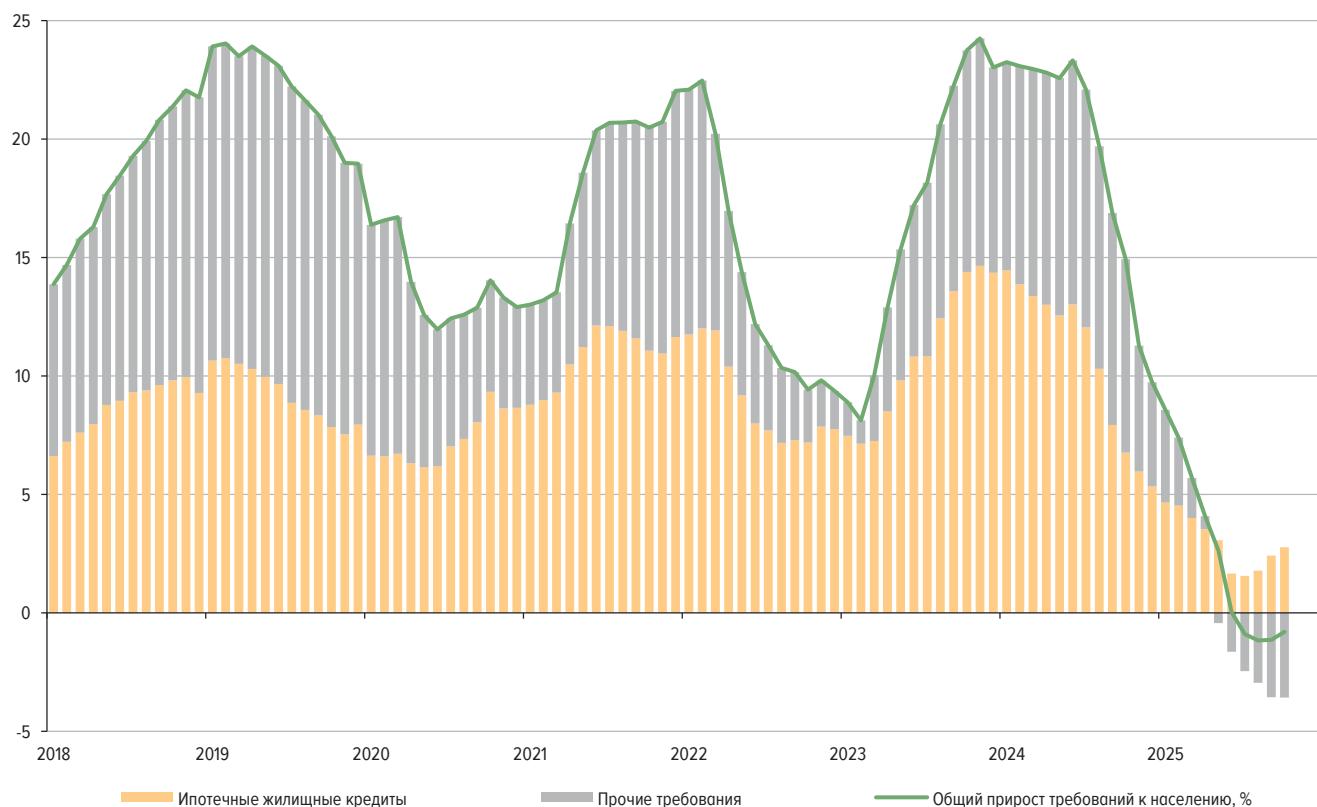
* До 01.07.2024 – ставка по программе «Льготная ипотека», с 01.07.2024 – ставка по программе «Семейная ипотека».
Источники: Банк России, Frank RG, АО «ДОМ.РФ».

В ОКТЯБРЕ СНИЖЕНИЕ ГОДОВОГО ПРИРОСТА ДЕПОЗИТНОГО ПОРТФЕЛЯ НАСЕЛЕНИЯ ПРИОСТАНОВИЛОСЬ рис. 14ОБЩЕЕ СМЯГЧЕНИЕ УСЛОВИЙ КРЕДИТОВАНИЯ В ЗК25 СДЕРЖИВАЛОСЬ ПОДДЕРЖАНИЕМ ЖЕСТКИХ НЕЦЕНОВЫХ УСЛОВИЙ, ОСОБЕННО ДЛЯ КОРПОРАТИВНЫХ КЛИЕНТОВ рис. 15ТЕМП РОСТА ТРЕБОВАНИЙ К ОРГАНИЗАЦИЯМ В ОКТЯБРЕ УСКОРИЛСЯ рис. 16

РАСШИРЕНИЕ ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ В ОКТЯБРЕ ПРОДОЛЖИЛОСЬ

рис. 17

ВКЛАД ОТДЕЛЬНЫХ ЭЛЕМЕНТОВ В ГОДОВОЙ ПРИРОСТ ТРЕБОВАНИЙ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ К НАСЕЛЕНИЮ, П.П.



Источник: расчеты Банка России.

ИНДИКАТОРЫ КРЕДИТНОГО И ДЕПОЗИТНОГО РЫНКОВ

табл. 6

		Июль 2025	Август 2025	Сентябрь 2025	Октябрь 2025
Ставки по долгосрочным рублевым банковским операциям					
депозиты населения	% годовых	16,4	13,6	13,0	12,1
кредиты населению	% годовых	18,2	17,5	16,9	16,6
кредиты организациям	% годовых	15,6	14,6	16,1	15,3
Депозиты населения	% г/г, ИВП	22,4	20,9	19,3	19,4
в рублях	% г/г	24,6	22,7	20,9	20,3
в иностранной валюте	% г/г	-6,5	-4,0	-2,5	7,1
валютизация	%	5,0	4,9	5,1	5,3
Требования банковской системы к экономике	% г/г, ИВП	9,9	10,1	9,3	9,6
к организациям	% г/г, ИВП	14,3	14,6	13,4	13,6
к населению	% г/г, ИВП	-0,9	-1,2	-1,1	-0,8
Денежная масса (M2)	% г/г	15,0	14,4	12,7	13,0
Широкая денежная масса (M2X)	% г/г, ИВП	12,7	12,9	12,2	13,1

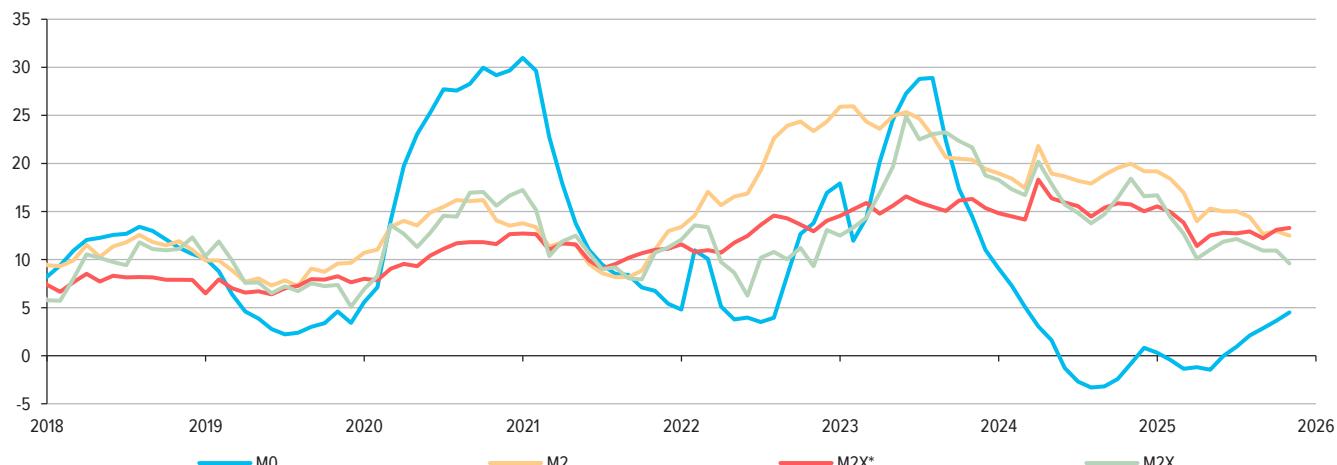
Примечание. Г/г – к соответствующему периоду предыдущего года, ИВП – с исключением валютной переоценки. Для исключения валютной переоценки используется декомпозиция Маршалла – Эджуорта.

Источник: расчеты Банка России.

ГОДОВОЙ ТЕМП РОСТА ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ В НОЯБРЕ БЫЛ СЛАБЕЕ ПРОШЛОГО МЕСЯЦА

рис. 18

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ ОСНОВНЫХ АГРЕГАТОВ ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ, %



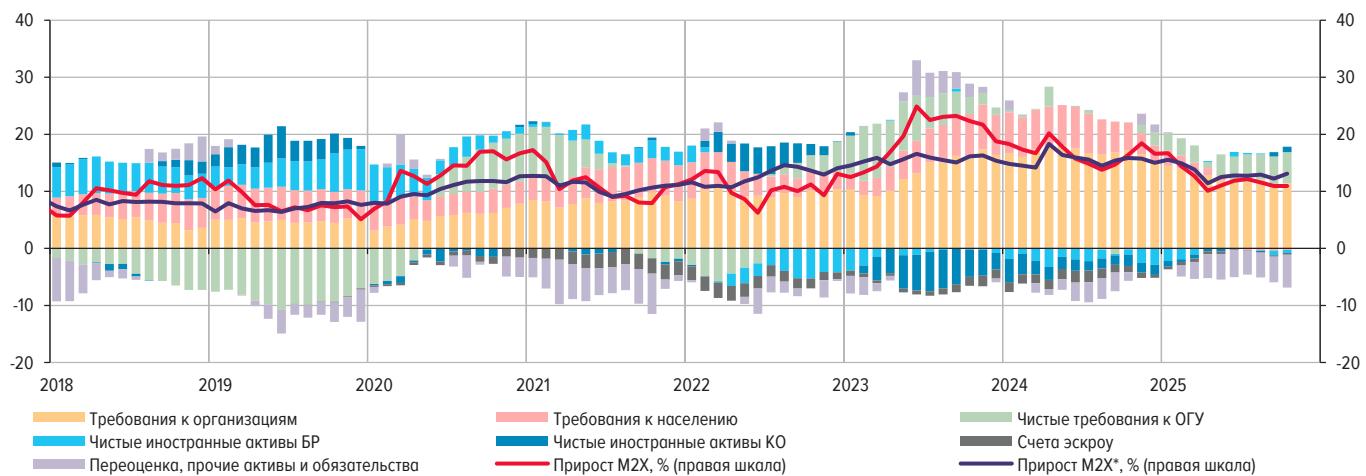
* С исключением валютной переоценки.

Источник: расчеты Банка России.

ОЖИВЛЕНИЕ В КОРПОРАТИВНОМ СЕГМЕНТЕ КРЕДИТНОГО РЫНКА ПОДДЕРЖАЛО РОСТ ДЕНЕЖНЫХ АГРЕГАТОВ В ОКТЯБРЕ

рис. 19

ВКЛАД ОТДЕЛЬНЫХ ИСТОЧНИКОВ В ГОДОВОЙ ПРИРОСТ АГРЕГАТА M2X, П.П.*



* С исключением валютной переоценки.

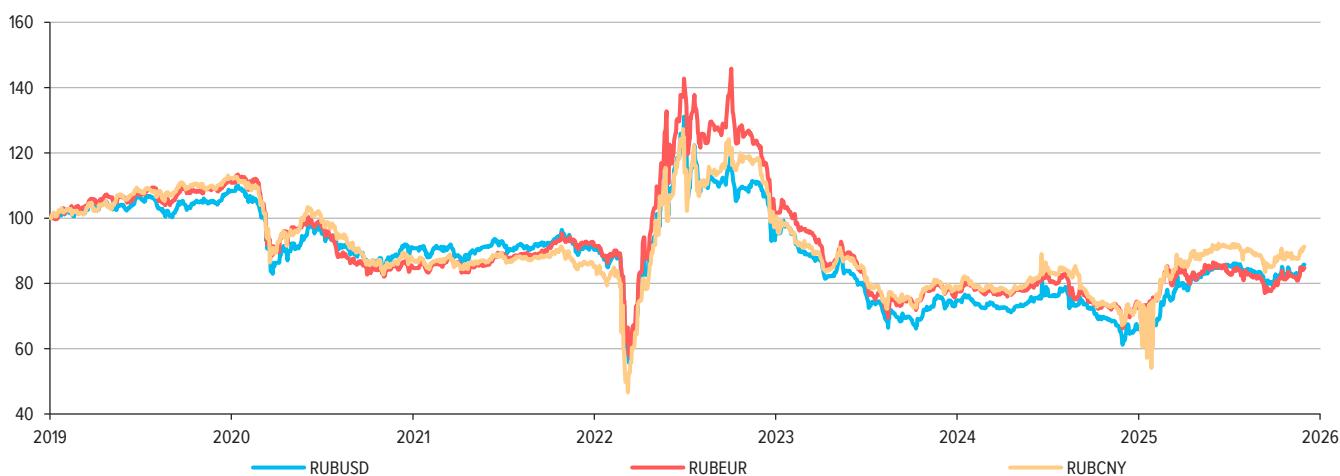
Источник: расчеты Банка России.

В НОЯБРЕ РУБЛЬ ПРОДОЛЖИЛ УКРЕПЛЯТЬСЯ ОТНОСИТЕЛЬНО ДРУГИХ ВАЛЮТ

(02.01.2019 = 100)

рис. 20

ДИНАМИКА КУРСА РУБЛЯ К ИНОСТРАННЫМ ВАЛЮТАМ



Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

ДИНАМИКА РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА В НОЯБРЕ БЫЛА ПОЛОЖИТЕЛЬНОЙ

табл. 7

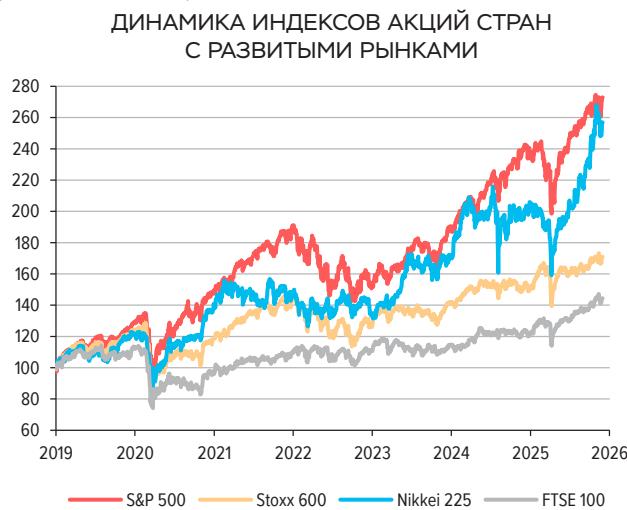
Показатель	30.11.2025	1M	3M	6M	YTD	1Y	
Российский финансовый рынок («+» – положительная динамика, «-» – негативная динамика)							
Курс рубля к доллару США	78,23	2,8	2,6	0,5	23,1	27,6	
Индекс МосБиржи	2 676	6,0	-7,7	-5,4	-7,2	5,0	
Индекс РТС	1 078	9,7	-5,2	-4,3	20,7	47,1	
Доходность государственных облигаций	14,60	-23	90	-104	-144	-331	
Доходность корпоративных облигаций	16,51	-34	27	-405	-549	-908	
Доходность региональных облигаций	15,23	-68	57	-260	-457	-640	
RVI	38	-2	6	-3	3	-22	
Курсы валют (за доллар США, изменение в %, «+» – укрепление, «-» – ослабление)							
Индекс доллара США	99,46	-0,3	1,7	0,8	-8,3	-6,3	
Евро	1,16	0,5	-0,7	1,4	12,0	9,9	
Японская иена	156,19	1,4	6,2	9,5	-0,7	3,1	
Фунт стерлингов	1,32	0,6	-2,0	-2,3	5,7	4,3	
Рубль	77,49	4,1	3,2	2,2	31,9	28,3	
Бразильский реал	5,33	0,8	1,7	6,0	13,7	11,0	
Мексиканское песо	18,29	1,5	2,0	4,8	12,3	10,5	
Китайский юань	7,08	0,5	0,8	1,7	3,0	2,3	
Турецкая лира	42,49	-1,0	-3,2	-8,5	-20,1	-22,8	
ЮАР	17,12	1,2	3,0	4,1	9,3	5,5	
Доходность 10-летних облигаций (% годовых, изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	4,02	-9	-21	-44	-56	-23
	Германия	2,69	6	-3	17	32	56
	Япония	1,81	14	21	30	-276	-247
	Великобритания	4,44	3	-28	-23	335	338
СФР	Россия	14,33	-44	43	-108	-89	-196
	Бразилия	13,42	-37	-48	-59	-173	16
	Мексика	8,69	5	-17	-67	-173	-159
	Китай	1,83	9	5	13	16	-22
	Турция	31,58	-36	50	-218	443	416
	ЮАР	8,50	-37	-111	-170	-54	-46
CDS-спреды 5Y (б.п., изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	31	-5	-5	-15	1	0
	Германия	8	-1	0	-4	-6	-4
	Япония	22	2	3	0	2	2
	Великобритания	19	-1	1	0	-2	-1
СФР	Бразилия	135	2	4	-15	-72	-20
	Мексика	93	4	1	-19	-43	-29
	Китай	48	8	4	-4	-18	-17
	Турция	229	-7	-26	-77	-24	-18
	ЮАР	144	-7	-30	-60	-47	-41
Индексы акций (п., изменение в %, «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	S&P 500	6 849	0,13	6,0	15,4	16,4	14,2
	Stoxx 600	576	0,79	4,8	5,2	13,6	13,6
	Nikkei 225	50 254	-4,12	17,6	34,1	26,0	31,0
	FTSE 100	9 721	0,03	5,8	10,8	18,9	17,4
СФР	MSCI EM	1 367	-2,47	8,6	18,5	27,1	26,6
	Bovespa	159 072	6,37	12,5	16,3	32,2	27,7
	IPC Mexico	63 543	1,23	8,2	10,1	28,2	27,4
	SSE Composite	3 889	-1,67	0,8	16,2	16,0	18,0
	BIST 100	10 899	-0,66	-3,4	21,0	10,9	13,1
	FTSE/JSE	110 959	1,57	9,0	16,6	31,9	30,9

* Промышленно развитые страны.

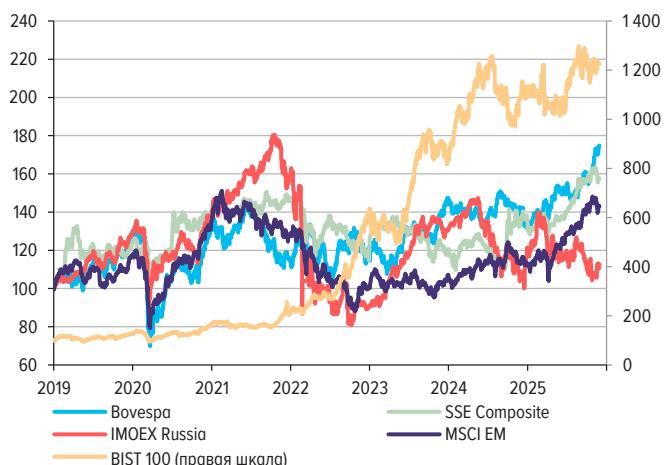
Источники: ПАО Московская Биржа, Cbonds, расчеты Банка России.

В НОЯБРЕ ИНДЕКСЫ АКЦИЙ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН ДЕМОНСТРИРОВАЛИ РАЗНОНАПРАВЛЕННУЮ ДИНАМИКУ
(02.01.2019 = 100)

рис. 21



ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ АКЦИЙ СТРАН С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ



Примечание. Индексы акций указаны в национальных валютах.

Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

Даты отсечения данных:

- в разделе «Процентные ставки» – 28.11.2025;
- в разделе «Ставки по кредитам и депозитам» – 31.10.2025, для оперативных данных – 30.11.2025;
- в разделе «Кредитные и депозитные агрегаты» – 01.11.2025, для оперативных данных – 01.12.2025;
- в разделе «Денежные агрегаты» – 01.11.2025, для оперативных данных – 01.12.2025.

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