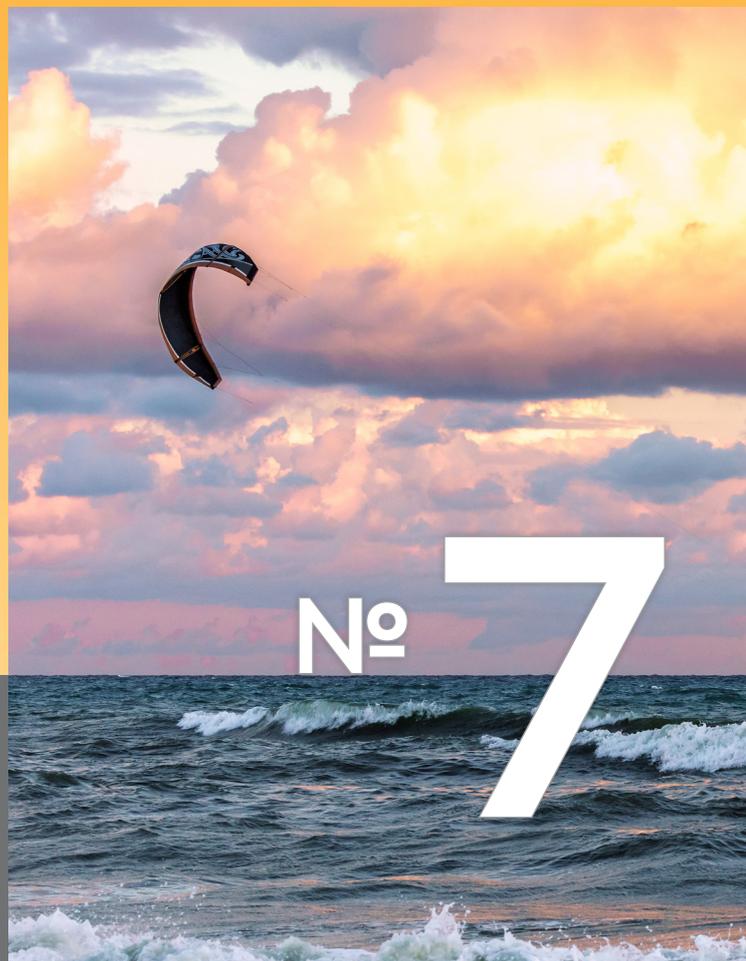




Банк России



Июль 2025 года

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ И ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Информационно-аналитический комментарий

11 августа 2025 года

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

Индикаторы денежно-кредитных условий (ДКУ) в июне – июле оставались жесткими (рис. 1). Номинальные процентные ставки в большинстве сегментов финансового рынка существенно снижались. В реальном выражении снижение доходностей было меньше, учитывая замедление текущего роста цен. При этом инфляционные ожидания бизнеса несколько возросли, инфляционные ожидания населения изменялись неоднородно и оставались повышенными. Снижение ставок в июне затронуло практически все сегменты кредитно-депозитного рынка, но динамика кредитования оставалась сдержанной. Условия банковского кредитования оставались жесткими, что сдерживало рост требований к экономике и денежным агрегатам. В июле, по предварительным данным, снижение ставок по кредитам и депозитам продолжилось, рост требований к организациям был несколько сильнее, а к населению – несколько слабее июня. Рост денежных агрегатов в июле в целом остался вблизи темпов мая – июня.

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 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 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 июль 2025 г. (левый график) и по июль 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.

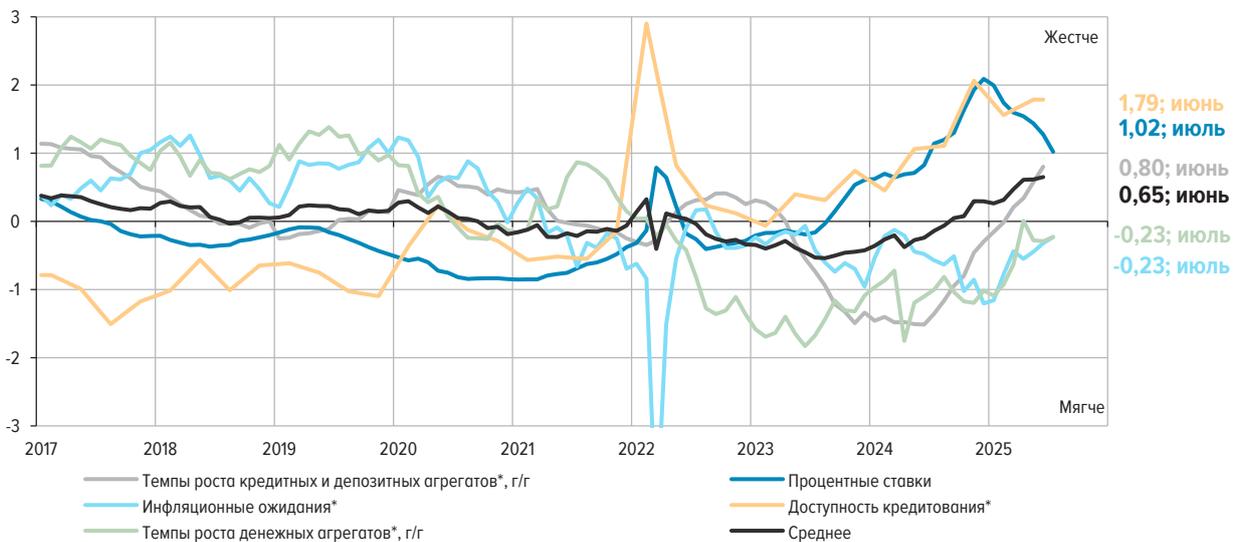
* По показателям посчитана обратная z-оценка.

** 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 июля 2025 г. принял решение снизить ключевую ставку на 200 б.п., до 18,00% годовых. Это решение было ожидаемо большинством участников рынка. Текущее инфляционное давление, в том числе устойчивое, продолжает снижаться быстрее, чем прогнозировалось ранее. Российская экономика продолжает возвращаться к траектории сбалансированного роста, притом что рост внутреннего спроса замедляется.

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

Участники рынка считают, что смягчение ДКП во втором полугодии 2025 года продолжится.

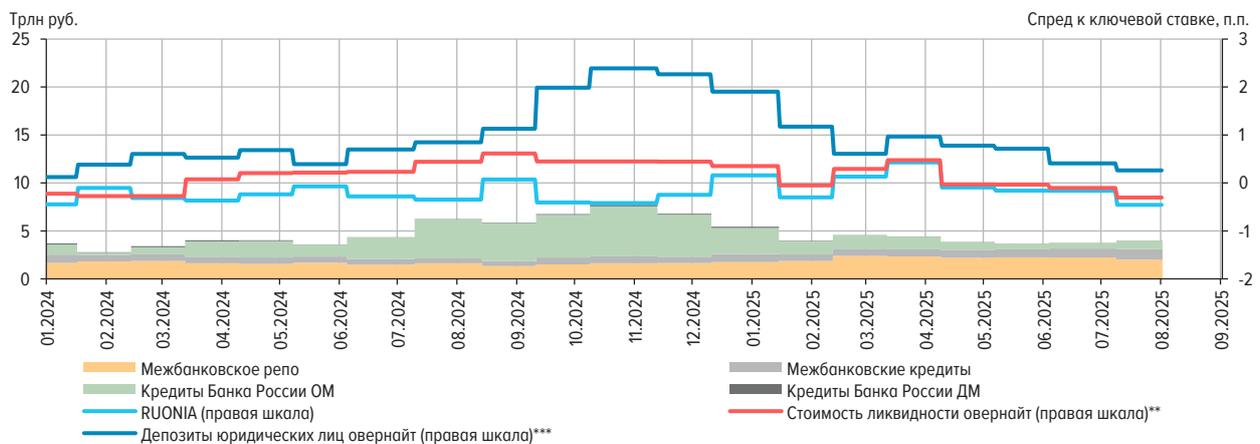
- **Ликвидность банковского сектора и ставки овернайт (RUONIA).** В июле стоимость заимствований для банков снизилась. Спред RUONIA к ключевой ставке расширился в среднем до -43 б.п. (в июне: -18 б.п.). Волатильность спреда выросла до 52 б.п. (в июне: 15 б.п.).

Банки ожидали снижения ключевой ставки на заседании Совета директоров Банка России 25 июля, поэтому поддерживали остатки на своих корсчетах в Банке России ниже уровня, необходимого для равномерного усреднения обязательных резервов (ОР). Для этого в начале июльского периода усреднения (ПУ)¹ они существенно сократили спрос на ликвидность. В первую очередь снизился объем операций в обеспеченном сегменте денежного рынка, на недельных аукционах репо Банка России, а также на аукционах Федерального казначейства (ФК). В этих условиях участники с избытком ликвидности стали размещать средства на депозитах постоянного действия в Банке России. В результате отрицательный спред RUONIA к ключевой ставке расширился.

¹ С 9 июля по 12 августа 2025 года.

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

Рис. 3



* Данные на 10.08.2025.

** 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.

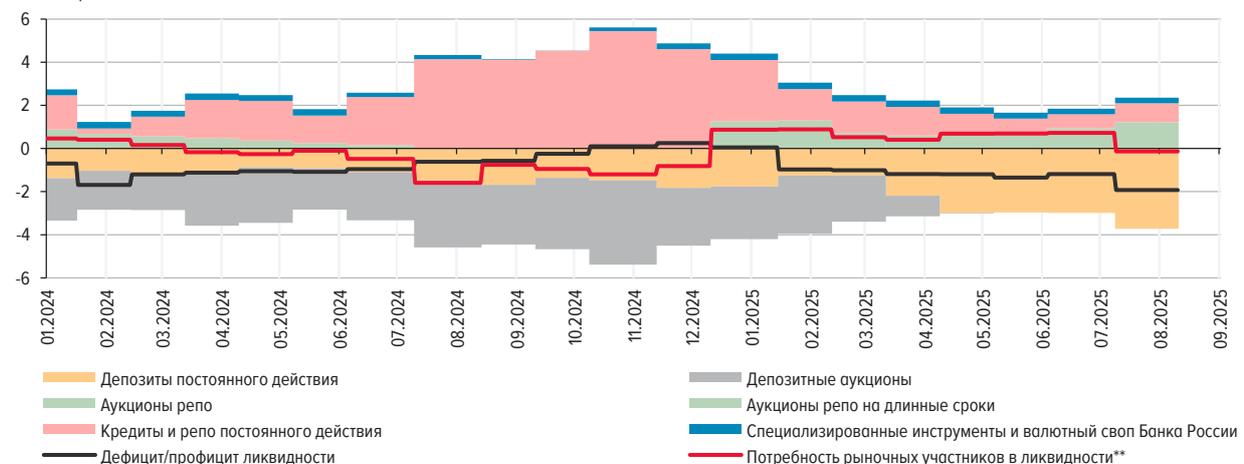
Источник: расчеты Банка России.

После снижения во второй половине июльского ПУ ключевой ставки банкам необходимо было поддерживать более высокие остатки на корсчетах, чтобы в среднем за ПУ их величина соответствовала нормативу ОР. Поэтому спрос на ликвидность на денежном рынке, на недельных репо Банка России и на депозиты ФК вырос. Этот повышенный спрос в том числе совпал с налоговым периодом, и спред временно перешел в положительную область.

После перехода с июля к поддержанию норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ) на уровне не менее 60% без использования безотзывных кредитных линий, как ожидалось, не произошло заметного роста спроса на кредиты постоянного действия со стороны СЗКО². При этом стратегии усреднения банков не повлияли на спрос на кредиты – некоторые СЗКО продолжили привлекать необходимый им минимум средств для поддержания НКЛ не ниже требуемого уровня.

ОПЕРАЦИИ БАНКА РОССИИ И БАЛАНС ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА
(СРЕДНЕЕ ЗА ПЕРИОД УСРЕДНЕНИЯ)*
(ТРЛН РУБ.)

Рис. 4



* Данные на 10.08.2025.

** Структурный профицит / дефицит ликвидности банковского сектора за вычетом операций, спрос на которые имеет нерыночный характер. Показатель характеризует потребность рыночных участников в привлечении ликвидности у Банка России.

Источник: расчеты Банка России.

² См. «Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики», № 6 (36), июнь 2025 года.

Средний профицит ликвидности в июле в среднем составил 1,2 трлн руб. (в июне: 1,2 трлн руб.). Рост наличных денег в обращении привел к оттоку 0,2 трлн руб. (в июне: 0,2 трлн руб.). Этот спрос немного выше значений прошлых лет. Отклонение может быть связано в том числе со стремлением населения и бизнеса сформировать запас наличных денег для расчетов на фоне новостей о нововведениях в законодательстве, касающихся мониторинга платежей, а также о временном отключении Интернета в отдельных регионах.

Бюджетные операции привели к небольшому притоку ликвидности в банки. Порядка 0,3 трлн руб. поступило в банки за счет размещения средств Фонда национального благосостояния (ФНБ) в рамках инвестирования средств в разрешенные финансовые активы в рублях³. Часть притока была компенсирована продолжающимся зеркалированием Банком России нетто-продаж валюты Минфином России за 2024 год⁴ и продаж валюты в объеме чистого инвестирования средств ФНБ в первом полугодии 2025 года⁵.

Прогноз структурного дефицита ликвидности банковского сектора в среднем за декабрьский период усреднения текущего года понижен на 0,1 трлн руб., до 1,1–1,9 трлн рублей⁶. Ожидается, что потребность рыночных участников в ликвидности продолжит увеличиваться по мере перехода к дефициту. Рост потребности в ликвидности будет сопровождаться ростом спроса на денежном рынке, из-за чего ставки денежного рынка могут формироваться немного выше ключевой ставки.

- **Денежный рынок.** К концу июля кривая ROISfix сдвинулась вниз по всей длине. Движения кривой варьировались в диапазоне от -190 до -113 базисных пунктов. Снижение кривой было постепенным в течение месяца и отражало как ожидания участников рынка относительно решения Совета директоров Банка России 25 июля, так и реакцию на фактическое снижение ключевой ставки. Участники рынка ожидают продолжения снижения ключевой ставки на ближайших заседаниях.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ROISFIX

Табл. 1

Срочность	1w	2w	1M	2M	3M	6M	1Y	2Y
31.07.2025	18,39	18,37	18,27	17,71	17,02	16,13	15,23	14,08
30.06.2025	19,97	19,94	19,83	19,09	18,58	18,03	17,21	15,21
Изменение, б.п.	-158	-157	-156	-138	-156	-190	-198	-113

- **ОФЗ.** В течение июля доходности ОФЗ постепенно снижались. В конце месяца после заседания Совета директоров Банка России движение вниз кривой бескупонной доходности ускорилось, несмотря на то что принятое решение относительно траектории ключевой ставки совпало с консенсусом. Снижение преимущественно происходило на коротких сроках (1–3 года) и составило 15–30 б.п. с 25 по 31 июля. В июле продолжила снижаться вмененная инфляция из ОФЗ-ИН с датой погашения в 2032 г. (-33 б.п., до 5,1%), при этом вмененная инфляция из ОФЗ-ИН с датой погашения в 2028 г. (+23 б.п., до 3,6%) несколько выросла, все еще находясь вблизи целевого уровня по инфляции.

³ См. [информационное сообщение о результатах размещения средств Фонда национального благосостояния](#).

⁴ См. «Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики», № 1 (31), январь 2025 года.

⁵ См. Комментарий Банка России об операциях со средствами Фонда национального благосостояния на внутреннем валютном рынке во втором полугодии 2025 года.

⁶ См. Комментарий к среднесрочному прогнозу России от 6 августа 2025 года.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ

Табл. 2

Срочность	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
31.07.2025	13,69	13,60	13,72	13,89	13,99	14,05
30.06.2025	15,40	14,62	14,46	14,52	14,60	14,67
Изменение, б.п.	-172	-102	-74	-62	-62	-62
Среднее за июль 2025 г.	14,44	14,18	14,18	14,27	14,34	14,39
Среднее за июнь 2025 г.	16,62	15,58	15,23	15,07	15,06	15,07
Изменение, б.п.	-218	-140	-105	-80	-72	-68

Обороты вторичного рынка ОФЗ несколько снизились относительно предыдущего месяца. Среднедневной оборот торгов составил 40,6 млрд руб. (в июне: 48,3 млрд руб.). Структура и поведение участников рынка не изменились. Основными покупателями оставались некредитные финансовые организации, в том числе в рамках доверительного управления (115,6 млрд руб.), и физические лица (64,5 млрд руб.). Крупнейшими нетто-продавцами в июле все так же были СЗКО (-149,2 млрд руб.).

В июле Минфин России провел 5 аукционных недель, предлагая преимущественно средне- и долгосрочные бумаги. За последние 4 месяца средневзвешенная срочность размещаемых бумаг стабилизировалась на уровне 10,5–11 лет. Спрос на облигации был в основном сформирован СЗКО. На фоне нормализации конъюнктуры на первичном рынке госдолга сохранялся интерес инвесторов к классическим выпускам с фиксированной ставкой. Бумаги размещались в основном с умеренной премией к доходности вторичного рынка, которая находилась в диапазоне от -7 до +13 базисных пунктов.

Минфин России установил план по заимствованию на 2025 г. в размере 4,8 трлн рублей. С начала года ведомство привлекло 2,9 трлн руб. по выручке и 3,6 трлн руб. по номиналу (61,2% годового плана по выручке).

- **Рынок корпоративных облигаций.** В июле доходности корпоративных облигаций в среднем находились значительно ниже значений июня (в среднем за июнь: 19,61%; за июль: 17,67%), повторяя динамику ОФЗ. При этом средний за месяц спред индекса к доходности ОФЗ несколько расширился, составив 321 б.п. (июнь: 309 б.п.), оставаясь выше среднего значения за 2022–2025 годы.

На первичном рынке в июле объем новых выпусков корпоративных облигаций был на 28% больше, чем месяцем ранее, и на 54% больше аналогичного периода 2024 г. (июль 2025 г.: 940 млрд руб.; июнь 2025 г.: 731 млрд руб.; июль 2024 г.: 609 млрд руб.), включая выпуски в юанях и нерыночные размещения⁷. При этом значительная часть объема новых размещений пришлась на облигации реального сектора, а также бумаги институтов развития и государственные агентства.

Прирост портфеля корпоративных облигаций к началу года в июле был выше уровня июня и сопоставим с аналогичным периодом 2024 г. (июнь 2025 г.: +4,9%; июль 2025 г.: +7,6%; июль 2024 г.: 7,1%). Активность на рынке корпоративных облигаций продолжала расти, что отчасти отражает реакцию участников рынка на снижение ключевой ставки.

Общий объем рынка корпоративных облигаций на конец июля составил 33,4 трлн руб. (+23,5% г/г; июль 2024 г.: 27,0 трлн руб.).

⁷ Источник: Cbonds.ru.

Замещающие и классические валютные облигации в июле не размещались. Доходность индекса замещающих облигаций, по данным Cbonds, снизилась и составила на конец месяца 8,14% (-70 б.п. м/м). Спред к UST со схожей дюрацией также несколько сузился относительно конца июня (июнь 2025 г.: 516 б.п.; июль 2025 г.: 377 б.п.). Объем размещения квазивалютных облигаций, номинированных в юанях, долларах США и евро, в июле сократился (июль: 172 млрд руб.; июнь: 224 млрд руб.).

Рублевые ставки банков

- **Депозитные ставки.** Изменение ставок по рублевым депозитам физлиц в июне было неоднородным. Ставка по краткосрочным депозитам⁸ снизилась на 0,7 п.п., до 18,7% годовых, что стало минимальным значением с октября 2024 года. В то же время ставка по долгосрочным вкладам сохранилась вблизи майского уровня, составив 17,6% годовых, но такую динамику обеспечил исключительно сегмент депозитов на сроки свыше 3 лет, где отмечались разовые изменения в структуре оборотов (рис. 11). По депозитам на сроки 1–3 года ставки также снижались. В июле банки продолжили пересматривать вниз ставки по депозитам, в особенности после решения Совета директоров Банка России о снижении ключевой ставки на 2 процентных пункта. На это указывает динамика индекса FRG100⁹, который в последнюю декаду июля потерял около 1,0 п.п. (рис. 12).
- **Корпоративные кредитные ставки.** В июне произошло снижение среднерыночных ставок как по краткосрочным, так и по долгосрочным кредитам нефинансовым организациям: на 0,6 и 1,3 п.п. относительно уровня мая соответственно (рис. 11). Тем не менее они по-прежнему остаются выше средних значений 3–4к24, а их динамика зависит в том числе от колебаний соотношения объемов кредитов, предоставленных на рыночных и льготных условиях.
- **Розничные кредитные ставки.** В июне банки отреагировали на снижение ключевой ставки пересмотром вниз ставок по большинству направлений розничного кредитования. При этом в краткосрочном сегменте ставки снизились более заметно, чем в долгосрочном: на 1,4 п.п. против 0,2 п.п. соответственно (рис. 11). Менее выраженное снижение долгосрочных ставок было связано с сохранением средней ипотечной ставки на уровне мая (7,5% годовых) при преобладании кредитов на льготных условиях в оборотах ипотечного рынка (около 85% от всех предоставленных ИЖК). В то же время ставки по рыночным ипотечным кредитам, а также долгосрочным автокредитам и прочим потребительским кредитам оказались ниже майских значений. Более того, в июле в ожидании дальнейшего снижения ключевой ставки банки продолжили пересматривать вниз ставки предложения по рыночной ипотеке (рис. 12).

Темпы роста кредитных и депозитных агрегатов

- **Депозиты населения.** Прирост рублевых средств физических лиц в банках в июне составил 1,3% после умеренных 0,4% в мае, обусловленных переносом на апрель социальных выплат за май. В то же время с коррекцией на сезонность в июне рост рублевых средств населения продолжил замедляться. И хотя он в большей части был обеспечен ростом средств «до востребования», доля срочных депозитов в общем объеме продолжает оставаться на высоком уровне – больше 70% (рис. 13). В свою очередь, прирост валютных средств населения был сдержанным и остался на майском уровне в 0,5%.

⁸ 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.

⁹ Средняя ставка 85 крупнейших депозитных банков по вкладам сроком 1 год на сумму от 100 тыс. руб., по данным информационного агентства Frank RG.

- **Условия банковского кредитования.** По результатам опроса банков¹⁰, в 2к25 жесткость условий банковского кредитования (УБК) в корпоративном сегменте повысилась, превзойдя уровень 4к24, а в розничном, напротив, продолжила снижаться. Снижение ключевой ставки было фактором смягчения УБК, сильнее всего – в ипотечном сегменте для сделок на рыночных условиях. Однако заметное влияние на УБК в целом оказало изменение неценовых условий: они ужесточились во всех сегментах, кроме ипотеки, где смягчение было связано с конкуренцией между банками за заемщиков (рис. 14). Кроме того, меры макропруденциальной политики Банка России, по оценкам банков, сдерживали смягчение неценовых условий по потребительским кредитам. Наиболее сильно неценовые УБК ужесточились в сегменте малого и среднего бизнеса за счет повышения требований к заемщикам на фоне роста опасений банков об их финансовом положении. В то же время изменение неценовых УБК для крупного бизнеса было незначительным.

Вопреки ожиданиям банков, зафиксированным по результатам опроса в 1к25, спрос на кредиты в 2к25 у корпоративных заемщиков вырос менее существенно, а у розничных клиентов остался без изменений после заметного сокращения в 1к25. Потребность заемщиков в реструктуризации корпоративных кредитов продолжила возрастать. Тем не менее банки ожидают восстановления спроса на кредиты и смягчения условий кредитования к концу 2025 г., связывая это в первую очередь с дальнейшим снижением ключевой ставки.

- **Требования банковской системы к организациям.** На фоне сохранения жестких денежно-кредитных условий рост требований банковской системы к организациям в июне существенно замедлился и составил 0,4% против 1,3% в мае. Снижение кредитной активности демонстрируют и данные, очищенные от сезонного фактора. Годовой темп прироста требований банковской системы к организациям достиг 14,9% (рис. 15). В основном требования к организациям увеличивались за счет долгосрочных рублевых кредитов нефинансовых компаний, а также за счет вложений банков в рублевые корпоративные облигации. В июне также замедлился рост требований в иностранной валюте, а его годовой темп прироста сохранился в отрицательной области. По оперативным данным, в июле прирост требований к организациям несколько превысил июньский уровень.

- **Требования банковской системы к населению.** В июне активность в розничном сегменте кредитного рынка оставалась низкой. Прирост требований банковской системы к населению на фоне сохранения жестких денежно-кредитных условий был околонулевым после роста на 0,4% в мае, а с исключением сезонных колебаний оказался в отрицательной области. Годовой прирост требований снизился с 2,6% практически до нуля (рис. 15). Портфель неипотечных кредитов в июне вновь перешел к сокращению¹¹ (на 0,4% после нулевого изменения в мае), внося отрицательный вклад в динамику совокупных требований к населению (рис. 16). С исключением сезонного фактора его изменение за месяц также было отрицательным. Активность в ипотечном сегменте в июне была чуть выше майской. Объем выданных рублевых ипотечных жилищных кредитов составил 308,9 млрд руб., из которых около 85% пришлось на льготные программы. Портфель¹² ИЖК вырос в июне на 0,3% после 0,5% в мае, его годовой прирост снизился до 4,2%. В терминах сезонно скорректированных приростов динамика ипотечного кредитования также

¹⁰ Опрос Банка России об итогах ежеквартального обследования [условий банковского кредитования](#) крупных банков.

¹¹ 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.

¹² В показателе «Задолженность населения по ИЖК», помимо портфеля ИЖК, на балансе банков (по данным формы отчетности 409316) также учитываются ИЖК, переданные ипотечным агентам в рамках сделок секьюритизации (по оценочным данным на основе формы отчетности 0409316 и бухгалтерской отчетности ипотечных агентов).

была слабее, чем в мае. По оперативным данным, в июле прирост требований к населению сложился вблизи нуля.

Темпы роста денежных агрегатов

- Денежная масса.** Рост денежных агрегатов в июне был в целом сопоставим с майским (рис. 17). По итогам месяца темп прироста денежной массы в национальном определении (M2) составил 0,7%, а широкой денежной массы (M2X) с исключением валютной переоценки – 0,6%; годовые темпы прироста составили 15,0 и 12,8% соответственно. По оперативным данным, в июле рост агрегатов M2X и M2 сохранился вблизи уровня мая – июня.
- Источники денежного предложения.** По итогам июня рост требований банковской системы к экономике¹³ замедлился до 0,3% после 1,1% в мае, а его годовой прирост составил 10,6%. Как следствие, вклад кредитования в формирование денежного предложения снизился в июне до 12,2 п.п. в сравнении с 13,0 п.п. в мае. Вклад бюджетных операций в рост денежных агрегатов в июне, напротив, продолжил увеличиваться и достиг 4,1 п.п. (рис. 18).
- Компоненты денежной массы.** В июне аналогично предшествующим месяцам вклад рублевых депозитов населения в годовой прирост денежной массы был преобладающим, хоть и снизился до 10,3 п.п. по сравнению 10,5 п.п. в мае. Доля переводных депозитов в структуре этого показателя, несмотря на некоторый рост, продолжила оставаться довольно низкой по сравнению с долей срочных рублевых депозитов. Вклад рублевых депозитов организаций в прирост денежной массы был сопоставим с маем и составил 3,0 процентного пункта. Доля наличных средств в обращении вне банковской системы (M0) в июне в денежном агрегате M2 сохранилась на уровне 14,0%.

Обменный курс (валютный канал)

В июле среднемесячный курс рубля немного ослабился к евро (на 2,0%), при этом почти не изменился к доллару США и юаню (табл. 3). В целом рубль оставался на достигнутых в середине мая уровнях, в том числе из-за сдержанного спроса на валюту со стороны импортеров. При этом продажи валютной выручки экспортерами несколько снизились. Значимый вклад в стабилизацию курса рубля по-прежнему вносит проведение жесткой денежно-кредитной политики Банком России.

ИЗМЕНЕНИЕ КУРСА РУБЛЯ

Табл. 3

	USD/RUB (Банк России)	EUR/RUB (Банк России)	CNY/RUB (ММВБ)
31.07.2025	81,83	94,95	11,10
30.06.2025	78,47	92,28	10,92
Изменение, %	+4,29	+2,90	+1,63
В среднем за июль 2025 г.	78,74	92,25	10,97
В среднем за июнь 2025 г.	78,72	90,45	10,92
Изменение, %	+0,03	+1,99	+0,50

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

¹³ Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым и финансовым организациям и населению в валюте Российской Федерации, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевые ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением.

Реальный эффективный курс рубля (REER), рассчитанный по отношению к валютам основных внешнеторговых партнеров, в июне укрепился на 1,8% (укрепление на 14,1% с начала года).

По предварительным данным, за июль REER укрепился на 0,4% относительно июня и остается выше своей медианы последних лет (+19,5% к медиане с января 2015 г. по июль 2025 г.). В июле реальные курсы USD/RUB (+9,1%), EUR/RUB (+5,8%) и CNY/RUB (+29,8%) также находились выше своей медианы 2015–2025 годов.

• Российские рынки акций

Российский рынок акций по итогам июля снизился. В течение месяца индекс демонстрировал разнонаправленную динамику, колеблясь в диапазоне 2616–2859 п., и опустился ниже 2700 п. впервые с мая под влиянием геополитических факторов, курса рубля и нефтяных котировок.

На конец месяца Индекс МосБиржи был на уровне 2732 п. (-4% м/м), индекс волатильности (RVI) вырос незначительно: на конец июля он составил 34 п. (+2 п. м/м). По итогам месяца отраслевые индексы преимущественно снижались. Наибольший спад наблюдался в акциях нефтегазового сектора (-6,7% м/м), финансового сектора (-6,2% м/м) и транспорта (-6,1% м/м), в то время как сектор информационных технологий демонстрировал рост (+6% м/м).

• Внешние рынки

Средневзвешенная (по ВВП) ключевая ставка в странах с развитыми рынками в июле сохранилась на уровне 3,10% – центральные банки большинства развитых стран взяли паузу в цикле смягчения денежно-кредитной политики. Средневзвешенная ставка стран с развивающимися рынками продолжила снижаться: Чили (-25 б.п., до 4,75%), Коста-Рика (-25 б.п., до 3,75%), Уругвай (-25 б.п., до 9%), Индонезия (-25 б.п., до 5,25%), Польша (-25 б.п., до 5%), Албания (-25 б.п., до 2,5%), Турция (-300 б.п., до 43%), Россия (-200 б.п., до 18%).

Среднемесячные доходности американских казначейских облигаций по итогам июля почти не изменились (табл. 4), на июльском заседании ФРС США ставка была сохранена.

За июль доходности европейских облигаций незначительно выросли (на 10–15 б.п. в среднем) по всей длине. В июле ЕЦБ сохранил ставки на прежнем уровне после снижений в течение 8 заседаний подряд и достижения таргета по инфляции, при этом дальнейшее снижение ставок находится под вопросом, что отразилось на ожиданиях. Также на росте доходностей гособлигаций могли частично отразиться вышедшие в конце июля данные о темпах роста ВВП Еврозоны в 0,1% за II квартал, которые оказались выше прогнозов.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ UST

Табл. 4

Срочность	2Y	5Y	10Y
31.07.2025	3,94	3,96	4,37
30.06.2025	3,72	3,79	4,24
Изменение, б.п.	+22	+17	+13
Среднее за июль 2025 г.	3,88	3,95	4,39
Среднее за июнь 2025 г.	3,89	3,96	4,38
Изменение, б.п.	-1	-1	+1

Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

Индекс доллара США DXY по итогам июля вырос (+3,1%, до 100 п.), превысив в моменте отметку в 100 п. впервые за 2 месяца. В результате валюты СФР в июле преимущественно ослаблялись относительно доллара США (BRL/USD: -3%; CNY/USD: -0,5%; TRY/USD: -2,0%; MXN/USD: -0,7%).

Мировые рынки акций демонстрировали преимущественно рост (S&P 500: +2,2%; Stoxx 600: +0,9%; Nikkei 225: +1,4%; SSE Composite: +3,7%; Nifty 50: -2,9%; MSCI ACWI: +1,1%). Драйверами роста для американских и азиатских рынков выступили торговые соглашения США с Японией, Китаем, Индонезией и другими странами, а также рост технологического сектора.

Таблицы и графики

В ИЮЛЕ К ОТТОКУ ПРИВЕЛ РОСТ НАЛИЧНЫХ ДЕНЕГ В ОБОРАЩЕНИИ, БЮДЖЕТНЫЕ ОПЕРАЦИИ ПРИВЕЛИ К ПРИТОКУ ЛИКВИДНОСТИ В БАНКОВСКИЙ СЕКТОР
(ТРЛН РУБ.)

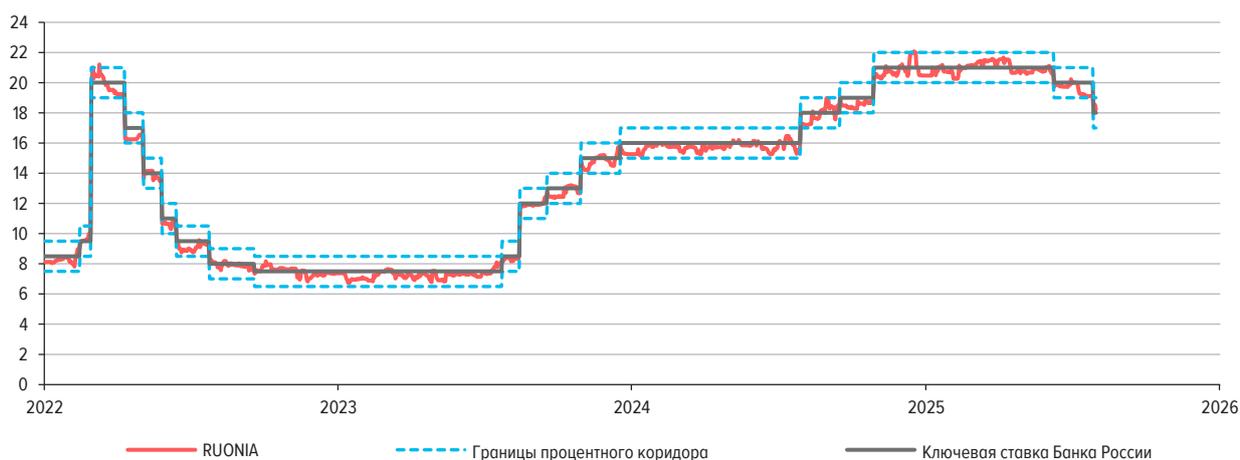
Табл. 5

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

* 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
(%)

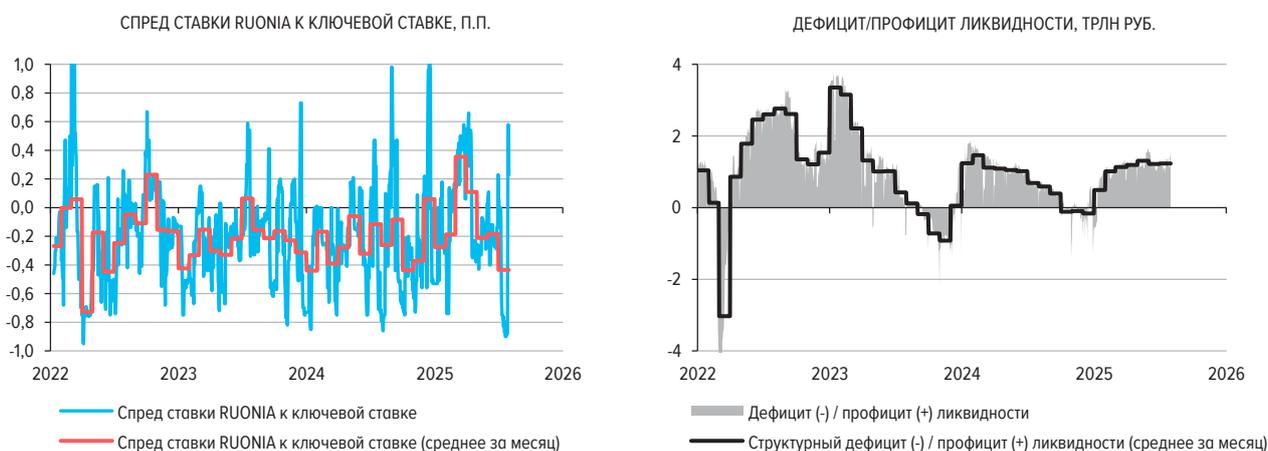
Рис. 5



Источник: расчеты Банка России.

СПРЕД RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ В ИЮЛЕ РАСШИРИЛСЯ ПОД ВЛИЯНИЕМ ОЖИДАНИЙ СНИЖЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

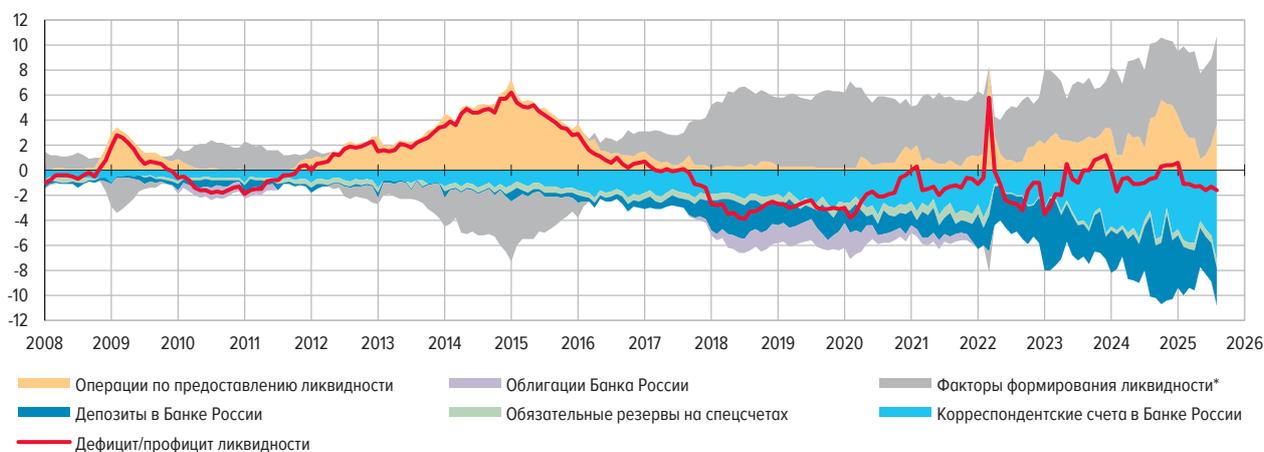
Рис. 6



Источник: расчеты Банка России.

БАЛАНС БАНКА РОССИИ
(ТРЛН РУБ.)

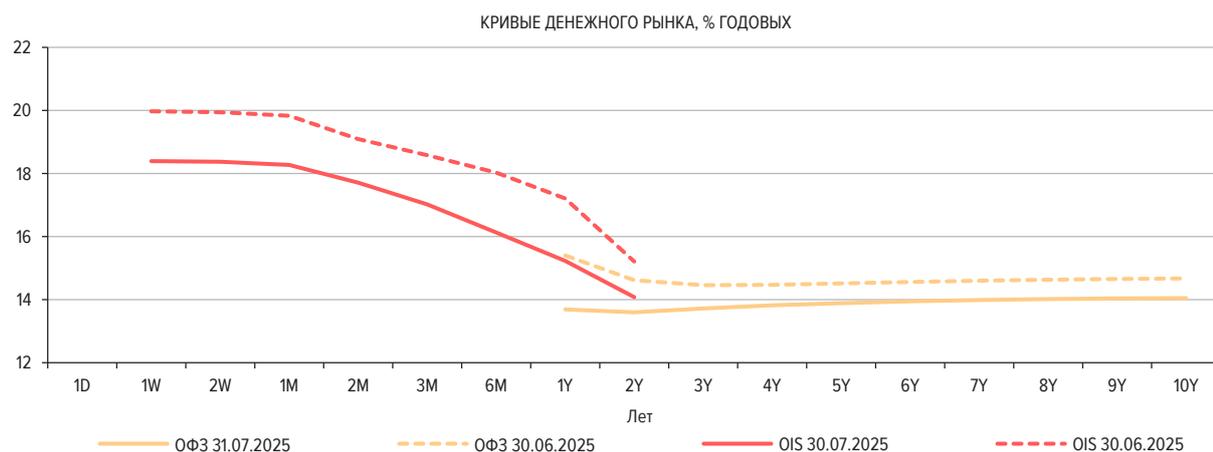
Рис. 7



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

В ИЮЛЕ КРИВЫЕ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА СНИЗИЛИСЬ ОТНОСИТЕЛЬНО ИЮНЯ

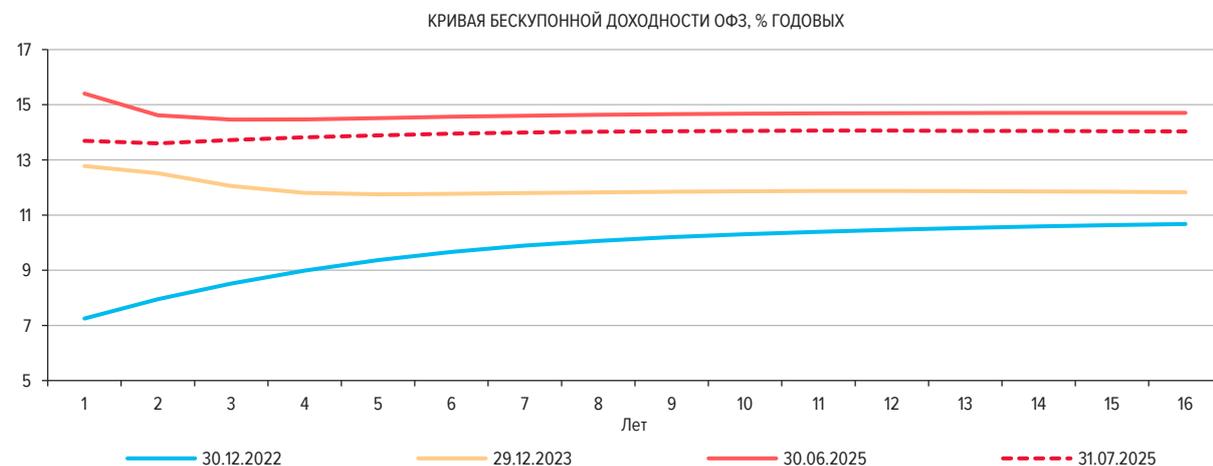
Рис. 8



Источники: Банк России, НФА.

В ИЮЛЕ КРИВАЯ ОФЗ СНИЗИЛАСЬ

Рис. 9



Источники: ПАО Московская Биржа, НФА.

СПРЕД МЕЖДУ ДОХОДНОСТЬЮ ГОСОБЛИГАЦИЙ РОССИИ И США СУЖАЛСЯ

Рис. 10



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

В ИЮНЕ НАБЛЮДАЛОСЬ СНИЖЕНИЕ СТАВОК ПО КРЕДИТАМ

Рис. 11



Источник: Банк России.

ВСЛЕД ЗА СНИЖЕНИЕМ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ В ИЮЛЕ СНИЖАЛИСЬ И СТАВКИ ПО БАНКОВСКИМ ОПЕРАЦИЯМ

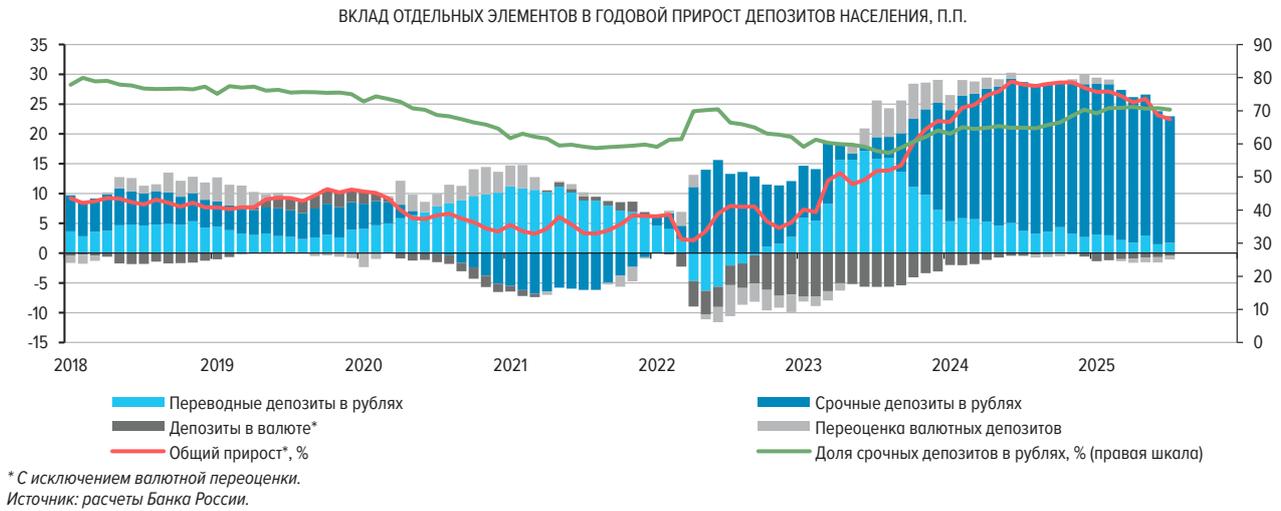
Рис. 12



* 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».

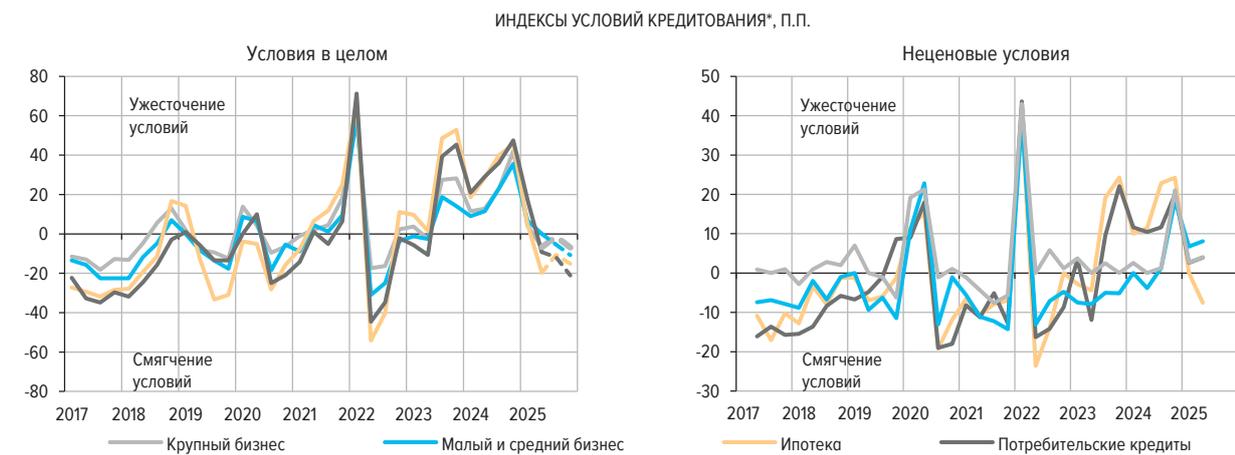
СРОЧНЫЕ ВКЛАДЫ В РУБЛЯХ СОХРАНИЛИ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ДЛЯ НАСЕЛЕНИЯ ПО ИТОГАМ ИЮНЯ

Рис. 13



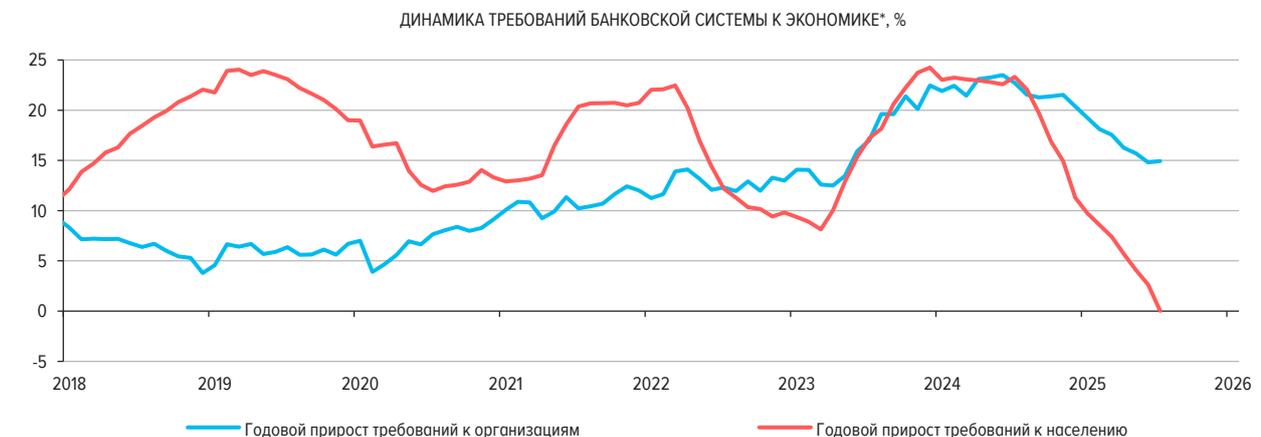
НЕЦЕНОВЫЕ УСЛОВИЯ БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ В 2К25 УЖЕСТОЧИЛИСЬ В БОЛЬШИНСТВЕ СЕГМЕНТОВ

Рис. 14



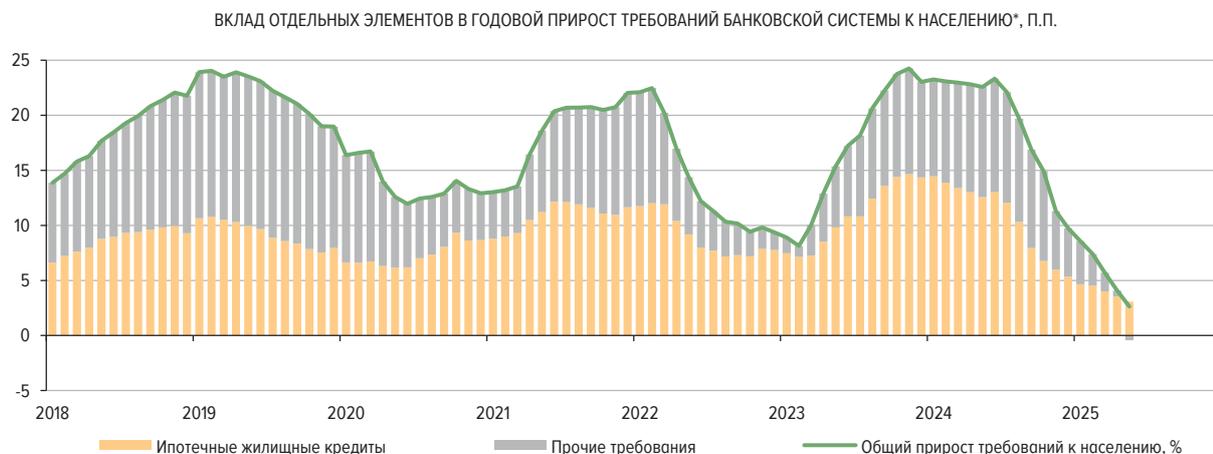
В ИЮНЕ НАБЛЮДАЛОСЬ СНИЖЕНИЕ АКТИВНОСТИ КАК В КОРПОРАТИВНОМ, ТАК И В РОЗНИЧНОМ СЕГМЕНТАХ КРЕДИТНОГО РЫНКА

Рис. 15



В ИЮНЕ ДИНАМИКА РОЗНИЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ ОСТАВАЛАСЬ СЛАБОЙ

Рис. 16



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

ИНДИКАТОРЫ КРЕДИТНОГО И ДЕПОЗИТНОГО РЫНКОВ

Табл. 6

		Март 2025	Апрель 2025	Май 2025	Июнь 2025
Ставки по долгосрочным рублевым банковским операциям					
депозиты населения	% годовых	18,8	18,3	17,5	17,6
кредиты населению	% годовых	20,3	18,8	19,0	18,7
кредиты организациям	% годовых	18,7	16,7	18,0	16,7
Депозиты населения	% г/г, ИВП	25,3	25,9	23,1	22,5
в рублях	% г/г	28,5	28,9	25,8	24,7
в иностранной валюте	% г/г	-11,6	-9,5	-9,6	-7,3
валютизация	%	5,2	5,1	4,9	4,9
Требования банковской системы к экономике	% г/г, ИВП	13,2	12,4	11,4	10,6
к организациям	% г/г, ИВП	16,2	15,7	14,8	14,9
к населению	% г/г, ИВП	5,7	4,1	2,6	0,0
Денежная масса (M2)	% г/г	17,0	14,0	15,3	15,0
Широкая денежная масса (M2X)	% г/г, ИВП	13,8	11,4	12,5	12,8

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 ИЮНЕ – ИЮЛЕ ГОДОВОЙ ТЕМП ПРИРОСТА ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ БЫЛ СОПОСТАВИМ С УРОВНЕМ МАЯ

Рис. 17



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

ВКЛАД КРЕДИТОВАНИЯ В РОСТ ДЕНЕЖНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ НЕСКОЛЬКО СНИЗИЛСЯ В ИЮНЕ

Рис. 18



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

В ИЮЛЕ РУБЛЬ НЕСКОЛЬКО ОСЛАБИЛСЯ ОТНОСИТЕЛЬНО ДРУГИХ ВАЛЮТ
(02.01.2019 = 100)

Рис. 19



Источники: Sbond, расчеты Банка России.

ИНДИКАТОРЫ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА В ИЮЛЕ ИЗМЕНЯЛИСЬ НЕОДНОРОДНО

Табл. 7

Показатель		31.07.2025	1М	3М	6М	YTD	1Y
Российский финансовый рынок («+» – положительная динамика, «-» – негативная динамика)							
Курс рубля к доллару США		81,83	-4,3	-0,3	16,5	19,5	5,5
Индекс МосБиржи		2 732	-4,0	-6,4	-7,9	-5,2	-7,2
Индекс РТС		1 072	-6,2	-5,0	12,3	20,0	-0,3
Доходность государственных облигаций		13,65	-105	-239	-313	-239	-271
Доходность корпоративных облигаций		16,79	-223	-533	-622	-521	-133
Доходность региональных облигаций		15,19	-164	-372	-492	-461	-227
RVI		34	1	-14	-1	-2	9
Курсы валют (за доллар США, изменение в %, «+» – укрепление, «-» – ослабление)							
ПРС*	Индекс доллара США	100,07	3,5	0,6	-7,2	-7,7	-4,2
	Евро	1,14	-3,2	0,8	9,7	10,2	5,5
	Японская иена	150,77	4,7	5,4	-2,3	-4,2	-1,3
	Фунт стерлингов	1,32	-3,9	-1,0	6,2	5,5	2,9
СФР	Рубль	81,10	-3,7	1,1	17,7	28,7	5,4
	Бразильский реал	5,60	-3,1	1,3	4,7	9,4	0,2
	Мексиканское песо	18,87	-0,7	3,8	8,4	9,5	-0,6
	Китайский юань	7,20	-0,5	1,0	0,7	1,3	0,7
	Турецкая лира	40,61	-2,0	-5,5	-13,5	-14,8	-22,7
	ЮАР	18,22	-2,9	2,1	1,6	3,5	0,6
Доходность 10-летних облигаций (% годовых, изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	4,37	13	20	-15	-21	22
	Германия	2,69	9	25	18	33	36
	Япония	1,55	12	24	35	-301	53
	Великобритания	4,57	8	13	1	348	53
СФР	Россия	14,05	-62	-158	-243	-117	-181
	Бразилия	14,10	29	6	-102	-104	204
	Мексика	9,44	25	-23	-93	-97	-77
	Китай	1,74	8	12	10	7	-41
	Турция	29,44	-183	-296	413	229	114
	ЮАР	9,63	-32	-96	-68	60	13
CDS-спреды 5Y (б.п., изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	36	-4	-15	4	7	4
	Германия	8	-1	-5	-5	-6	0
	Япония	21	1	2	1	1	1
	Великобритания	17	0	-5	-6	-5	-7
СФР	Бразилия	143	1	-30	-26	-64	-9
	Мексика	103	0	-31	-20	-33	-5
	Китай	41	-9	-21	-14	-25	-24
	Турция	268	-12	-82	20	15	16
	ЮАР	186	-1	-56	-6	-6	-10
Индексы акций (п., изменение в %, «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	S&P 500	6 339	2,17	13,8	4,4	7,8	16,6
	Stoxx 600	546	0,88	3,5	1,3	7,6	6,2
	Nikkei 225	41 070	1,44	13,9	3,9	2,9	6,6
	FTSE 100	9 133	4,24	7,5	5,6	11,7	10,4
СФР	MSCI EM	1 243	1,67	11,7	13,5	15,6	16,0
	Bovespa	133 071	-4,17	-1,5	4,9	10,6	5,5
	IPC Mexico	57 398	-0,09	2,0	10,1	15,8	9,7
	SSE Composite	3 573	3,74	9,0	9,9	6,6	24,1
	BIST 100	10 743	7,99	18,3	6,6	9,3	0,5
	FTSE/JSE	98 520	2,17	7,6	15,0	17,2	21,3

* Промышленно развитые страны.

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

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

Рис. 20



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

Даты отсечения данных:

- в разделе «Процентные ставки» – 31.07.2025;
- в разделе «Рублевые ставки банков» – 30.06.2025, для оперативных данных – 31.07.2025;
- в разделе «Темпы роста кредитных и депозитных агрегатов» – 01.07.2025;
- в разделе «Темпы роста денежных агрегатов» – 01.07.2025, для оперативных данных – 01.08.2025.

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