



Банк России



Декабрь 2024 года

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ И ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Информационно-аналитический комментарий

17 января 2025 года

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ И ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ (ДЕКАБРЬ 2024 Г.)

Денежно-кредитные условия (ДКУ) в ноябре – декабре продолжали ужесточаться (рис. 1). Ставки депозитно-кредитного рынка в ноябре и первой половине декабря под влиянием автономных факторов, связанных с плановой нормализацией регуляторных требований к банкам, возросли намного существеннее, чем увеличение ключевой ставки, предпринятое в октябре. Во второй половине декабря после решения Совета директоров сохранить ключевую ставку неизменной ставки денежного рынка и кривая доходности ОФЗ снизились; депозитно-кредитные ставки, по оперативным данным, стабилизировались на достигнутых высоких уровнях. При этом дополнительное увеличение инфляционных ожиданий несколько уменьшило масштаб ужесточения ДКУ. Тем не менее начиная с ноября наблюдается замедление корпоративного и продолжение замедления розничного кредитования на фоне роста ставок и перехода банков к более сдержанной кредитной политике. Годовой прирост денежных агрегатов также уменьшился.

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.

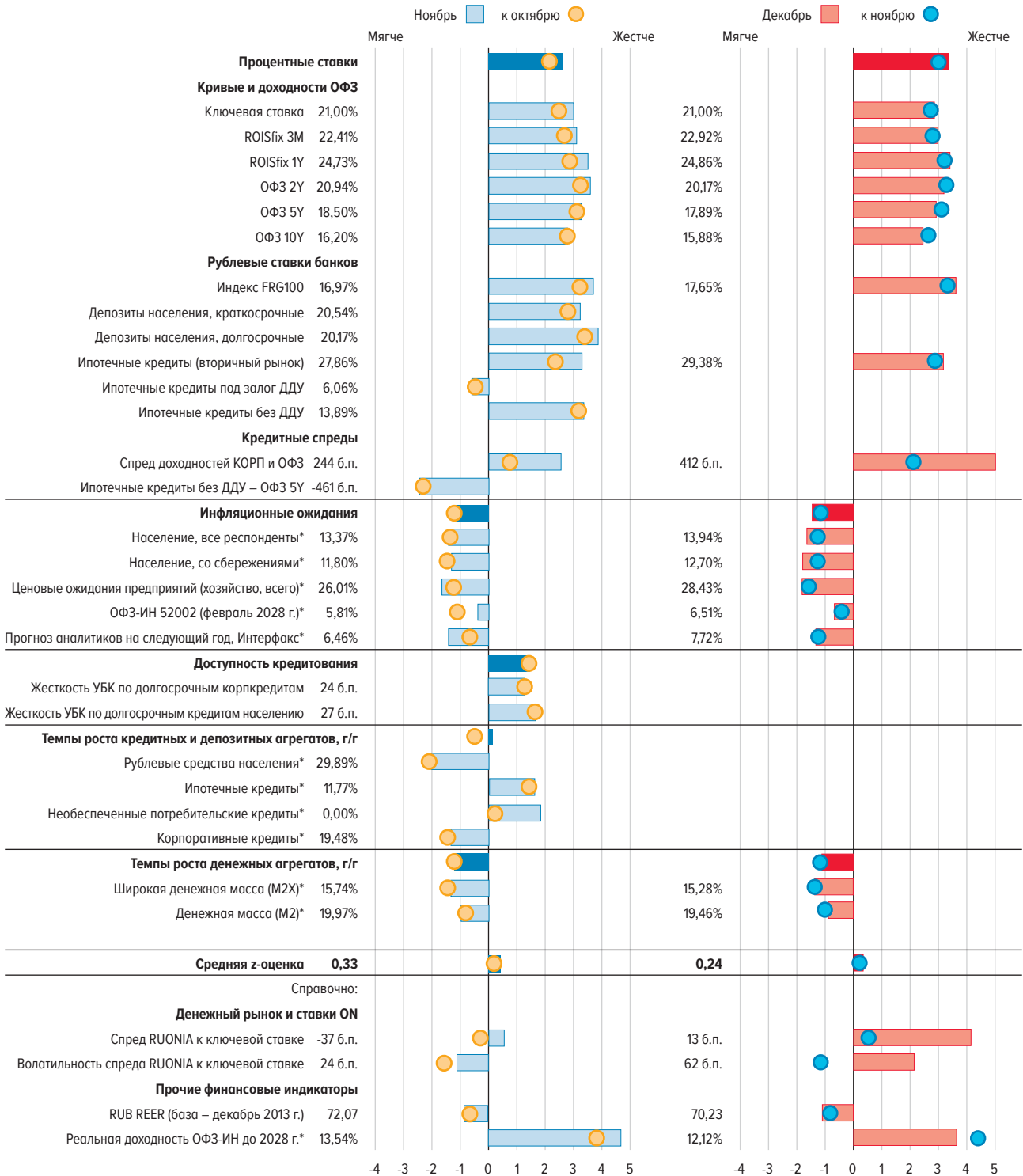
В этом материале кратко охарактеризованы работа денежно-кредитной трансмиссии и условия ее функционирования.

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



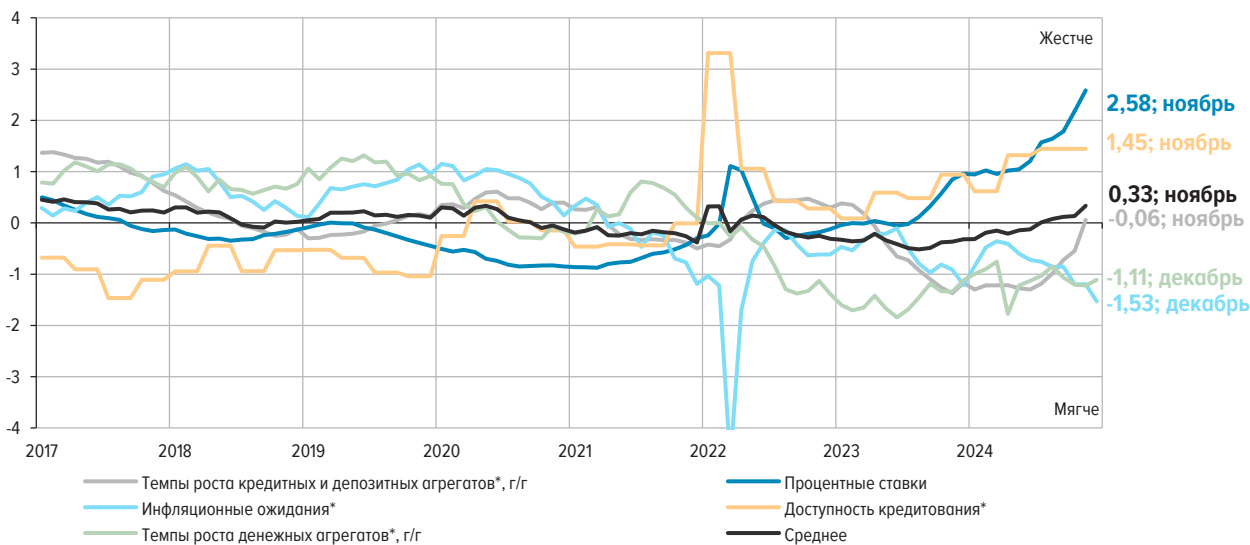
Примечание. Данная панель индикаторов представляет одну из возможных сводных визуализаций значимых показателей, которые целесообразно учитывать при оценке ДКУ и их изменений. Ее не следует рассматривать как всеобъемлющее представление всевозможных индикаторов, имеющих отношение к оценке характера ДКУ и его изменениям. График отражает уровень показателя (z-оценка) относительно распределения значений с января 2017 г. по ноябрь 2024 г. (левый график) и по декабрь 2024 г. (правый график). Круглым маркером обозначен уровень показателя (в стандартных отклонениях) на предыдущую дату. Сдвиг показателя влево относительно предыдущей даты означает смягчение ДКУ, вправо – ужесточение. Z-оценки по высокочастотным показателям (доходности ОФЗ, ставки денежного рынка, валютный курс, спред КОРП-ОФЗ и так далее) рассчитаны по средним значениям за соответствующий месяц. Z-оценка по спреду RUONIA к ключевой ставке исключена из расчета общего среднего показателя ввиду повышенной волатильности.

* По показателям посчитана обратная z-оценка.

Источник: расчеты Банка России.

ИСТОРИЧЕСКАЯ ДИНАМИКА ОТДЕЛЬНЫХ ИНДИКАТОРОВ ЖЕСТКОСТИ ДКУ

Рис. 2



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

Процентные ставки

- Денежно-кредитная политика и ключевая ставка.** Совет директоров Банка России 20 декабря 2024 г. принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 21,00% годовых. В ноябре – декабре произошло более существенное ужесточение денежно-кредитных условий, чем предполагало октябрьское решение по ключевой ставке. Это было связано с автономными от денежно-кредитной политики факторами: повышением требований к капиталу и ликвидности банков, ужесточением макропруденциальной политики со стороны регулятора, а также требований банков к заемщикам.

Решение Совета директоров стало сюрпризом для рынка, так как большинство аналитиков ожидали повышения ставки на 200 б.п., до 23,00% годовых. Ожидания рынка относительно будущей траектории ключевой ставки изменились: текущая структура рыночных ставок предполагает, что значение в 21,00% годовых может стать пиком цикла и ставка начнет снижаться в первом полугодии 2025 года.

- Ликвидность банковского сектора и ставки овернайт (RUONIA).** В среднем за декабрь спред RUONIA к ключевой ставке сузился до +13 б.п. (ноябрь: -37 б.п.) (рис. 7). Волатильность спреда увеличилась до 62 б.п. (ноябрь: 24 б.п.). В декабрьском периоде усреднения¹ (ПУ) обязательных резервов (ОР) банки ожидали значимого роста ключевой ставки. Поэтому до 20 декабря они были готовы привлекать ликвидность на рынке по высоким ставкам. В отдельные дни RUONIA даже превышала верхнюю границу процентного коридора Банка России. После заседания Совета директоров ставки снизились, и спред стал отрицательным.

В среднем за декабрьский ПУ баланс ликвидности сложился около нуля. Прогноз Банка России предполагал профицит в диапазоне от 0,2 до 1,0 трлн рублей. Отклонение связано с меньшим, чем ожидалось, поступлением бюджетных средств в 2024 году. Часть профинансированных в конце декабря расходов поступила в банки в начале января. Основной приток ликвидности

¹ 11 декабря 2024 г. – 14 января 2025 года.

по бюджету был связан с конвертацией средств ФНБ для проведения расходов вне бюджетного правила и с размещением средств ФНБ в разрешенные финансовые активы.

Банк России для снижения волатильности финансовых рынков приостановил с 28 ноября до конца 2024 г. зеркалирование покупок валюты Минфином России в рамках бюджетного правила². Отложенные покупки будут осуществлены в течение 2025 года³.

Спрос на наличные деньги в декабре сезонно возрос, и отток ликвидности за счет этого фактора составил 0,6 трлн рублей. В целом за 2024 г. объем наличных денег в обращении увеличился на 0,2 трлн руб., что является очень низким приростом по историческим меркам. Прирост ОР в 2024 г. составил 0,8 трлн руб. (табл. 5).

В декабре спрос со стороны банков на аукционах репо Банка России возрос, после того как Минфин России увеличил выпуск ОФЗ. После поступления бюджетных расходов и размещения ФК части средств на депозиты в банки спрос на аукционах репо Банка России сократился. По мере распределения поступивших бюджетных средств в банковском секторе Банк России планирует постепенно сокращать с февраля 2025 г. объем предоставления средств на каждом аукционе.

Уточненный прогноз баланса ликвидности на 2025 г. будет представлен с учетом обновленных макроэкономических предпосылок в комментарии к краткосрочному прогнозу от 26 февраля⁴.

Влияние НКЛ на стоимость краткосрочных заимствований

Поэтапная отмена с марта 2024 г. послаблений по нормативу краткосрочной ликвидности (НКЛ) усилила конкуренцию банков за средства физических и юридических лиц (включая госорганы). Банки были готовы привлекать такие обязательства по более высоким ставкам. Еще одним способом «улучшения» норматива стали кредиты постоянного действия Банка России. В результате средняя стоимость заимствований для банков выросла. Это подействовало как дополнительный автономный фактор ужесточения денежно-кредитных условий.

В стремлении привлечь пассивы, улучшающие норматив ликвидности, банки увеличивали ставки по депозитам юридических лиц. Они были готовы предлагать крупным корпоративным клиентам премию по депозитам 2–3 п.п. к ключевой ставке и более, тогда как ранее эта премия обычно не превышала 1 процентного пункта. При этом из-за ожиданий дальнейшего повышения ключевой ставки снизилась и срочность размещения средств клиентами.

С учетом этой ситуации в конце ноября Банк России предоставил банкам возможность увеличить лимиты безотзывных кредитных линий (БКЛ)¹. (БКЛ учитываются в расчете НКЛ и позволяют восполнить величину недостатка ВЛА.) Ряд системно значимых кредитных организаций (СЗКО) воспользовались этой возможностью. В результате к середине декабря снизился их спрос на кредиты Банка России, а также стабилизировался уровень ставок для корпоративных заемщиков (рис. 3).

В декабре немного изменилась структура спроса банков на операции Федерального казначейства (ФК). После отмены послаблений по НКЛ банки стали меньше привлекать средства через операции репо под залог ОФЗ и наращивали привлечение долгосрочных депозитов². Однако к концу года большинство банков исчерпали контрагентские лимиты по депозитам ФК.

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

² Операции репо под обеспечение ОФЗ практически нейтральны для НКЛ вне зависимости от срочности сделки (см. врезку 9 «Влияние НКЛ на операции банков и ситуацию на денежном рынке» в [Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов](#)).

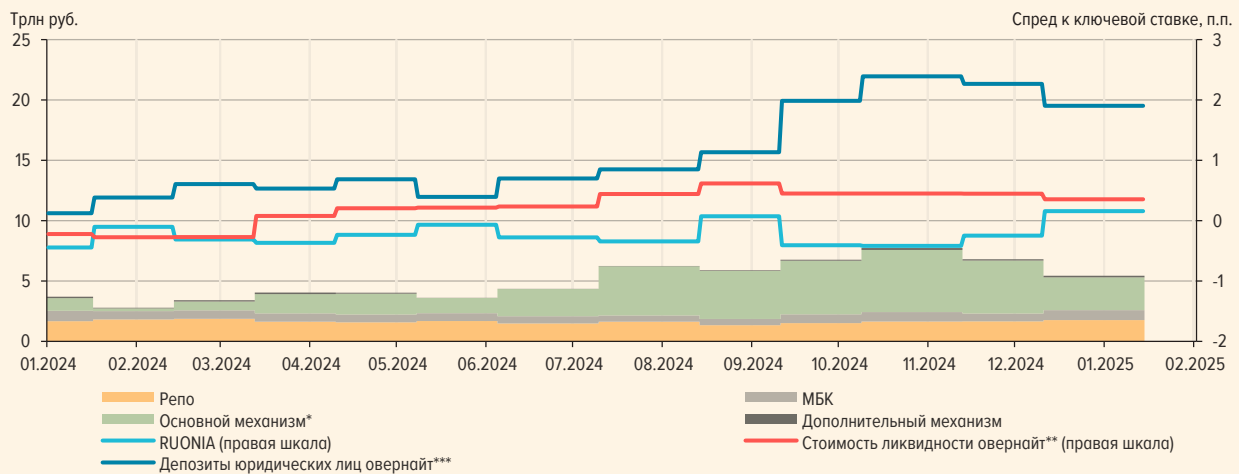
² См. [пресс-релиз Банка России от 27 ноября 2024 года](#).

³ См. [пресс-релиз Банка России от 26 декабря 2024 года](#).

⁴ См. [Комментарий к краткосрочному прогнозу](#).

ОБЪЕМ И СТОИМОСТЬ ПРИВЛЕЧЕНИЯ СРЕДСТВ ОВЕРНАЙТ (СРЕДНЕЕ ЗА ПУ)

Рис. 3



* Действующий до 16.10.2023 стандартный механизм предоставления ликвидности учтен в операциях основного механизма.

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

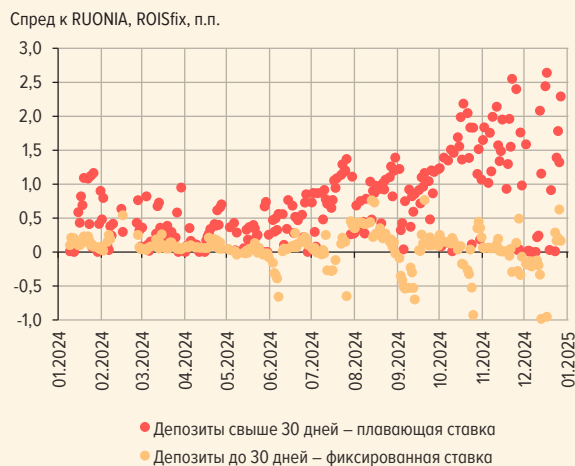
*** Стоимость привлечения средств у юридических лиц с корректировкой на ОР. Выборка включает в себя только отдельные сделки крупных юридических лиц, где в назначении платежа указаны параметры сделки.

Источник: расчеты Банка России.

Традиционно для финансирования расходов в конце года ФК сокращает размещение бюджетных средств на депозитах в банках. Однако в декабре 2024 г. ФК практически не снизило срочность своих операций. Так, около половины задолженности по депозитам ФК банки привлекли на длительные сроки с погашениями в 2025 году. Как следствие, не произошло ухудшения ситуации с физической и нормативной ликвидностью банков из-за волатильности бюджетных потоков в конце года.

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

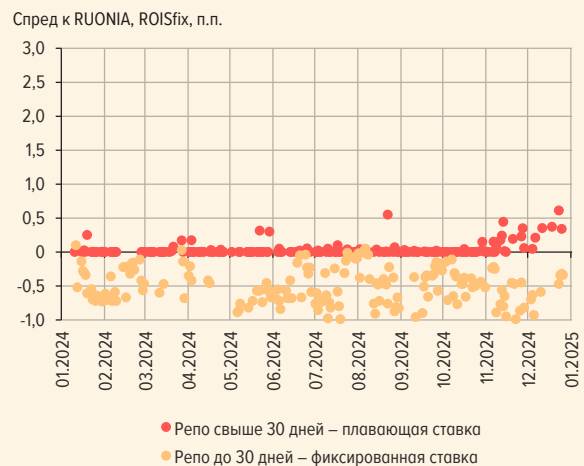
Рис. 4



Источник: расчеты Банка России.

СТАВКИ ПО РЕПО ФК

Рис. 5



Источник: расчеты Банка России.

- **Денежный рынок.** В декабре, до заседания Совета директоров, кривая ROISfix продолжала сдвигаться вверх на сроках до 6 месяцев, отражая ожидания ужесточения денежно-кредитной политики. Однако после решения Банка России сохранить ключевую ставку на прежнем уровне кривая существенно снизилась и по итогам месяца была ниже значений конца предыдущего месяца на 25–416 базисных пунктов. Наибольшие изменения произошли на участке кривой от 2 месяцев. В настоящий момент участники рынка ожидают, что пик ужесточения

денежно-кредитной политики пройден и Банк России начнет снижать ставку в первом полугодии 2025 года.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ROISFIX

Табл. 1

Срочность	1w	2w	1M	2M	3M	6M	1Y	2Y
28.12.2024	20,84	20,91	21,1	21,19	21,33	21,79	21,96	20,56
29.11.2024	21,09	21,15	21,66	22,72	23,3	25,08	25,95	24,72
Изменение, б.п.	-25	-24	-56	-153	-197	-329	-399	-416

Источники: ПАО Московская Биржа, НФА.

- ОФЗ.** Доходности государственных облигаций в декабре до заседания Совета директоров показывали разнонаправленную динамику: в основном снижались на коротком и дальнем концах (0–55 б.п.) и росли на среднем участке кривой (0–28 б.п.). С 20 декабря доходности ОФЗ значительно уменьшились на всех сроках. Наибольшее снижение доходности наблюдалось в краткосрочном и среднесрочном сегментах ввиду пересмотра рыночных ожиданий по ключевой ставке на фоне ее сохранения на прежнем уровне. В декабре вмененная инфляция из ОФЗ-ИН снизилась на 124 б.п., до уровня, сопоставимого с августом – сентябрем 2022 г. (30 декабря: 5,63%), оставаясь существенно выше цели по инфляции.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ

Табл. 2

Срочность	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
30.12.2024	18,58	18,06	17,48	16,53	15,87	15,22
29.11.2024	22,53	21,44	20,37	18,61	17,38	16,24
Изменение, б.п.	-393	-338	-289	-207	-150	-101
Среднее за декабрь 2024 г.	20,98	20,17	19,32	17,89	16,86	15,87
Среднее за ноябрь 2024 г.	21,67	20,94	20,07	18,50	17,33	16,20
Изменение, б.п.	-69	-77	-75	-62	-47	-33

Ликвидность вторичного рынка ОФЗ выросла. Среднедневной оборот торгов составил 19,5 млрд руб. (ноябрь: 13,1 млрд руб./день). Структура и поведение участников рынка незначительно отличались от ноябрьских показателей.

Основными покупателями оставались розничные инвесторы (8,5 млрд руб.) и некредитные финансовые организации, в том числе в рамках доверительного управления (43,6 млрд руб.). Крупнейшими нетто-продавцами в декабре стали СЗКО и банки, не относящиеся к СЗКО (-34,3 и -23,2 млрд руб соответственно).

В декабре Минфин России провел 4 аукциона, на которых были предложены преимущественно ОФЗ-ПД. Однако основной объем был привлечен за счет впервые размещенных 2 выпусков ОФЗ-ПК, купонный доход которых определяется исходя из срочной RUONIA, номиналом 1 трлн руб. каждый. Они были выкуплены в основном банками. Размещенный объем в декабре составил 1,9 трлн руб. (выручка за ноябрь: 103 млрд руб.). Среди предлагаемых ОФЗ-ПД по-прежнему преобладали бумаги длинной и средней срочности, что формировало низкую ликвидность на коротком конце. На декабрьских аукционах доходность по длинному

выпуску достигла 17,5%. При размещении длинного выпуска ОФЗ-ПД (14 лет до погашения) на последней аукционной неделе года, Минфин России предоставил рекордную в этом году премию к вторичному рынку (+29 б.п.). Премия к доходности вторичного рынка для остальных классических бумаг оставалась умеренной и варьировалась от +2 до +5 базисных пунктов.

По итогам аукционов Минфин России исполнил уточненную годовую программу заимствований, валовой объем привлечений по выручке по итогам года составил 4,4 трлн руб. (2023 г.: 2,8 трлн руб.), чистое привлечение – 2,9 трлн руб. (2023 г.: 2,0 трлн руб.).

- **Рынок корпоративных облигаций.** Снижение доходностей государственных облигаций транслировалось в снижение доходностей корпоративных облигаций. После роста до исторического максимума в ноябре и первой половине декабря (17 декабря: 28,25%) индекс доходности IFX-Cbonds к концу декабря снизился до 22,00% (-336 б.п. м/м). Средний за месяц спред индекса к доходности ОФЗ значительно вырос, составив 412 б.п. (ноябрь: 243 б.п.), и остается выше среднего значения за 2022–2024 годы. При этом в связи с ужесточением ДКУ и ростом премии за риск обновили максимумы среднемесячные спреды доходности бумаг с низкими и средними рейтингами к ОФЗ: «B/guB-» – 1514 б.п. (+205 б.п. м/м), «BB/guBBB» – 1133 б.п. (+ 368 б.п. м/м). Спред бумаг надежных эмитентов также вырос – с 30 до 159 базисных пунктов. Рост спредов корпоративных облигаций к ОФЗ отчасти мог быть связан с более медленной подстройкой рынка корпоративных облигаций к изменению ожиданий относительно траектории ключевой ставки.

На первичном рынке в декабре корпоративные заемщики привлекли на 80% больше средств, чем месяцем ранее (декабрь 2024 г.: 1,8 трлн руб.; ноябрь 2024 г.: 991 млрд руб.), включая выпуски в юанях и замещающие облигации. Прирост портфеля корпоративных облигаций к началу года был выше медианы 2014–2021 гг. (ноябрь 2024 г.: +23,0%; медиана: 16,0%), но ниже аналогичного периода 2023 г. (декабрь 2023 г.: 27,6%).

Общий объем рынка корпоративных облигаций на конец декабря составил 31,0 трлн руб. (+22,9% г/г; декабрь 2023 г.: 25,2 трлн руб.).

Замещающих облигаций в декабре размещено не было. Доходность индекса замещающих облигаций, по данным Cbonds, снизилась и составила на конец месяца 11,00% (-288 б.п. м/м). Спред к UST со схожей дюрацией сократился относительно ноября на 305 б.п. (декабрь: 673 б.п.; ноябрь: 978 б.п.).

Рублевые ставки банков

- **Депозитные ставки.** Ожидание очередного повышения ключевой ставки Банком России на заседании в декабре, а также рост спроса на привлеченные средства населения со стороны системно значимых кредитных организаций (СЗКО) в преддверии ужесточения требований по выполнению НКЛ с 1 января 2025 г. отразились в росте ставок по розничным депозитам в ноябре (рис. 12). Это, в свою очередь, внесло вклад в ужесточение условий банковского кредитования (УБК) за счет компонента внутреннего фондирования. Ставка по краткосрочным депозитам выросла на 1,57 п.п., а по долгосрочным – на 1,47 процентного пункта. Декабрьская динамика индекса FRG100⁵ также свидетельствовала о продолжении роста депозитных ставок в течение первых 2 декад декабря (рис. 13). Однако сдвиг графика ужесточения требований по соблюдению НКЛ на полгода и сохранение Банком России ключевой ставки на уровне 21,00%

⁵ Средняя ставка 80 крупнейших депозитных банков по вкладам сроком 1 год на сумму от 100 тыс. руб., по данным информационного агентства Frank RG.

привели к некоторому понижению банками депозитных ставок в последнюю неделю года, в результате чего индекс FRG100 в декабре вырос на 0,2 п.п. (ноябрь: 1,1 п.п.).

- **Корпоративные кредитные ставки.** В ноябре изменение ставок по кредитам для корпоративных заемщиков⁶ было разнонаправленным: рост ставок по краткосрочным кредитам на 1,9 п.п. сопровождался снижением ставок по долгосрочным на 0,1 процентного пункта. Это могло во многом стать следствием концентрации кредитной активности, слабочувствительной к изменению ключевой ставки именно в сегменте длинных операций. При этом можно ожидать, что реализовавшееся ужесточение денежно-кредитной политики (ДКП) в целом будет оказывать повышательное воздействие на динамику ставок по кредитам нефинансовым организациям на рыночных условиях (рис. 12).
- **Розничные кредитные ставки.** Средняя ставка по кредитам физическим лицам в краткосрочном сегменте выросла на 1,83 п.п., а в долгосрочном – на 0,11 процентного пункта. При этом изменение ставок по разным видам розничных кредитных продуктов в ноябре не было однородным. Рост ставок по авто- и потребкредитам сопровождался снижением средней ставки по выданным ипотечным кредитам. Последнее можно объяснить продолжением процесса «вымывания» рыночной ипотеки, вследствие чего основной объем сделок проходит в рамках льготных ипотечных программ. В ипотечном сегменте розничного кредитования стоимость потребительских кредитов росла опережающими темпами по сравнению с автокредитами. Подобная ситуация является естественной в условиях действия жесткой денежно-кредитной и макропруденциальной политики, так как залоговое кредитование для банков менее рискованно, что отражается в более низкой динамике соответствующего компонента в конечной ставке для заемщика (рис. 12).

Темпы роста кредитных и депозитных агрегатов

- **Розничные депозиты.** Годовой прирост⁷ рублевых средств населения в банках⁸ в ноябре составил 29,9%, что несколько ниже октябрьского показателя (30,7%), но по-прежнему отражает высокую сберегательную активность населения (рис. 14). При этом практически весь месячный прирост пришелся на депозиты до 1 года (+5,2% м/м), ставки по которым крупные банки повышали более активно, в то время как вклады на срок свыше года показали околонулевую динамику. Продолжилась тенденция на перевод физическими лицами своих накоплений с рублевых текущих счетов (-4,6% м/м) на краткосрочные депозиты. Другим источником для их пополнения по-прежнему оставались валютные депозиты: произошедшее в ноябре ослабление рубля вместе с возросшими рублевыми ставками сделало перевод сбережений в национальную валюту более выгодным.
- **Корпоративное кредитование.** В ноябре кредитование организаций⁹ продемонстрировало замедление годовых темпов прироста до 20,3 с 21,8% месяцем ранее (рис. 15), что можно связать

⁶ Ставки по кредитам, предоставленным российскими банками неаффилированным заемщикам – нефинансовым организациям по фиксированной ставке. См. [Методологические комментарии к таблицам раздела «Процентные ставки по кредитам и депозитам и структура кредитов и депозитов по срочности»](#).

⁷ Здесь и далее показатели приростов приведены с исключением влияния валютной переоценки по кредитным организациям, действовавшим на последнюю отчетную дату, включая ранее реорганизованные банки. Пересчет валютной составляющей производится в рубли по курсу на начало анализируемого периода. Приросты в валюте приведены в эквиваленте долларов США. Приросты по розничным кредитам приведены с корректировкой на сделки секьюритизации.

⁸ Здесь и далее в состав средств физических лиц в банках включаются остатки на срочных депозитах, депозитах «до востребования» и текущих счетах, но не включаются счета эскроу по договорам участия в долевом строительстве.

⁹ Здесь и далее – прирост кредитования нефинансовых и финансовых организаций, а также индивидуальных предпринимателей.

с дальнейшим ужесточением УБК, стимулирующим банки к переходу к более консервативной кредитной политике, что подтверждается предварительными данными обследования УБК. Как и в предыдущие месяцы, рост кредитного портфеля обеспечивало наращивание компаниями рублевых заимствований, прежде всего на сроки свыше 3 лет. Поддержку корпоративному кредитованию по-прежнему оказывали заимствования, слабочувствительные к изменению ключевой ставки, что сдерживало общее снижение кредитной активности организаций. Также стоит отметить заметное снижение вклада в общий рост портфеля кредитов на срок от 1 года до 3 лет. Такая динамика могла быть связана в том числе с крупными размещениями корпоративных облигаций, часть средств от которых могла быть направлена на погашение банковских кредитов. По оперативным данным, в декабре годовые темпы роста кредитования организаций продолжили снижаться, в том числе из-за более выраженного сезонного роста госрасходов, часть которых использовалась компаниями-бюджетополучателями для погашения кредитной задолженности (в первую очередь краткосрочной).

- **Розничное кредитование.** В ноябре розничное кредитование продолжило замедляться пятый месяц подряд: годовой прирост портфеля (с учетом сделок по секьюритизации) составил 16,7 после 18,8% в октябре (рис. 15). На фоне роста рыночных процентных ставок замедление наблюдалось как в обеспеченном, так и в необеспеченном кредитовании (рис. 16). Портфель необеспеченных кредитов населению в ноябре, с учетом сделок по секьюритизации, показал околонулевой рост. Рынок автокредитов второй месяц подряд демонстрировал резкое замедление роста, что во многом стало результатом повышения с 1 октября утилизационного сбора, приведшее к перераспределению спроса на предыдущий временной период. В ипотечном сегменте по-прежнему замедлялась кредитная активность, продолжая смещаться как на первичный рынок, так и в сторону большей доли нерыночных кредитов. По оперативным данным, в декабре охлаждение рынка розничного кредитования продолжилось, в основном за счет сокращения части кредитного портфеля срочностью свыше 1 года.

Темпы роста денежных агрегатов

- **Денежная масса.** Годовые темпы роста денежной массы¹⁰ в национальном определении (M2) и широкой денежной массы (M2X) с исключением валютной переоценки изменились в ноябре разнонаправленно, однако в целом сохранялись на высоком уровне (годовой прирост M2: 20,0% против 19,5% в октябре; M2X: 15,7% против 15,9% в октябре). В то же время предварительная оценка свидетельствует о произошедшем в декабре замедлении темпов роста этих денежных агрегатов (рис. 18).
- **Источники денежного предложения.** В ноябре требования¹¹ банковской системы к экономике сохранили за собой роль ключевого источника роста денежного предложения: их годовой прирост составил 17,6%, при этом темп роста требований к организациям продолжил значительно опережать темп роста требований к населению. Поддержку росту денежных агрегатов также оказывало поступление средств в экономику по бюджетному каналу.

¹⁰ При расчете приростов денежных агрегатов и источников денежного предложения, включающих рублевую и валютную составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу.

¹¹ 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 долевыми 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.

- **Компоненты денежной массы.** В ноябре рублевые депозиты населения вновь обеспечили основную часть прироста денежных агрегатов. При этом рост был сконцентрирован в сегменте срочных депозитов, ставки по которым продолжили повышаться на фоне ожидания дальнейшего ужесточения ДКП и роста спроса на них со стороны СЗКО в преддверии ужесточения требований по выполнению НКЛ с 1 января 2025 года. Вместе с тем вклад наличных денег в обращении вне банковской системы (МО) в динамику денежных агрегатов оставался невысоким.

- **Обменный курс (валютный канал)**

В декабре рубль впервые за полгода по итогам месяца укрепился по отношению к основным иностранным валютам (табл. 3). Среднемесячные значения курсов при этом демонстрировали обратную динамику: рубль ослаб на 1,6% к доллару США, на 0,4% к евро и на 2,8% к юаню.

Заметное укрепление рубля произошло в первой половине декабря по мере стабилизации рынка и снижения волатильности после значительного ослабления в ноябре из-за введения новых санкций США, в том числе в отношении российской платежной инфраструктуры. После решения Совета директоров о сохранении ключевой ставки курса рубля также преимущественно укреплялся.

Спред курса доллара США к рублю, рассчитанного на внебиржевых котировках, и кросс-курса, рассчитанного через USD/CNY и USD/CNH, в декабре был волатильным и находился в диапазоне от -1,4 до 3,5%, что в целом продолжает динамику конца ноября и в большей степени объясняется временными затруднениями при совершении трансграничных операций с иностранной валютой и низкой ликвидностью рынка в последние рабочие дни года.

ИЗМЕНЕНИЕ КУРСА РУБЛЯ

Табл. 3

	USD/RUB (Банк России)	EUR/RUB (Банк России)	CNY/RUB (ММВБ)
29.12.2024	101,68	106,10	13,71
30.11.2024	107,74	114,31	14,50
Изменение, %	-5,6	-7,2	-5
В среднем за декабрь	102,26	107,59	13,88
В среднем за ноябрь	100,37	107,19	13,91
Изменение, %	+1,6	+0,4	-0,2

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

Реальный эффективный курс рубля (REER), рассчитанный по отношению к валютам основных внешнеторговых партнеров, в декабре укрепился на 1% (ослабление на 0,9% г/г) и находится значительно ниже своего медианного значения последних лет (-9% к медиане с января 2015 г. по ноябрь 2024 г.).

- **Российский рынок акций**

Российский рынок акций в декабре вырос по сравнению с ноябрьскими значениями. На конец месяца Индекс МосБиржи был равен 2809 п. (+10,3% м/м; -9,4% за год), а индекс волатильности (RVI) в декабре в среднем составил 44 п. (-12 п. м/м), что ниже средних значений предыдущего месяца.

Основным фактором роста рынка была переоценка ожиданий относительно ключевой ставки после ее сохранения 20 декабря на прежнем уровне в 21,00% годовых против ожиданий 23,00%. В день Совета директоров индекс вырос с 2419 до 2652 п. и продолжал расти до конца года.

Отраслевые индексы акций за месяц показали положительную динамику, а лидерами роста стали компании сектора нефти и газа (+16,2% м/м), компании финансового (+15,9% м/м) и транспортного (+15,2% м/м) секторов. Если рассматривать совокупную динамику за год, то большинство отраслей

продемонстрировали спад, который особенно сильно был выражен для строительных компаний (-34,4% г/г), и только в секторах информационных технологий (+1,65% г/г) и нефти и газа (+0,74% г/г) наблюдался небольшой рост.

• Внешние рынки

Средневзвешенная (по ВВП) ключевая ставка в странах с развитыми рынками в декабре снизилась (-20 б.п., до 3,48%) в связи с продолжением цикла смягчения ДКП рядом центральных банков. Среди них – центральные банки США (-25 б.п., до 4,5%), Канады (- 50 б.п., до 3,25%) и еврозоны (-25 б.п., до 3%). Средневзвешенная ставка в странах с развивающимися рынками демонстрировала аналогичную динамику. Это произошло за счет снижения ставок центральными банками ряда стран, в том числе Мексики (-25 б.п., до 10%), Колумбии (-25 б.п., до 9,5%), Чили (-25 б.п., до 5%), Доминиканы (-25 б.п., до 6%), Ямайки (-25 б.п., до 6%), Филиппин (-25 б.п., до 5,75%), Армении (-25 б.п., до 7%), Кении (-75 б.п., до 11,25%) и Турции (-250 б.п., до 47,5%). При этом в отдельных странах происходило повышение: в Уругвае (+25 б.п., до 8,75%) и Казахстане (+100 б.п., до 15,25%).

Среднемесячные доходности американских казначейских облигаций по итогам декабря выросли практически по всей длине (табл. 4), несмотря на снижение ставки ФРС США 18 декабря на 25 базисных пунктов. Это было связано преимущественно с данными по инфляции и ВВП, а также с заявлениями представителей ФРС США о возможной паузе в январе и более медленном последующем снижении ставки (на 50 б.п. в течение 2025 г. против 100 б.п., предполагаемых ранее).

Несмотря на смягчение денежно-кредитной политики ЕЦБ в декабре и пересмотр темпов роста экономики и инфляции в сторону снижения, доходности европейских облигаций за месяц выросли на 10–25 б.п. в зависимости от срока до погашения.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ UST

Табл. 4

Срочность	2Y	5Y	10Y
31.12.2024	4,24	4,38	4,57
29.11.2024	4,13	4,05	4,18
Изменение, б.п.	11	33	39
Среднее за декабрь 2024 г.	4,23	4,26	4,39
Среднее за ноябрь 2024 г.	4,26	4,23	4,36
Изменение, б.п.	-3	3	3

Источники: *Bonds*, расчеты Банка России.

Ввиду пересмотра ожиданий по будущей траектории ставки ФРС США, а также роста доходностей облигаций американская валюта продолжила укрепляться: индекс доллара США DXY увеличился до 108,5 (+2,6%). В ноябре большинство валют стран с формирующимися рынками ослабло относительно доллара США (BRLUSD: -3,4%; CNYUSD: -0,8%; TRYUSD: -1,7%; MXNUSD: -2,12%).

По итогам декабря мировые рынки акций демонстрировали разнонаправленную динамику (S&P 500: -2,5%; Stoxx 600: -0,5%; Nikkei 225: +4,4%; SSE Composite: +0,76%; Nifty 50: -1,9%; MSCI ACWI: -2,5%). Снижение фондового индекса США объясняется пересмотром дальнейшей траектории ДКП ФРС США и реакцией инвесторов на заявления руководства ФРС. На динамику индексов азиатских рынков оказывали влияние заявления китайских властей о намерениях проводить стимулирующую бюджетную и монетарную политику, а также неожиданное для рынка решение Центрального банка Японии сохранить ставку на прежнем уровне, а не повышать ее.

Таблицы и графики

БАЛАНС ЛИКВИДНОСТИ В КОНЦЕ ГОДА СФОРМИРОВАЛСЯ НИЖЕ ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ
(ТРЛН РУБ.)

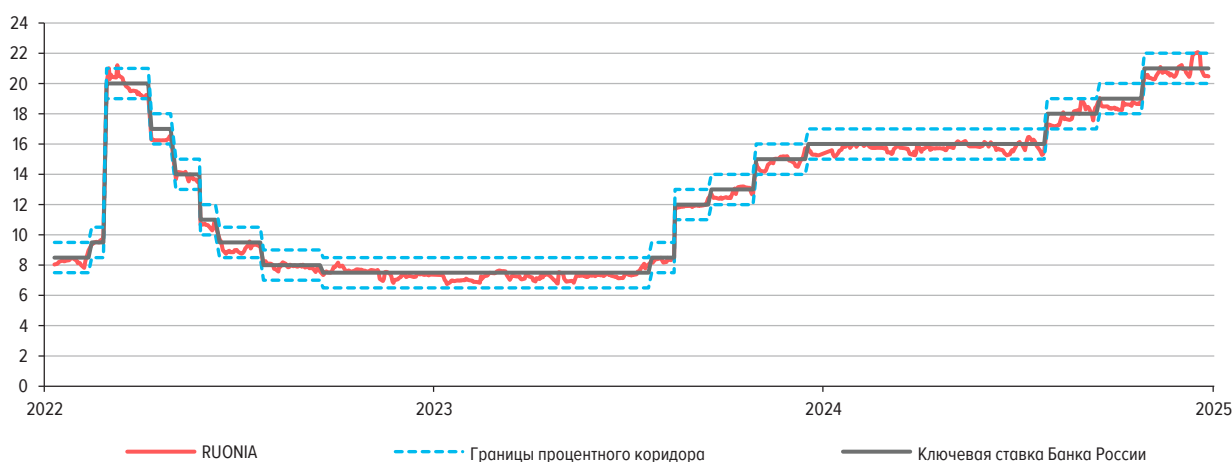
Табл. 5

	2023	2024 (факт)	Декабрь 2024	2024 (прогноз)
Дефицит (+) / профицит (-) ликвидности, на начало периода	-3,5	0,0	0,4	0,0
Приток (+) / отток (-) ликвидности:	-3,4	-0,6	-0,2	[0,2; 1,0]
– изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции*	1,0	0,4	0,6	[1,2; 1,4]
– изменение наличных денег в обращении	-2,0	-0,2	-0,6	[-0,2; 0,2]
– изменение обязательных резервов	-2,4	-0,8	-0,1	[-0,9; -0,7]
Дефицит (+) / профицит (-) ликвидности, на конец периода	0,0	0,6	0,6	[-1,0; -0,2]

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

ДИНАМИКА СТАВКИ RUONIA
(%)

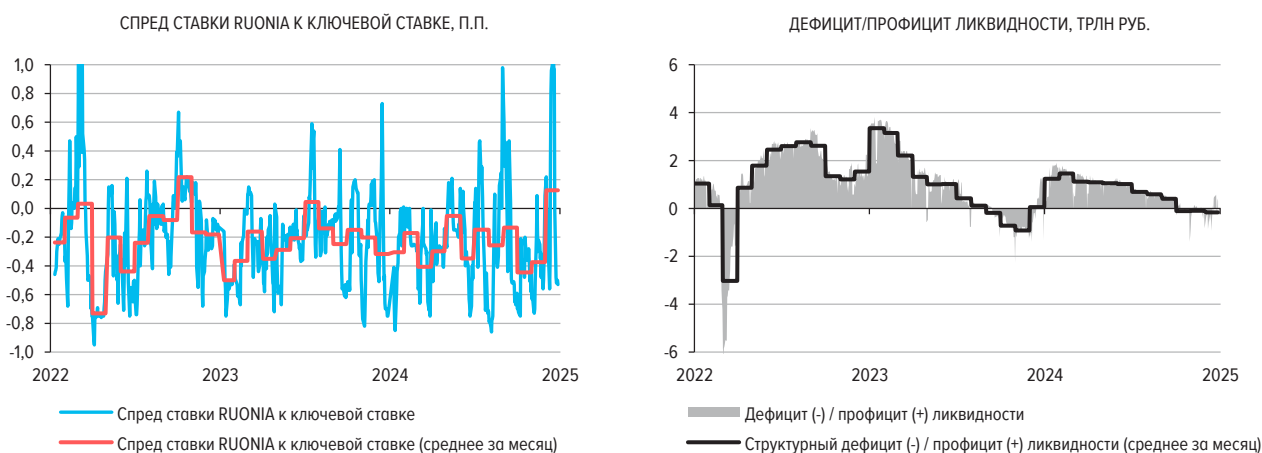
Рис. 6



Источник: расчеты Банка России.

СПРЕД СТАВКИ RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ БАНКА РОССИИ В СРЕДНЕМ ЗА ДЕКАБРЬ СУЗИЛСЯ И СТАЛ ПОЛОЖИТЕЛЬНЫМ

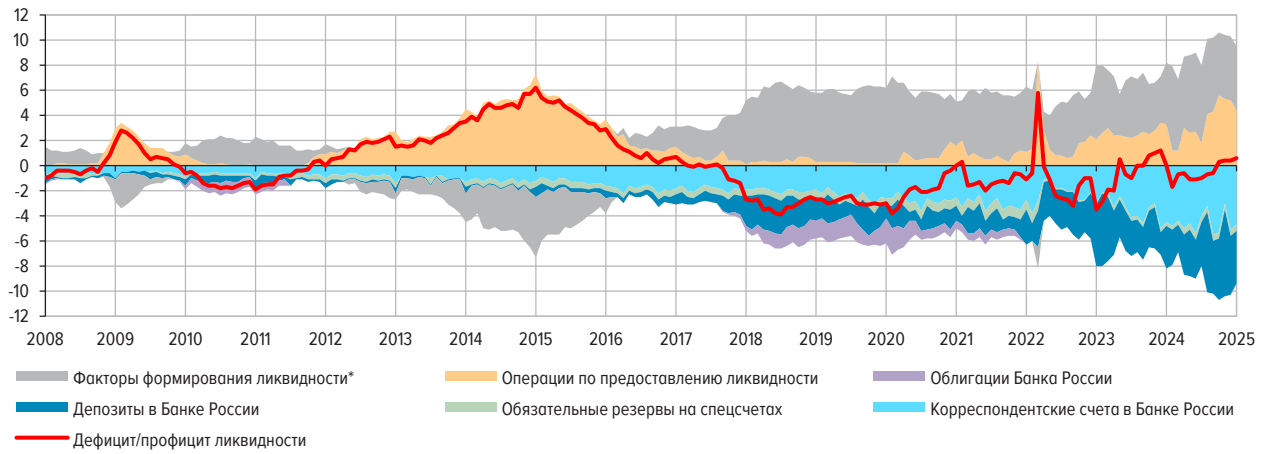
Рис. 7



Источник: расчеты Банка России.

БАЛАНС БАНКА РОССИИ
(ТРЛН РУБ.)

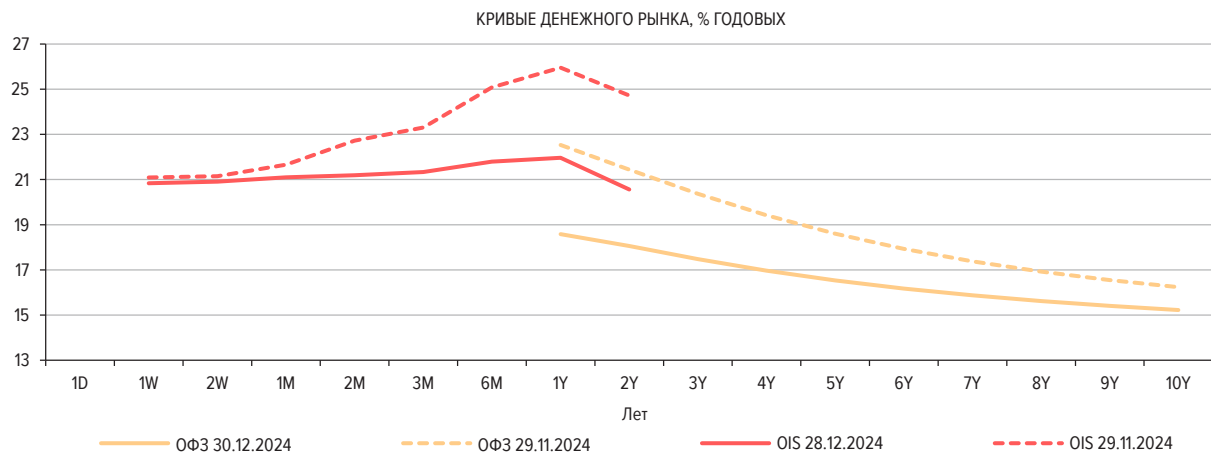
Рис. 8



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

В ДЕКАБРЕ КРИВЫЕ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА СДВИНУЛИСЬ ВНИЗ ПО ВСЕЙ ДЛИНЕ

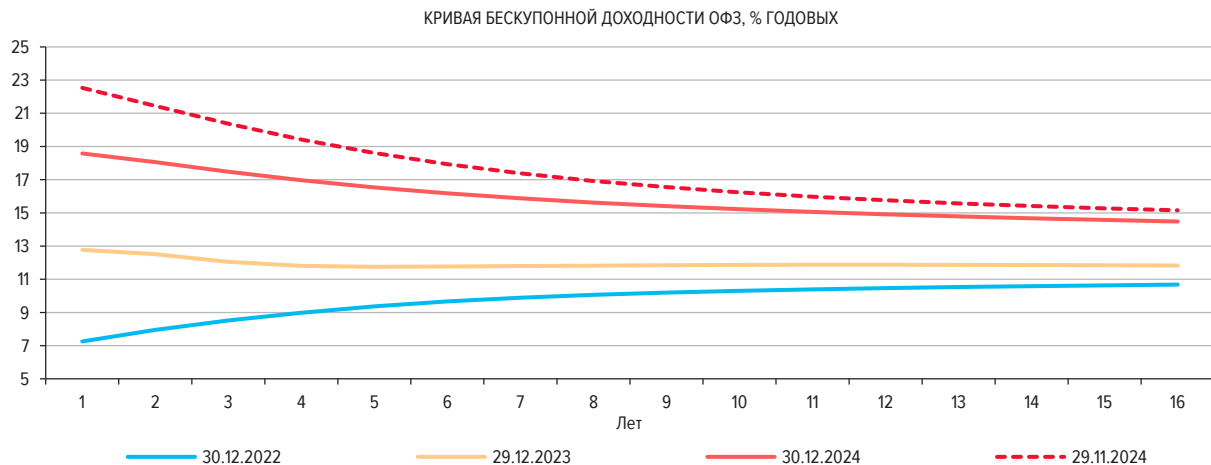
Рис. 9



Источники: ПАО Московская Биржа, НФА.

ДОХОДНОСТЬ ОФЗ СНИЗИЛАСЬ ПО ВСЕЙ ДЛИНЕ

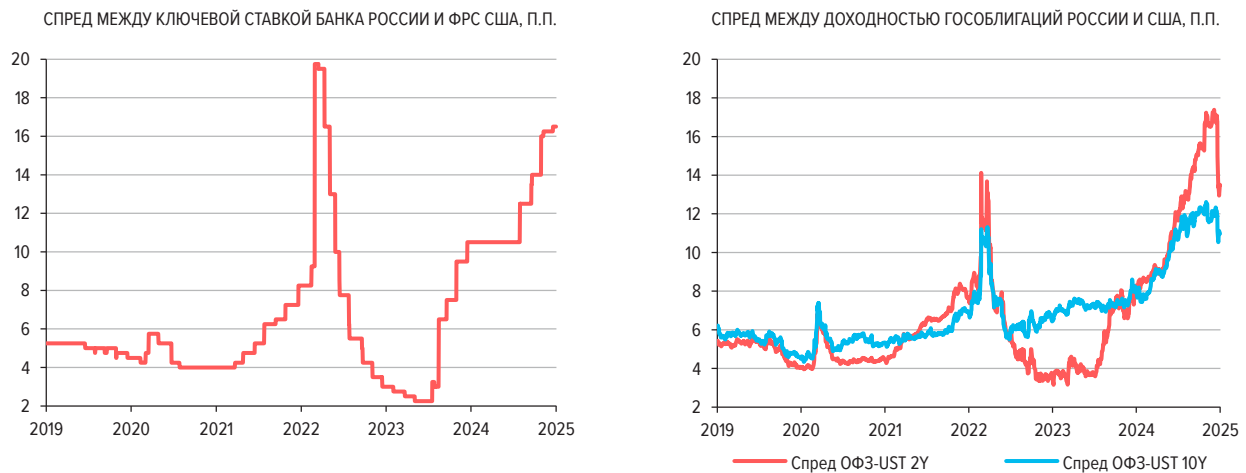
Рис. 10



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

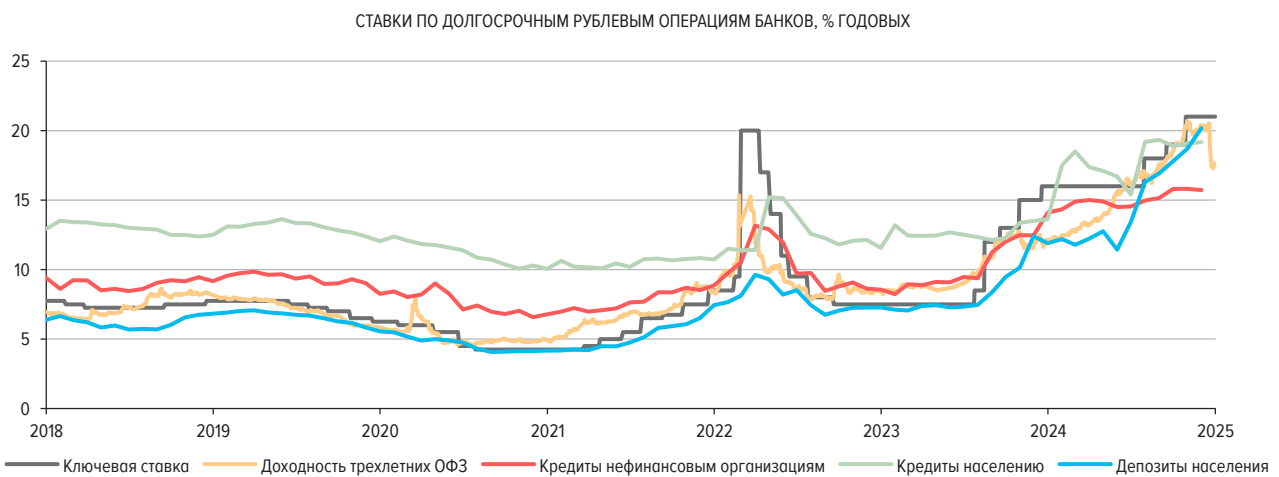
СПРЕД МЕЖДУ ДОХОДНОСТЬЮ ГОСОБЛИГАЦИЙ РОССИИ И США РАСШИРИЛСЯ

Рис. 11

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

В НОЯБРЕ РОСТ СТАВОК ПО КРЕДИТАМ И ДЕПОЗИТАМ ПРОДОЛЖАЛСЯ

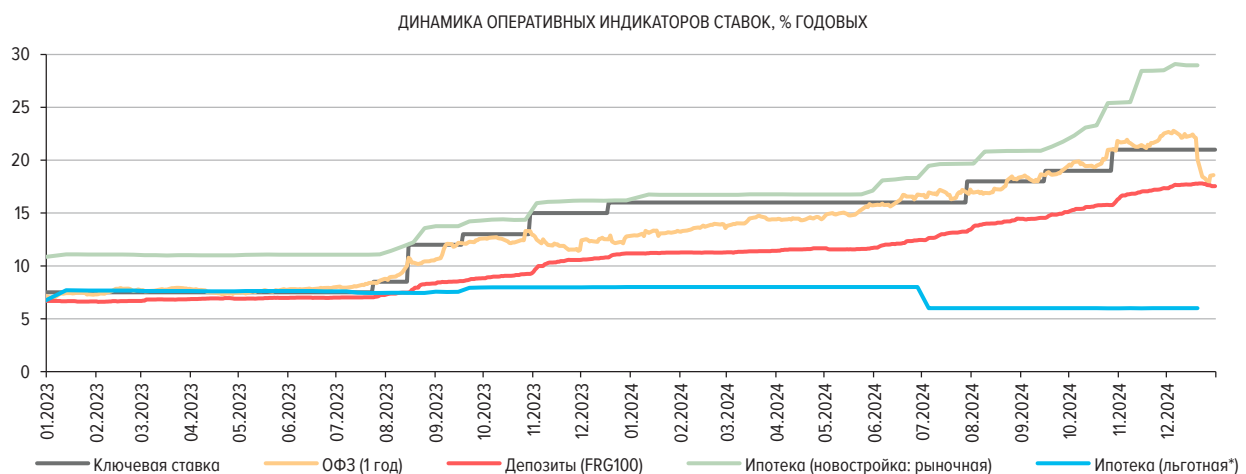
Рис. 12



Источник: Банк России.

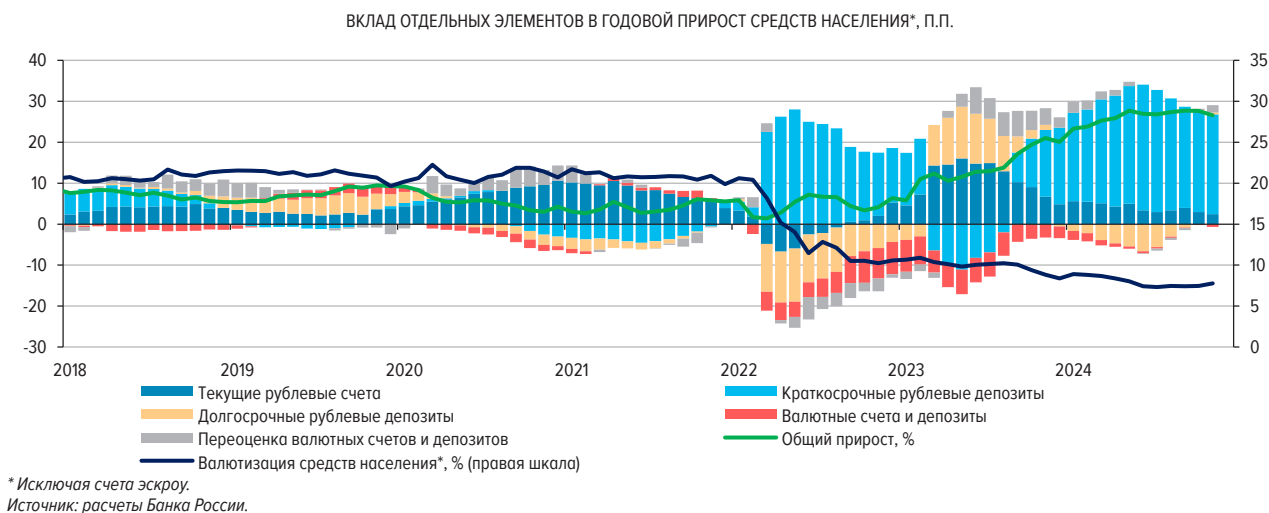
В ДЕКАБРЕ ПОСЛЕ РЕШЕНИЯ О СОХРАНЕНИИ УРОВНЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ РОСТ ДЕПОЗИТНЫХ СТАВОК ПРИОСТАНОВИЛСЯ

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».

РОСТ ДЕПОЗИТНЫХ СТАВОК ПОДДЕРЖИВАЛ ВЫСОКУЮ ДЕПОЗИТНУЮ АКТИВНОСТЬ В НОЯБРЕ, ОСОБЕННО В СЕГМЕНТЕ КРАТКОСРОЧНЫХ РУБЛЕВЫХ ДЕПОЗИТОВ

Рис. 14



В НОЯБРЕ ЗАМЕДЛЕНИЕ КРЕДИТОВАНИЯ ЗАТРОНУЛО КАК РОЗНИЧНЫЙ, ТАК И КОРПОРАТИВНЫЙ СЕГМЕНТ

Рис. 15



ЗАМЕДЛЕНИЕ РОСТА РОЗНИЧНОГО КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ В НОЯБРЕ В БОЛЬШЕЙ МЕРЕ СВЯЗАНО С ИПОТЕЧНЫМ СЕГМЕНТОМ

Рис. 16



БАНКИ ОТМЕЧАЮТ ЗНАЧИТЕЛЬНОЕ УЖЕСТОЧЕНИЕ УБК ДЛЯ РОЗНИЧНЫХ И КОРПОРАТИВНЫХ ЗАЕМЩИКОВ
В III КВАРТАЛЕ 2024 ГОДА

Рис. 17



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

ИНДИКАТОРЫ КРЕДИТНОГО И ДЕПОЗИТНОГО РЫНКОВ

Табл. 6

		Август 2024	Сентябрь 2024	Октябрь 2024	Ноябрь 2024
Ставки по долгосрочным рублевым банковским операциям					
депозиты населения	% годовых	16,9	17,8	18,7	20,2
кредиты населению	% годовых	19,3	18,9	19,1	19,2
кредиты организациям	% годовых	15,2	15,8	15,8	15,7
Средства населения*	% г/г, ИВП	27,4	27,7	27,6	26,6
в рублях*	% г/г	30,8	30,9	30,7	29,9
в иностранной валюте	% г/г	-9,7	-8,2	-9,2	-13,5
валютизация*	%	7,5	7,4	7,5	7,8
Кредиты организациям**	% г/г, ИВП	22,0	21,8	21,8	20,3
Кредиты населению**	% г/г, ИВП	23,2	20,9	18,8	16,7
ипотечные жилищные кредиты**	% г/г, ИВП	25,8	21,7	19,1	16,4
необеспеченные потребительские ссуды**	% г/г	16,7	15,7	14,1	13,1
Требования банковской системы к экономике	% г/г, ИВП	20,6	20,0	19,6	17,6
к организациям	% г/г, ИВП	20,9	21,3	21,5	20,2
к населению	% г/г, ИВП	19,7	16,9	14,9	11,3
Денежная масса (M2)	% г/г	17,9	18,8	19,5	20,0
Широкая денежная масса (M2X)	% г/г, ИВП	14,5	15,4	15,9	15,7

* Исключая счета эскроу.

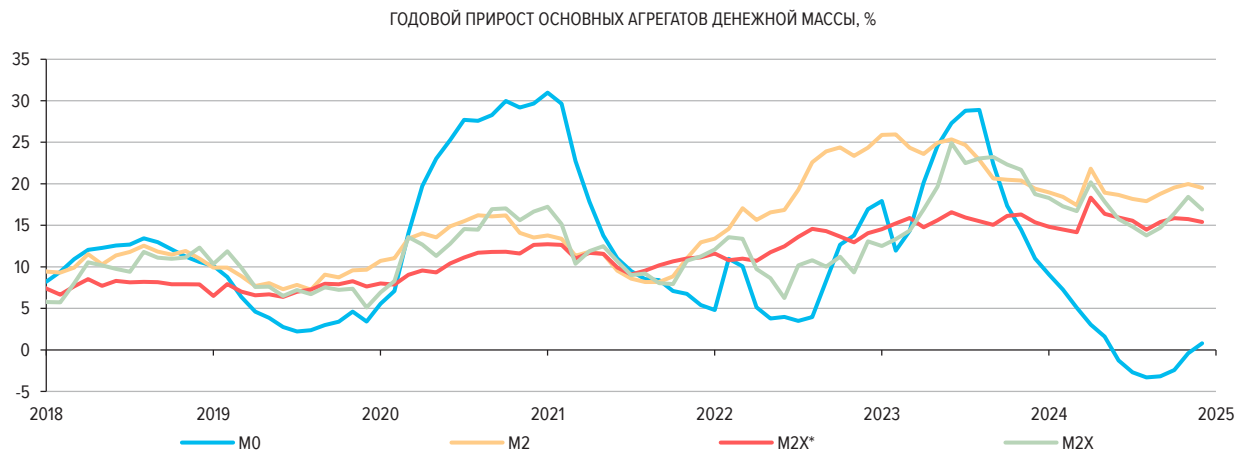
** С учетом приобретенных прав требования. Прирост портфеля кредитов населению приведен с корректировкой на сделки секьюритизации.

Примечание. Г/г – к соответствующему периоду предыдущего года, ИВП – с исключением валютной переоценки. Для исключения валютной переоценки используется курс на начало периода.

Источник: расчеты Банка России.

ПРИРОСТ ДЕНЕЖНЫХ АГРЕГАТОВ В ДЕКАБРЕ ВЕРНУЛСЯ К УРОВНЯМ ОКТЯБРЯ

Рис. 18



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

В ДЕКАБРЕ РУБЛЬ УКРЕПЛЯЛСЯ
(02.01.2019 = 100)

Рис. 19



Источники: Sbond, расчеты Банка России.

РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК ДЕМОНСТРИРОВАЛ ПОЗИТИВНУЮ ДИНАМИКУ В ДЕКАБРЕ

Табл. 7

Показатель		30.12.2024	1М	3М	6М	YTD	1Y
Российский финансовый рынок («+» – положительная динамика, «-» – негативная динамика)							
Курс рубля к доллару США		101,68	7,2	-10,0	-18,6	-12,6	-10,9
Индекс МосБиржи		2 883	11,8	0,9	-9,5	-7,0	-7,1
Индекс РТС		893	18,5	-8,0	-22,3	-17,6	-18,1
Доходность государственных облигаций		16,04	-186	-82	54	406	410
Доходность корпоративных облигаций		22,00	-336	176	431	782	758
Доходность региональных облигаций		19,80	-226	95	311	718	721
RVI		35	-20	5	11	7	9
Курсы валют (за доллар США, изменение в %, «+» – укрепление, «-» – ослабление)							
ПРС*	Индекс доллара США	108,45	2,5	7,6	2,6	7,0	7,0
	Евро	1,04	-2,1	-7,0	-3,6	-6,2	-6,2
	Японская иена	157,37	4,6	9,6	-2,5	11,6	11,6
	Фунт стерлингов	1,25	-1,6	-6,4	-1,3	-1,8	-1,8
СФР	Рубль	113,75	-6,5	-22,5	-29,5	-27,7	-27,7
	Бразильский реал	6,18	-3,2	-13,5	-8,9	-27,4	-27,4
	Мексиканское песо	20,85	-2,7	-5,9	-14,2	-22,8	-22,8
	Китайский юань	7,30	-0,8	-4,0	-0,4	-3,1	-3,1
	Турецкая лира	35,38	-2,0	-3,4	-8,7	-19,9	-19,9
	ЮАР	18,87	-4,6	-9,3	-1,5	-3,2	-3,2
Доходность 10-летних облигаций (% годовых, изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	4,58	40	77	15	70	70
	Германия	2,36	28	24	-24	34	34
	Япония	4,56	32	372	349	396	396
	Великобритания	1,09	5	-292	-316	-244	-244
СФР	Россия	15,22	-101	-63	8	336	336
	Бразилия	15,15	139	286	273	478	478
	Мексика	10,42	15	110	5	115	115
	Китай	1,67	-37	-51	-58	-92	-92
	Турция	27,15	-216	-134	-122	202	202
	ЮАР	9,04	13	19	-114	-73	-73
CDS-спреды 5Y (б.п., изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	29	-1	-6	-6	-14	-14
	Германия	14	1	3	4	-3	-3
	Япония	20	-1	1	-1	-5	-5
	Великобритания	21	2	0	-5	-15	-15
СФР	Бразилия	207	51	61	44	81	81
	Мексика	136	18	21	32	51	51
	Китай	66	1	6	0	5	5
	Турция	253	7	-4	-11	-15	-15
	ЮАР	191	8	16	-17	-6	-6
Индексы акций (п., изменение в %, «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	S&P 500	5 882	-2,50	2,1	6,8	23,3	23,3
	Stoxx 600	508	-0,52	-2,9	-0,6	6,0	6,0
	Nikkei 225	39 895	4,41	5,2	-0,4	19,2	19,2
	FTSE 100	8 173	-1,38	-0,8	0,6	5,7	5,7
СФР	MSCI EM	1 075	-0,29	-8,1	-0,4	5,1	5,1
	Bovespa	120 283	-4,28	-8,7	-3,6	-10,4	-10,4
	IPC Mexico	49 548	-0,33	-5,6	-4,6	-13,7	-13,7
	SSE Composite	3 352	0,76	0,5	11,8	12,7	12,7
	BIST 100	9 831	1,85	1,7	-5,9	31,6	31,6
	FTSE/JSE	84 095	-0,49	-2,8	5,9	9,4	9,4

* Промышленно развитые страны.

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

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

Рис. 20



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

Даты отсечения данных:

- в разделе «Процентные ставки» – 28.12.2024;
- в разделе «Рублевые ставки банков» – 01.12.2024, для оперативных данных – 31.12.2024;
- в разделе «Темпы роста кредитных и депозитных агрегатов» – 01.12.2024;
- в разделе «Темпы роста денежных агрегатов» – 01.12.2024, для оперативных данных – 01.01.2025.

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