



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ И ТРАНСМИССИЯ ДКП

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКИЙ КОММЕНТАРИЙ

- Средняя RUONIA

Сентябрь

17,20%

▼ -57 б.п.

- Доходность государственных облигаций (RGBI)

Сентябрь

14,10%

▲ +54 б.п. к среднему за август

- Доходность корпоративных облигаций IFX-Cbonds

Сентябрь

16,41%

▲ +12 б.п. к среднему за август

- Ставка по долгосрочным кредитам нефинансовым организациям

Август

14,6% г/г

▼ -1 п.п. к июлю

- Ставка по краткосрочным депозитам населения

Август

15,7%

▼ -1,7 п.п. к июлю

- Денежная масса M2X

Сентябрь (предв.)

12,4% г/г ИВП

▼ 12,9% г/г ИВП

Индикаторы денежно-кредитных условий (ДКУ) в августе – сентябре в целом оставались жесткими.

Средняя RUONIA в сентябре снизилась вслед за снижением ключевой ставки на 100 б.п., до 17,00% годовых, 12 сентября 2025 года, ставки денежного рынка формировались с небольшим отрицательным спредом к ключевой.

Номинальные доходности в некоторых сегментах финансового рынка выросли в сентябре после снижения в предыдущие месяцы. При этом инфляционные ожидания как бизнеса, так и населения несколько снизились, также действуя в сторону усиления жесткости ДКУ по сравнению с августом.

Ставки по кредитам и депозитам в августе заметно снизились к июлю. Снижение депозитных ставок носило более выраженный характер.

Годовые темпы роста денежной массы снизились к концу сентября, главным образом из-за замедления роста требований к организациям.



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.

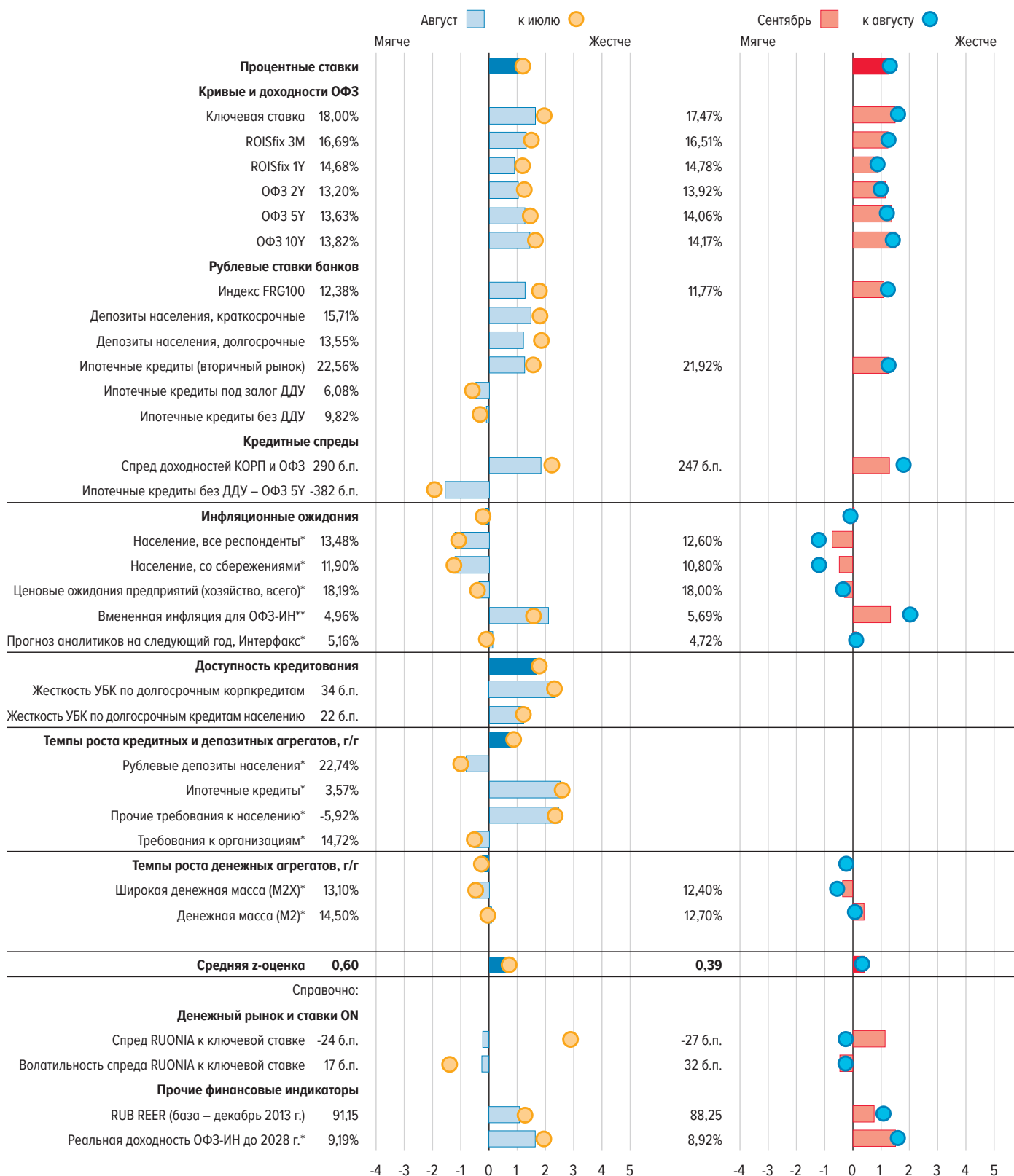
Через любой из этих каналов рост рыночных ставок сдерживает спрос и инфляцию, а снижение – стимулирует. Кроме денежно-кредитной политики и спроса, на инфляцию и конъюнктуру финансовых рынков влияет множество других факторов, которые учитываются Банком России при принятии решения по ключевой ставке.

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 и 2028 годов](#) (проект от 26 сентября 2025 г.).

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 август 2025 г. (левый график) и по сентябрь 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.

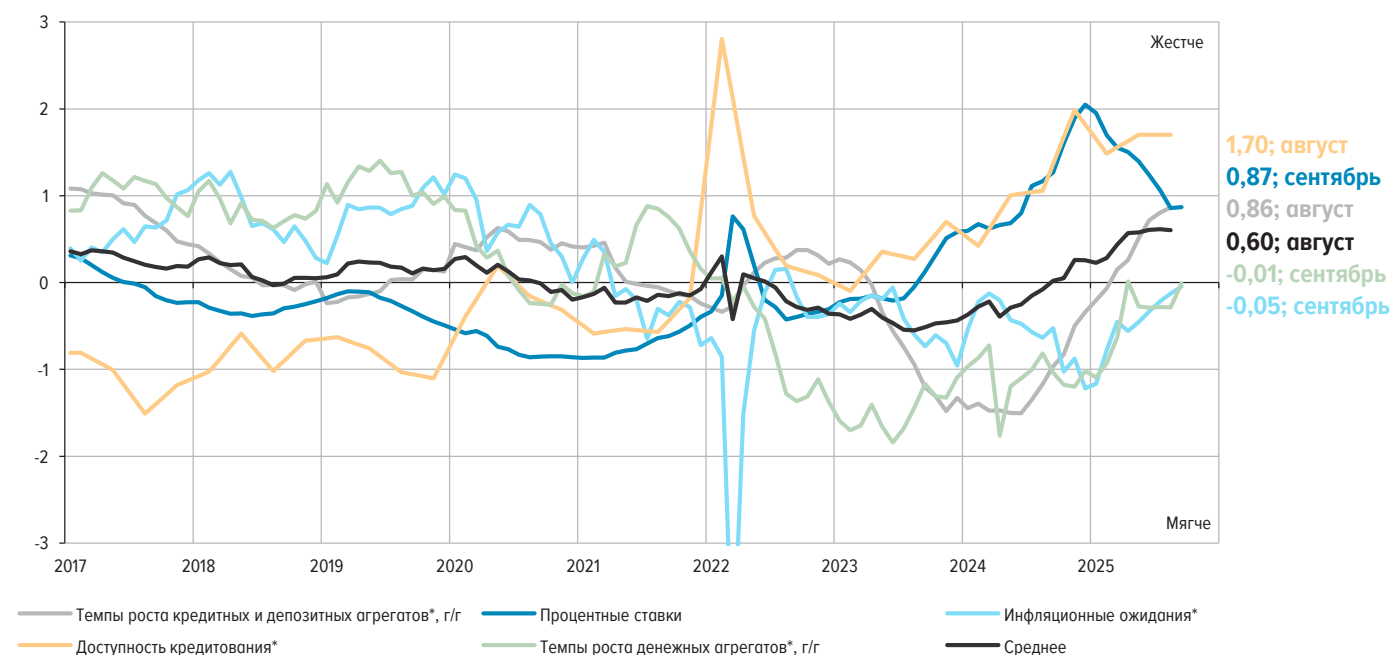
* По показателям посчитана обратная z-оценка.

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

Источник: расчеты Банка России.

ИСТОРИЧЕСКАЯ ДИНАМИКА ОТДЕЛЬНЫХ ИНДИКАТОРОВ ЖЕСТКОСТИ ДКУ

рис. 2



* По показателям посчитана обратная z-оценка.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.



ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК И КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА

- **Денежно-кредитная политика и ключевая ставка.** Совет директоров Банка России 12 сентября 2025 г. принял решение снизить ключевую ставку на 100 б.п., до 17,00% годовых. Устойчивые показатели текущего роста цен значительно не изменились и в основном остаются выше 4% в пересчете на год. Жесткие денежно-кредитные условия по-прежнему способствовали дезинфляции. Экономика продолжала возвращаться к траектории сбалансированного роста.

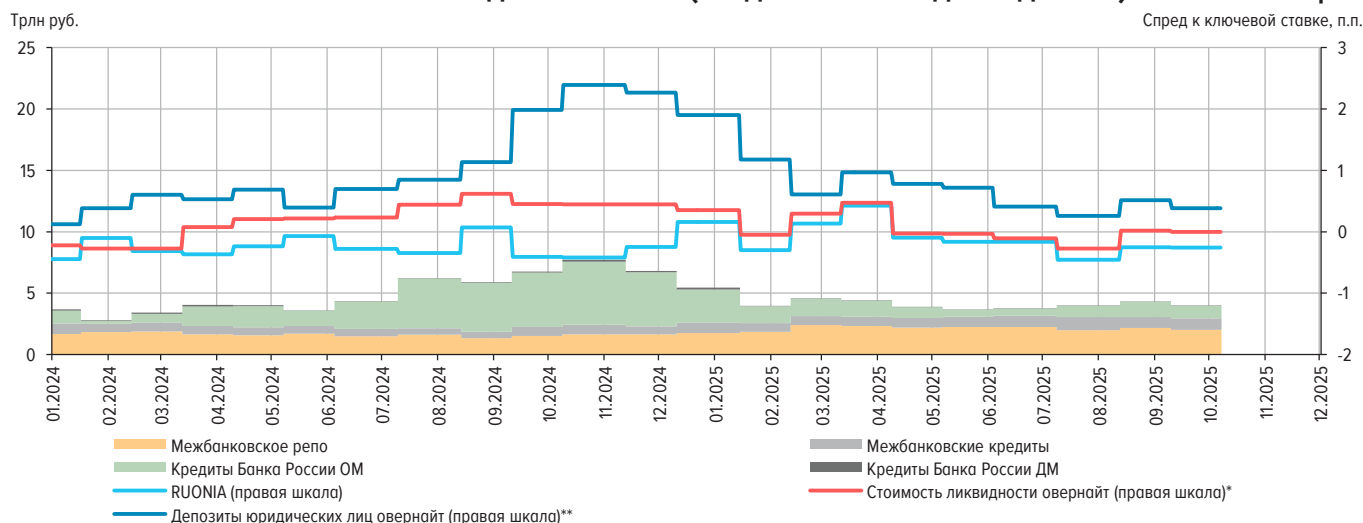
Банк России заявил, что будет поддерживать такую жесткость денежно-кредитных условий, которая необходима для возвращения инфляции к цели в 2026 году. Дальнейшие решения по ключевой ставке будут приниматься в зависимости от устойчивости замедления инфляции и динамики инфляционных ожиданий.

Большинство участников рынка закладывали более сильное снижение ключевой ставки на заседании в сентябре. Участники рынка ожидают теперь более медленного продолжения цикла смягчения денежно-кредитной политики, чем предполагали ранее.

- **Ликвидность банковского сектора и ставки овернайт (RUONIA).** Ставка RUONIA в среднем за сентябрь составила 17,20% годовых (в августе: 17,76%), в среднем за последние 12 месяцев: 19,97% годовых. Спред RUONIA к ключевой ставке немного расширился и составил -27 б.п. (в августе: -24 б.п.). Волатильность спреда выросла до 32 б.п. (в августе: 17 б.п.).

До конца августовского периода усреднения (ПУ) обязательных резервов (ОР)¹ спред ставок денежного рынка к ключевой ставке был отрицательным, а волатильность ставок — низкой. В этот период банки предъявляли стабильный спрос на ликвидность на денежном рынке для выполнения усреднения ОР до конца ПУ. Однако некоторые банки усреднялись с запаздыванием. В результате к концу ПУ им нужно было привлечь большой объем ликвидности. Чтобы не допустить резкого роста ставок денежного рынка, в последний день ПУ Банк России провел аукцион репо «тонкой настройки».

¹ С 13 августа по 9 сентября 2025 года.

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

Источник: расчеты Банка России.

В первые дни сентябрьского ПУ² банки временно сократили спрос на ликвидность, поскольку ожидали снижения ключевой ставки на заседании Совета директоров Банка России 12 сентября. Это привело к снижению ставок как в необеспеченном сегменте денежного рынка, так и в сегменте репо. После снижения ключевой ставки спрос банков на денежном рынке быстро восстановился, а спред вернулся к уровням конца августовского ПУ. Поскольку заседание по ключевой ставке пришлось на начало ПУ, ожидания по ее снижению в меньшей степени отразились на траектории усреднения ОР, чем в июльском ПУ³. Поэтому после снижения ключевой ставки банкам не потребовалось поддерживать высокий уровень корсчетов, наращивая спрос на денежном рынке по высоким ставкам.

Во второй половине сентября на ставки влияли другие факторы. С одной стороны, отдельные системно значимые кредитные организации (СЗКО) сохраняли спрос на кредиты постоянного действия Банка России, которые позволяли им одновременно улучшить норматив краткосрочной ликвидности и поддержать остатки на корсчетах для выполнения нормативов ОР³. Из-за этого спрос СЗКО на денежном рынке в течение месяца оставался стабильным. С другой стороны, общий объем ликвидности в банковском секторе в сентябре постепенно сокращался под влиянием автономных факторов. По мере роста дефицита ликвидности у рыночных участников спред RUONIA к ключевой ставке постепенно сужался и к концу месяца достиг нулевых значений.

Структурный профицит ликвидности банковского сектора в сентябре сократился в среднем до 1,0 трлн с 1,3 трлн руб. в августе. К оттоку 0,2 трлн руб. привел рост спроса на наличные деньги (в августе отток составил 0,3 трлн руб.). Такая динамика спроса на наличные находится в рамках сезонной траектории и соответствует устойчивой потребности экономики в наличных деньгах для осуществления расчетов. Бюджетные операции также сформировали отток средств из банков, преимущественно за счет зеркалирования Банком России нетто-продаж валюты Минфином России за предыдущий год⁴.

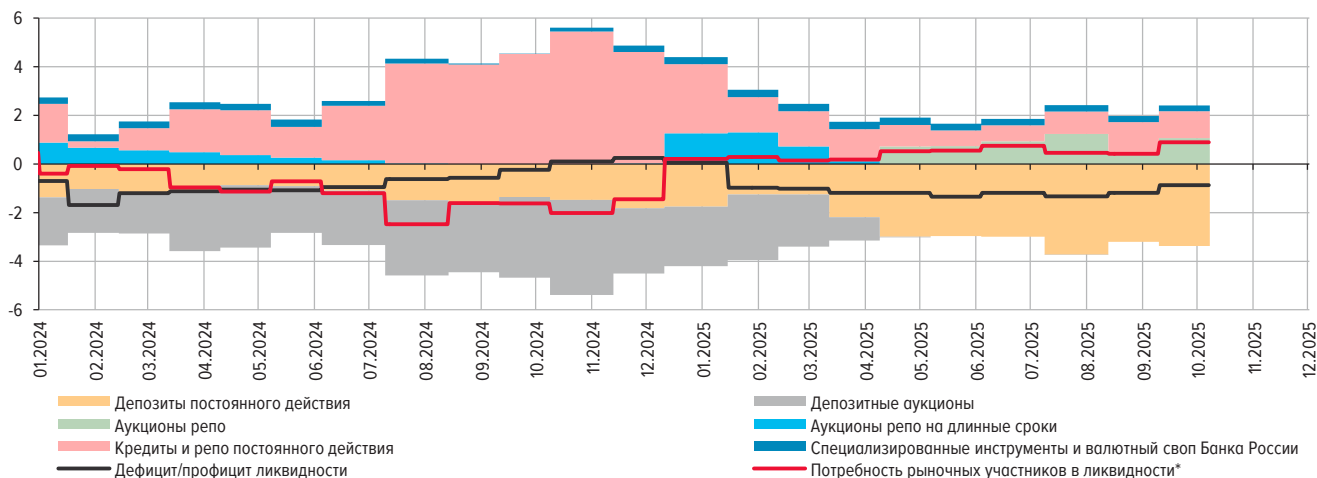
² С 10 сентября по 7 октября 2025 года.

³ См. Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, № 8 (38), август 2025 года.

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

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

рис. 4

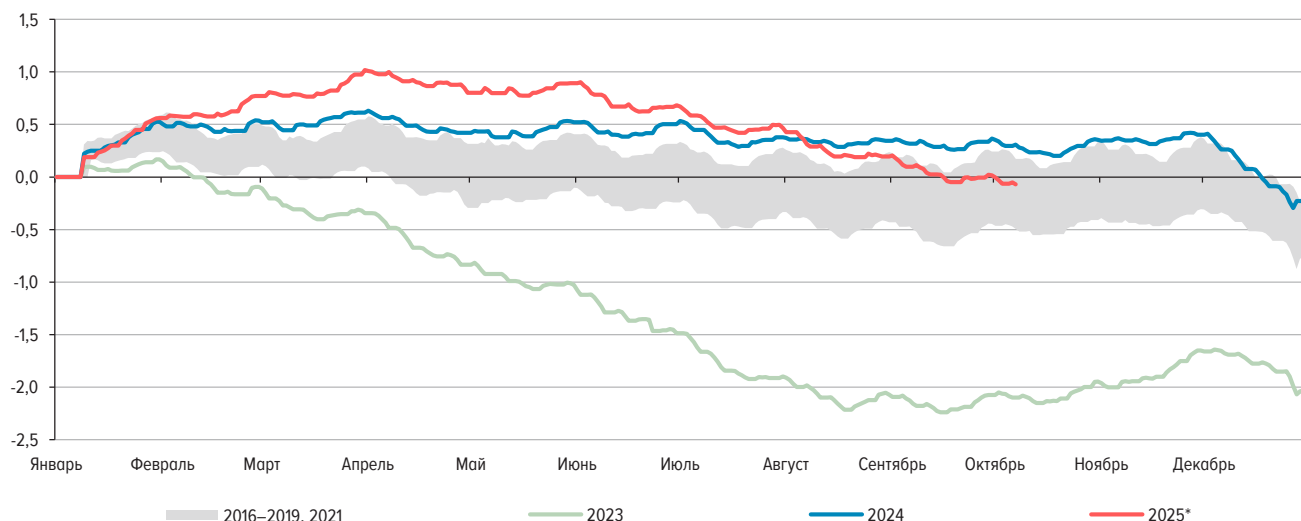


* Структурный профицит/дефицит ликвидности банковского сектора за вычетом операций, спрос на которые имеет нерыночный характер. Показатель характеризует потребность рыночных участников в привлечении ликвидности у Банка России.

Источник: расчеты Банка России.

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

рис. 5



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

* Данные по 07.10.2025.

Источник: расчеты Банка России.

- **Денежный рынок.** К концу сентября кривая ROISfix сдвинулась вниз на коротком конце и выросла на сроках от 2 месяцев. Движения кривой варьировались в диапазоне от -88 до +74 базисных пунктов. Основное движение кривой произошло в середине месяца, после решения Совета директоров о снижении ключевой ставки, и отражало как реакцию на фактическое снижение ключевой ставки, которое оказалось меньше, чем ожидали некоторые участники, так и нейтральный сигнал Банка России о дальнейших решениях.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ROISFIX

табл. 1

Срочность	1W	2W	1M	2M	3M	6M	1Y	2Y
30.09.2025	16,96	16,96	16,95	16,89	16,81	16,60	15,38	14,29
29.08.2025	17,82	17,84	17,17	16,81	16,53	15,92	14,64	13,60
Изменение, б.п.	-86	-88	-22	+8	+28	+68	+74	+69
Среднее за 2024 г.	17,57	17,66	17,83	18,08	18,27	18,77	18,83	17,79
Изменение, б.п.	-61	-70	-88	-119	-146	-217	-345	-350



РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

- Кривая доходности ОФЗ.** В сентябре среднемесячные доходности ОФЗ выросли, отражая изменение ожиданий рынка относительно будущей траектории ключевой ставки, а также на фоне уточнения новых бюджетных параметров на 2025 год. В первой половине сентября доходности ОФЗ преимущественно снижались, однако после заседания по ключевой ставке доходности скорректировались вверх. Рост доходности происходил на всех сроках от года, в то время как на коротком конце доходности незначительно снизились, отражая фактическое снижение ключевой ставки и изменение базы расчета кривой доходности ОФЗ. В частности, из базы расчета был исключен выпуск с погашением в ноябре 2025 г., и самым коротким выпуском стала ОФЗ с датой погашения в сентябре 2026 года. Уточнение новых параметров бюджета на 2025 г. также способствовало росту доходности ОФЗ в сентябре. Вид кривой нормализовался, поскольку доходности изменялись неравномерно в зависимости от срочности: основной рост был на дальнем конце.
- Вмененная инфляция.** В сентябре вмененная инфляция продолжила расти на фоне опасений в отношении рисков ускорения инфляции: вмененная инфляция из ОФЗ-ИН с датой погашения в 2032 г. выросла на 85 б.п., до 6,0%, а из ОФЗ-ИН с датой погашения в 2028 г. – на 32 б.п., до 4,5%, все еще оставаясь вблизи целевого уровня по инфляции.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗтабл. 2

Срочность	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
30.09.2025	14,25	14,42	14,59	14,80	14,90	14,93
29.08.2025	14,06	13,78	13,80	13,88	13,91	13,90
Изменение, б.п.	+19	+64	+79	+92	+99	+103
Среднее за сентябрь 2025 г.	13,89	13,82	13,92	14,06	14,14	14,17
Среднее за август 2025 г.	13,32	13,20	13,38	13,63	13,76	13,82
Изменение, б.п.	+57	+62	+54	+43	+38	+34
Среднее за 2024 г.	16,91	16,55	16,07	15,34	14,91	14,56
Изменение, б.п.	-266	-213	-148	-54	-1	+37

- Вторичный рынок ОФЗ.** Обороты вторичного рынка ОФЗ выросли относительно предыдущего месяца. Среднедневной оборот торгов составил 41,6 млрд руб. (в июле – 34,5 млрд руб. / день). Структура и поведение участников рынка несколько изменились. Основными покупателями стали некредитные финансовые организации за счет собственных средств (69,7 млрд руб.) и физические лица (57,8 млрд руб.). Крупнейшими нетто-продавцами в сентябре оставались СЗКО (-73,2 млрд руб.).
- Размещения ОФЗ.** В сентябре Минфин России 4 раза проводил аукционы, увеличив объем размещений ОФЗ-ПД, продолжая предлагать преимущественно средне- и долгосрочные бумаги. Спрос на короткие выпуски был низким. Средневзвешенная срочность размещаемых бумаг оставалась на уровне 11 лет, как и в течение последних месяцев. Спрос на облигации был сформирован нефинансовыми организациями (НФО) в рамках доверительного управления, СЗКО и прочими банками. Ведомство размещало бумаги с умеренной премией к доходности вторичного рынка, которая находилась в диапазоне от 0 до 15 базисных пунктов.

План по заимствованию Минфина России на 2025 г. был расширен до 7 трлн руб. (ранее 4,8 трлн руб.). С начала года ведомство привлекло 3,62 трлн руб. по выручке и 4,4 трлн руб. по номиналу (52% годового плана по выручке).

- **Вторичный рынок корпоративных облигаций.** В сентябре доходности корпоративных облигаций в среднем находились выше значений августа (в среднем за сентябрь: 16,41%; за август: 16,29%). При этом средний за месяц спред индекса к доходности ОФЗ сузился, составив 247 б.п. (август: 289 б.п.), оставаясь выше среднего значения за январь 2022 – август 2025 года.
- **Первичный рынок корпоративных облигаций.** На первичном рынке в сентябре объем новых выпусков корпоративных облигаций был на 19% больше, чем месяцем ранее, но на 17% ниже аналогичного периода 2024 г. (сентябрь 2025 г.: 851 млрд руб.; август 2025 г.: 716 млрд руб.; сентябрь 2024 г.: 1031 млрд руб.), включая выпуски в иностранной валюте и нерыночные размещения⁵. Значительная часть объема новых размещений пришлось на бумаги институтов развития и государственных агентств, а также облигации компаний нефтегазового сектора.

Прирост портфеля корпоративных облигаций к началу года в сентябре был сопоставим с аналогичным периодом 2024 г. (сентябрь 2025 г.: +11,1%; сентябрь 2024 г.: 12,2%). Общий объем рынка корпоративных облигаций на конец сентября составил 34,5 трлн руб. (+21,6% г/г; сентябрь 2024 г.: 28,4 трлн руб.).

- **Квазивалютные корпоративные облигации.** Объем размещения квазивалютных облигаций, номинированных в долларах США и юанях, в сентябре значительно вырос (сентябрь: 352 млрд руб.; август: 178 млрд руб.). Основными эмитентами были компании нефтегазового сектора. Суммарный объем размещений облигаций, номинированных в валюте, с начала года составил 1,5 трлн руб. в рублевом эквиваленте. Замещающие и классические валютные облигации в сентябре не размещались. Доходность индекса замещающих облигаций, по данным Cbonds, выросла и составила на конец месяца 8,38% (+137 б.п. м/м).



СТАВКИ ПО КРЕДИТАМ И ДЕПОЗИТАМ

- **Корпоративные кредитные ставки.** В августе банки понижали ставки по кредитам нефинансовым организациям. Ставки по краткосрочным кредитам снизились на 2,5 п.п., до 18,7%, и по долгосрочным кредитам на 1 п.п., до 14,6% (рис. 11). Снижение ставок по кредитам в целом происходит медленнее, чем по привлекаемым банками депозитам, что характерно для периодов смягчения денежно-кредитной политики. Это связано главным образом с увеличением доли кредитов на квазильготных условиях⁶ в операциях по фиксированным ставкам. Тем не менее данный фактор способствовал смягчению денежно-кредитных условий в целом, транслируемых в экономику.
- **Розничные кредитные ставки.** Розничные кредитные ставки в августе снижались, но по сравнению с другими сегментами банковских операций их изменение было более слабым. Ставки по краткосрочным и долгосрочным кредитам снизились на 0,8 п.п., до 28,5 и 17,5% соответственно (рис. 11). В сегменте долгосрочных операций, формирующих основной объем выдач розничных кредитов, снижение ставок произошло за счет потребительских кредитов. Снижение ставок по потребительским кредитам происходит примерно с конца 1к25. Вместе с тем их уровень все еще остается одним из самых высоких за период после 2014 г., существенно ограничивая привлекательность и доступность этого вида кредитования для населения. Средние ипотечные ставки, напротив, не снизились

⁵ Источник: Cbonds.ru.

⁶ Под квазильготными условиями кредитования подразумеваются меры поддержки заемщиков, альтернативные субсидированию ставок 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](#).

за месяц из-за некоторого роста в выдачах доли рыночных, более дорогих, кредитов. В сентябре, по оперативным оценкам, снижение розничных ставок в целом продолжилось (рис. 12).

- **Депозитные ставки.** Снижение банками ставок по депозитам населения в августе продолжилось и ускорилось по сравнению с июнем – июлем. Этому способствовало снижение ключевой ставки в июле, а также ожидания по дальнейшему смягчению денежно-кредитной политики в сентябре – декабре. В результате средневзвешенные ставки в августе снизились по краткосрочным депозитам⁷ на 1,7 п.п., до 15,7%, и по долгосрочным депозитам на 2,8 п.п., до 13,6%, тем самым вернувшись к уровням 2024 г., когда ключевая ставка составляла 16,00% годовых (рис. 11). При этом на фоне ожидаемого введения национального норматива краткосрочной ликвидности⁸ в банковском секторе несколько уменьшилась конкуренция за вкладчиков. В сентябре, по оперативным оценкам, банки продолжили снижать ставки по депозитам. Это нашло отражение в снижении индекса FRG100⁹, которое в сентябре составило -0,4 п.п. (рис. 12).



КРЕДИТНЫЕ И ДЕПОЗИТНЫЕ АГРЕГАТЫ

- **Требования банковской системы к организациям.** Рост корпоративного кредитования, оживление которого проявилось еще в июле, ускорился в августе. Прирост требований банковской системы к организациям составил 2,1% после 1,5% в июле. Годовой темп возрос до 14,7% после снижения в июле до 14,5%. Это увеличение было в том числе обеспечено портфелем валютных требований к организациям: его месячный прирост в августе ускорился до 3,6% после 2% в июле. Прирост валютных требований к организациям был главным образом обеспечен компаниями-экспортерами. Вложения банков в корпоративные ценные бумаги в августе оказали меньшее влияние на прирост требований к организациям по сравнению с июлем. Возрастающая динамика в корпоративном кредитовании в августе носила отчасти сезонный характер – с поправкой на это темп прироста требований к организациям может быть оценен как более низкий. Рост требований к организациям в сентябре, по оперативным оценкам, был меньше, чем в июле – августе.
- **Требования банковской системы к населению.** В розничном кредитовании в августе активность была немного более высокая по сравнению с июлем. С учетом ипотечной секьюритизации требования к населению за август умеренно возросли. В то же время годовой прирост требований к населению в августе вновь уменьшился, составив -1,2% после -0,9% в июле, а с учетом секьюритизации эта величина остается слабopоложительной (рис. 15). Объем предоставленных рублевых ИЖК в августе увеличился до 392 млрд руб., доля льготных кредитов в нем снизилась до 82%. Задолженность населения по ИЖК¹⁰ в августе приросла на 1,3% после 0,7% в июле, а с исключением сезонности этот прирост может рассматриваться как еще более высокий. Годовой прирост портфеля ИЖК по итогам августа сложился на более высоком уровне, чем в июле.

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

⁸ [Банк России вводит новое национальное регулирование риска краткосрочной ликвидности.](#)

⁹ Средняя ставка 82 крупнейших депозитных банков по вкладам сроком до 1 года на сумму от 100 тыс. руб., по данным информационного агентства Frank RG.

¹⁰ 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).

Задолженность по неипотечным кредитам¹¹ за август несколько увеличилась, продолжая превосходить приросты, оцениваемые с поправкой на сезонность (рис. 16). Небольшой рост требований к населению в сентябре, по оперативным оценкам, продолжился.

- **Депозиты населения.** Прирост рублевых средств населения в банках¹² в августе существенно замедлился по сравнению с июлем, составив 0,3% после 1,2% в июле. Снижение темпа прироста депозитов населения в части текущих счетов связано с сезонным ростом потребительских расходов (рис. 13). Темп прироста срочных депозитов также снизился до 0,3% в августе после 1,0% в июле. Доля вложений населения в банках в срочные рублевые депозиты при этом находится вблизи исторических максимумов, составляя около 70% от всех рублевых депозитов населения в банках. Кроме того, в августе банки устанавливали ставки по более коротким срочным депозитам заметно выше, чем по прочим депозитам. Из-за этого структура средств населения в банковском секторе продолжила корректироваться в сторону роста доли операций на 3–6 месяцев. Динамика размещения населением валютных средств в банках сохраняется весьма сдержанной: в августе они приросли на 0,5% против 0,3% в июле и продолжают демонстрировать сокращение к аналогичному периоду 2024 года. В сентябре, по оперативным оценкам, динамика рублевых депозитов населения оставалась слабой.



ДЕНЕЖНЫЕ АГРЕГАТЫ

- **Денежная масса.** Годовые приросты денежных агрегатов в августе увеличились: денежная масса в национальном определении (M2) и широкая денежная масса (M2X) с исключением валютной переоценки за месяц выросли на 1,3 и 1,4%, или на 14,4 и 12,9% г/г соответственно (рис. 17). В сентябре, по оперативным данным, рост денежных агрегатов¹³ снова замедлялся на фоне охлаждения в кредитовании организаций: M2 до 12,7% г/г и M2X с исключением валютной переоценки до 12,4% г/г. При этом в месячных приростах денежные агрегаты изменялись разнонаправленно из-за увеличения остатков на валютных депозитах населения и организаций, и при снижении темпа роста M2 повысился темп роста M2X.
- **Источники денежного предложения (август).** Требования банковской системы к экономике¹⁴ в августе выросли на 2,1 п.п., превысив прирост за июль. Вклад требований к экономике в годовое изменение широкой денежной массы, таким образом, увеличился до 12,2 п.п. после 11,7 п.п. в июле. Бюджетные операции поддерживали рост денежных агрегатов в августе, однако вклад чистых требований к органам государственного управления в годовой прирост M2X в августе немного снизился, составив 4,4 п.п. после 4,7 п.п. в июле (рис. 18).

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 Здесь и далее приросты балансовых показателей рассчитаны по [Обзору банковской системы](#) на соответствующую отчетную дату. Приросты валютных требований и депозитов рассчитаны в долларовом эквиваленте. При расчете приростов показателей, включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу.

¹³ См. [Денежные агрегаты – оценка](#) (сентябрь 2025 г.).

¹⁴ Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым и финансовым организациям и населению в валюте Российской Федерации, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и 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.

- **Компоненты денежной массы (август).** Структура прироста денежной массы в августе немного изменилась в части валютных депозитов организаций. Так, их вклад в годовой прирост $M2X$ возрос почти на 0,7 п.п., впервые став положительным более чем за год. При этом наибольший вклад в годовой прирост $M2X$, как и в предыдущие периоды, вносили рублевые депозиты населения – 9,5 п.п. в августе. Рост наличных средств в обращении вне банковской системы ($M0$) в августе несколько ускорился, но оставался исторически низким (2,1% г/г). Доля $M0$ в $M2$ в итоге не изменилась.

• Обменный курс (валютный канал)

В сентябре среднемесячный курс рубля был несколько слабее, чем в августе. Курсы основных валют относительно рубля выросли в этом месяце: доллар США на 3,5%, евро на 2,5% и юань на 4,1%. В целом котировки валютных курсов вернулись на уровень апреля 2025 года. Ослаблению рубля способствовало увеличение спроса со стороны отдельных участников в начале месяца, а также снижение продаж со стороны нескольких крупных продавцов в этот период. Поддержку рублю в сентябре оказали нерезиденты-НФО, СЗКО и НФО, нарастившие суммарные продажи иностранной валюты.

ИЗМЕНЕНИЕ КУРСА РУБЛЯтабл. 3

	USD/RUB (Банк России)	EUR/RUB (Банк России)	CNY/RUB (ММВБ)
30.09.2025	82,87	97,14	11,48
30.08.2025	80,33	94,05	11,26
Изменение, %	+3,2	+3,3	+2,0
В среднем за сентябрь 2025 г.	82,97	97,49	11,60
В среднем за август 2025 г.	80,16	95,15	11,14
Изменение, %	+3,5	+2,5	+4,1
В среднем за 2024 г.	92,96	100,63	11,26
Изменение, %	-10,9	-3,5	+2,0

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 августе был слабее (-2,1%) относительно предыдущего месяца (укрепление на 21% с начала года). По предварительным данным, за сентябрь REER стал слабее на 3,2% относительно августа и остается выше своей медианы последних лет (+12,4% к медиане с января 2015 г. по август 2025 г.). Аналогичную динамику демонстрировали USDRUB: -3,2%, EURRUB: -5,7%, CNYRUB: -4,1%.

• Российский рынок акций

Российский рынок акций по итогам сентября снизился. В течение месяца индекс демонстрировал разнонаправленную динамику, колеблясь в диапазоне 2651–2939 п. и опустившись в конечном счете ниже 2700 п. впервые с июля из-за геополитических факторов.

На конец месяца Индекс МосБиржи был на уровне 2684 п. (-7% м/м), индекс волатильности (RVI) вырос незначительно: на конец сентября он составил 35 п. (+3 п. м/м). По итогам месяца отраслевые индексы снизились. Наибольший спад наблюдался в акциях строительных компаний (-15,7% м/м), транспорта (-12,9% м/м) и телекоммуникаций (-12% м/м).

• Мировые финансовые рынки

Средневзвешенная (по ВВП) ключевая ставка в странах с развитыми рынками в сентябре снизилась до 2,97%, на 11 б.п., за счет снижения ставок в Канаде (-25 б.п., до 2,5%) и Норвегии (-25 б.п., до 4%). Средневзвешенная ставка стран с развивающимися рынками снизилась в этом месяце: Мексика (-25 б.п., до 7,5%), Коста-Рика (-25 б.п., до 3,5%), Гватемала (-50 б.п., до 4%), Индонезия (-25 б.п., до 4,75%), Польша (-25 б.п., до 4,75%), Молдова (-25 б.п., до 6%), Гана (-350 б.п., до 21,5%), Турция (-250 б.п., до 40,5%), Россия (-100 б.п., до 17%).

Среднемесячные доходности американских казначейских облигаций по итогам сентября снизились по всей длине (табл. 4). Наибольший спад наблюдался в начале месяца на фоне отчета по занятости и роста безработицы, что усиливало ожидания снижения ставки ФРС.

За сентябрь доходности европейских облигаций практически не изменились – по итогам месяца отмечался небольшой рост на 5 б.п. в среднем по всей длине.

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ USTтабл. 4

Срочность	2Y	5Y	10Y
30.09.2025	3,60	3,74	4,16
29.08.2025	3,62	3,69	4,22
Изменение, б.п.	-2	+5	-6
Среднее за сентябрь 2025 г.	3,57	3,66	4,12
Среднее за август 2025 г.	3,71	3,79	4,27
Изменение, б.п.	-14	-13	-15
Среднее за 2024 г.	4,41	4,26	4,23
Изменение, б.п.	-81	-52	-7

Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

Индекс доллара США DXY по итогам сентября сохранился на уровне 98 пунктов. В середине месяца индекс снижался до 96,7 п. после понижения ставки ФРС, но затем вырос за счет пересмотра вверх темпов роста ВВП в 2к25 и заявлений Дж. Пауэлла о дальнейшей траектории ставки. Валюты СФР в сентябре преимущественно укреплялись относительно доллара США (BRLUSD: +2,1%; CNYUSD: +0,2%; TRYUSD: -1,2%; MXNUSD: +1,8%).

По итогам сентября мировые рынки акций демонстрировали рост (S&P 500: +3,5%; Stoxx 600: +1,5%; Nikkei 225: +5,2%; SSE Composite: +0,6%; Nifty 50: +0,8%; MSCI ACWI: +3,5%). Американские индексы обновили исторические рекорды благодаря снижению ставки ФРС и технологическому сектору. Индекс Токийской биржи показал стремительный рост после тарифной сделки США и Японии по снижению автотарифов.

ТАБЛИЦЫ И ГРАФИКИ

В СЕНТЯБРЕ СФОРМИРОВАЛСЯ ОТТОК СРЕДСТВ ИЗ БАНКОВ ИЗ-ЗА РОСТА НАЛИЧНЫХ ДЕНЕГ
В ОБОРАЩЕНИИ И БЮДЖЕТНЫХ ОПЕРАЦИЙ
(ТРЛН РУБ.)

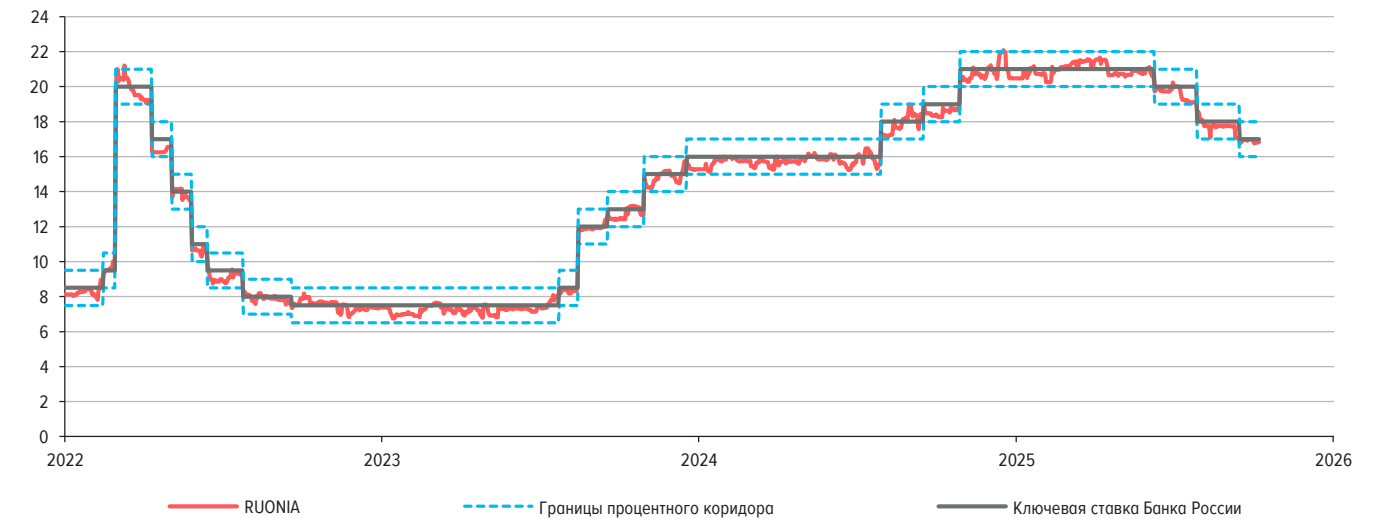
табл. 5

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

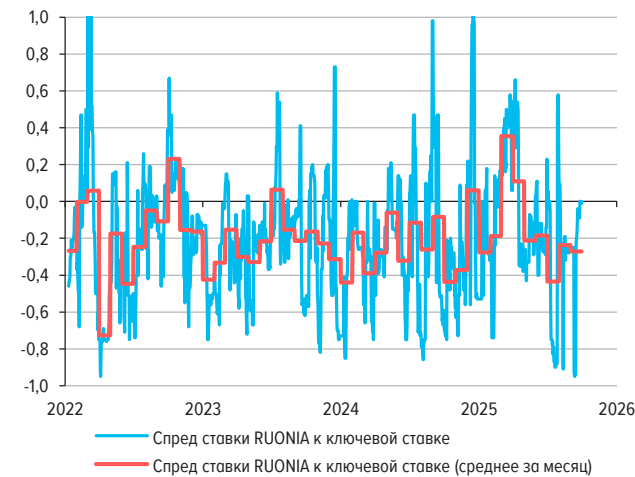
ДИНАМИКА СТАВКИ RUONIA
(%)

рис. 6



Источник: расчеты Банка России.

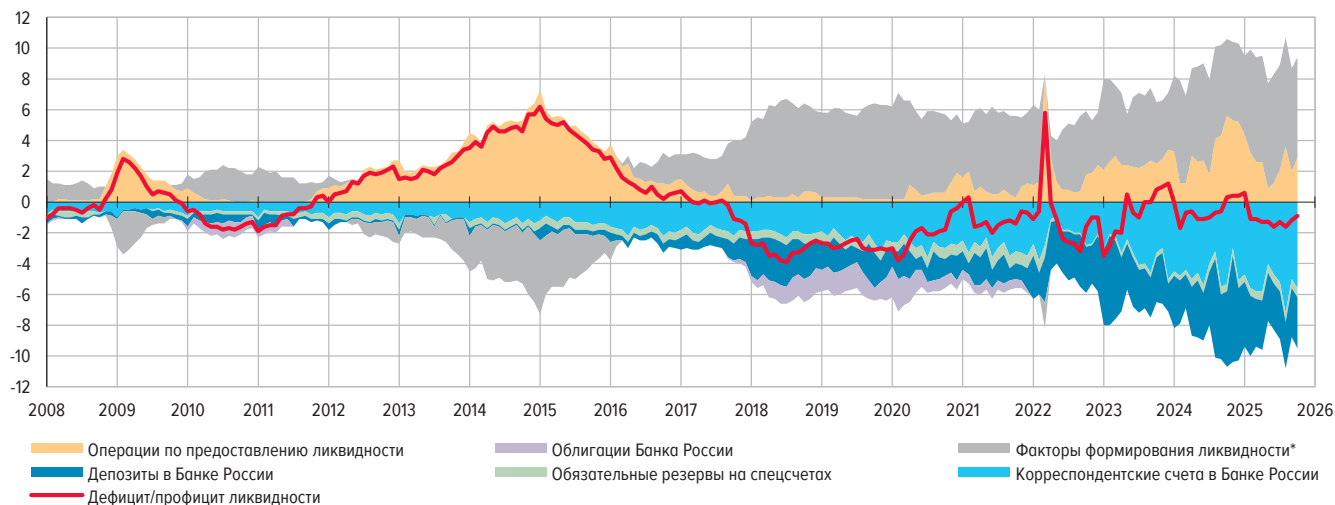
В ТЕЧЕНИЕ СЕНТЯБРЯ RUONIA ФОРМИРОВАЛАСЬ С ОТРИЦАТЕЛЬНЫМ СПРЕДОМ К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕрис. 7
СПРЕД СТАВКИ RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ, П.П. ДЕФИЦИТ/ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ, ТРЛН РУБ.



Источник: расчеты Банка России.

БАЛАНС БАНКА РОССИИ (ТРЛН РУБ.)

рис. 8

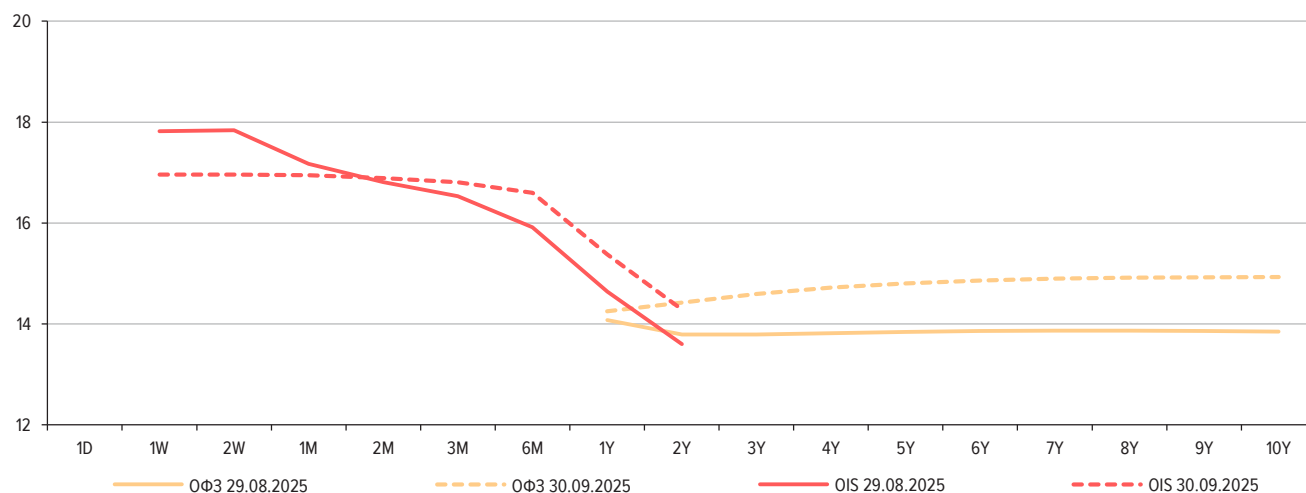


* Данная статья является сальдирующей и включает изменение всех прочих, не выделенных отдельно статей баланса Банка России.
Источник: расчеты Банка России.

В СЕНТЯБРЕ КРИВЫЕ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА СНИЗИЛИСЬ НА БЛИЖНЕМ И ВЫРОСЛИ НА ДАЛЬНОМ КОНЦЕ

рис. 9

КРИВЫЕ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА, % ГОДОВЫХ

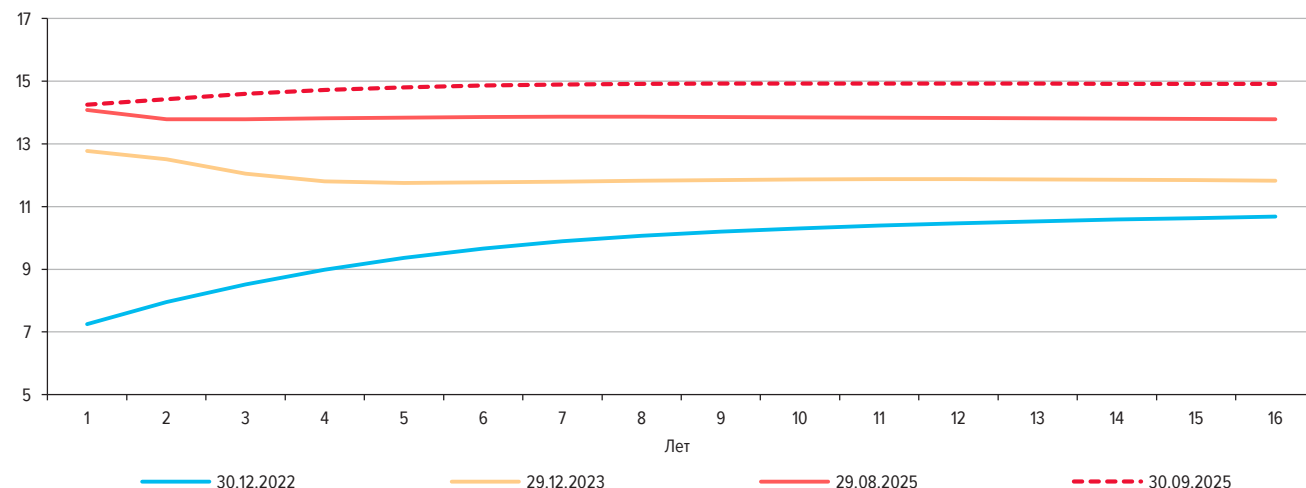


Источники: Банк России, НФА.

В СЕНТЯБРЕ КРИВАЯ ОФЗ ВЫРОСЛА НА СРЕДНЕМ И ДАЛЬНОМ КОНЦЕ

рис. 10

КРИВАЯ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ, % ГОДОВЫХ



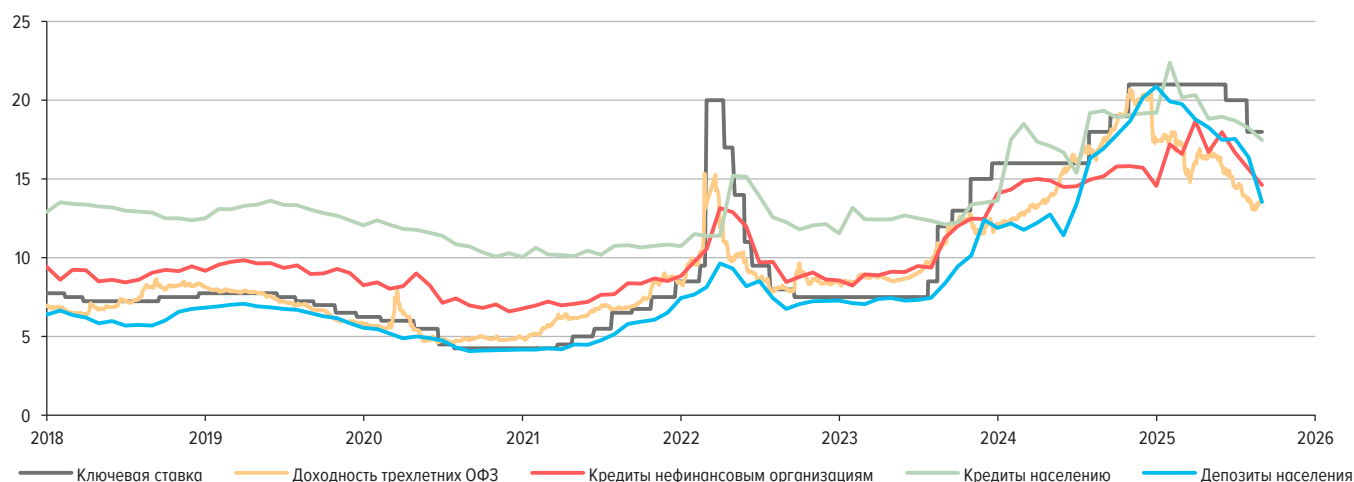
Источники: ПАО Московская Биржа, НФА.

СПРЕД МЕЖДУ ДОХОДНОСТЬЮ ГОСОБЛИГАЦИЙ РОССИИ И США В СЕНТЯБРЕ СУЖАЛСЯ **рис. 11**


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

СТАВКИ ПО КРЕДИТАМ И ДЕПОЗИТАМ В АВГУСТЕ СНИЗИЛИСЬ **рис. 12**

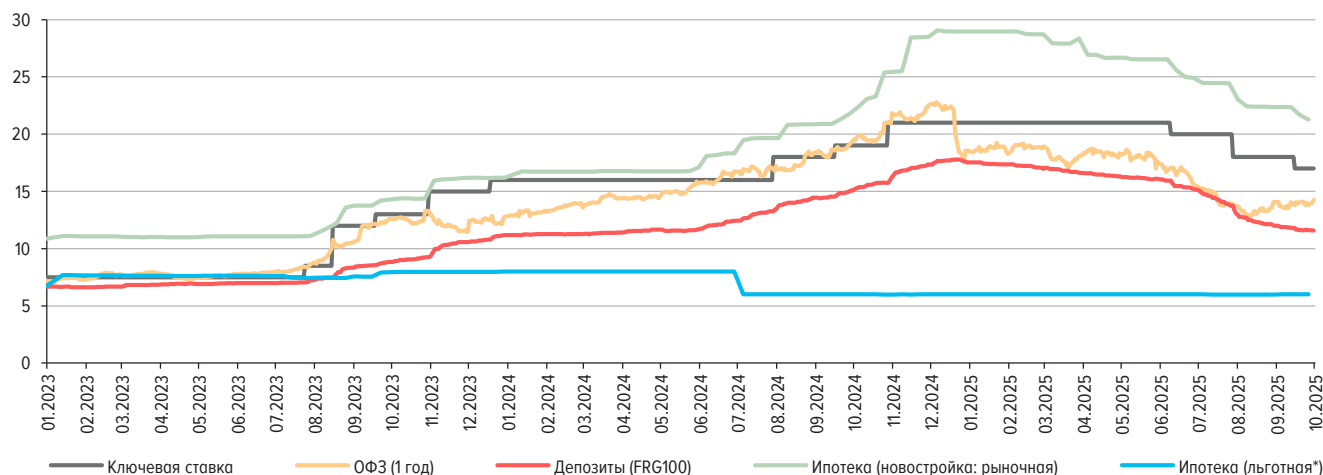
СТАВКИ ПО ДОЛГОСРОЧНЫМ РУБЛЕВЫМ ОПЕРАЦИЯМ БАНКОВ, % ГОДОВЫХ



Источник: Банк России.

СНИЖЕНИЕ БАНКОВСКИХ РОЗНИЧНЫХ СТАВОК ПРОДОЛЖИЛОСЬ В СЕНТЯБРЕ **рис. 13**

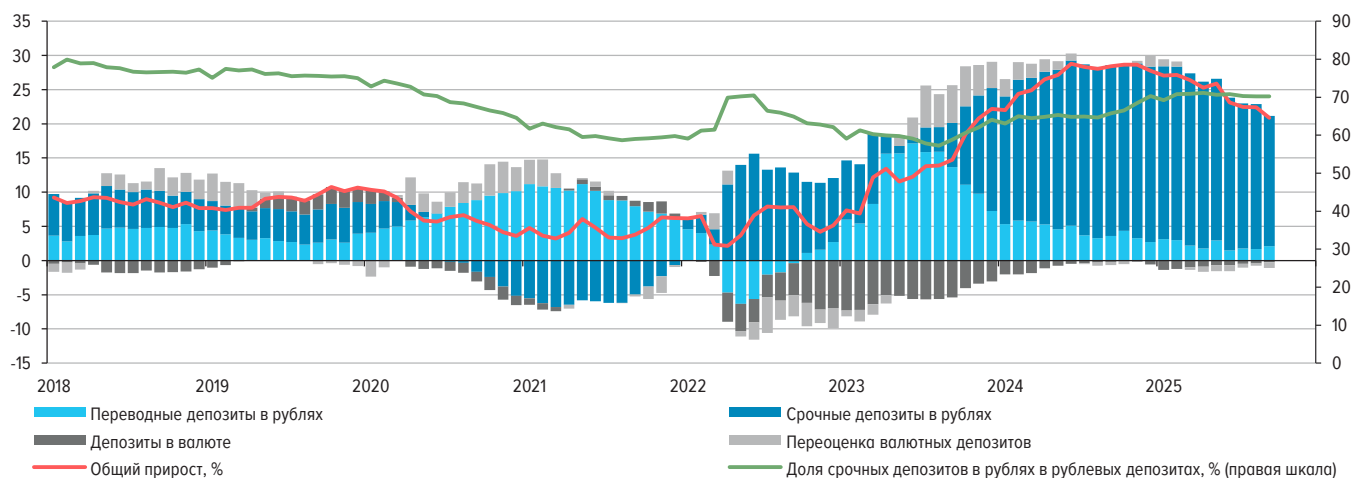
ДИНАМИКА ОПЕРАТИВНЫХ ИНДИКАТОРОВ СТАВОК, % ГОДОВЫХ



* 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 СЕНТЯБРЕ АКТИВНОСТЬ РАЗМЕЩЕНИЯ НАСЕЛЕНИЕМ СРЕДСТВ В БАНКАХ СНИЗИЛАСЬ **рис. 14**

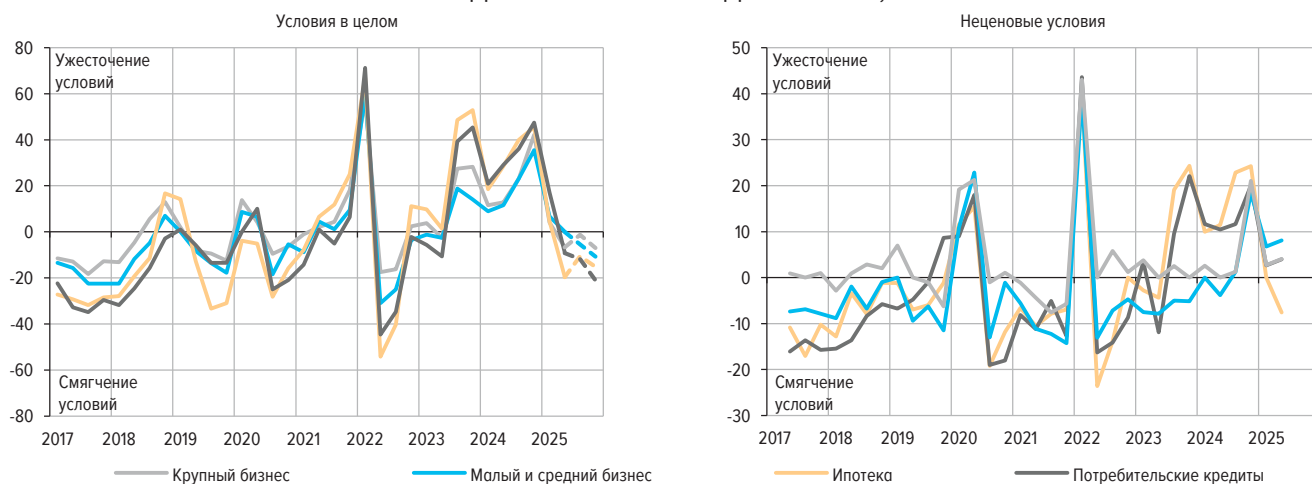
ВКЛАД ОТДЕЛЬНЫХ ЭЛЕМЕНТОВ В ГОДОВОЙ ПРИРОСТ ДЕПОЗИТОВ НАСЕЛЕНИЯ, П.П.



Источник: расчеты Банка России.

НЕЦЕНОВЫЕ УСЛОВИЯ БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ В 2К25 УЖЕСТОЧИЛИСЬ В БОЛЬШИНСТВЕ СЕГМЕНТОВ **рис. 15**

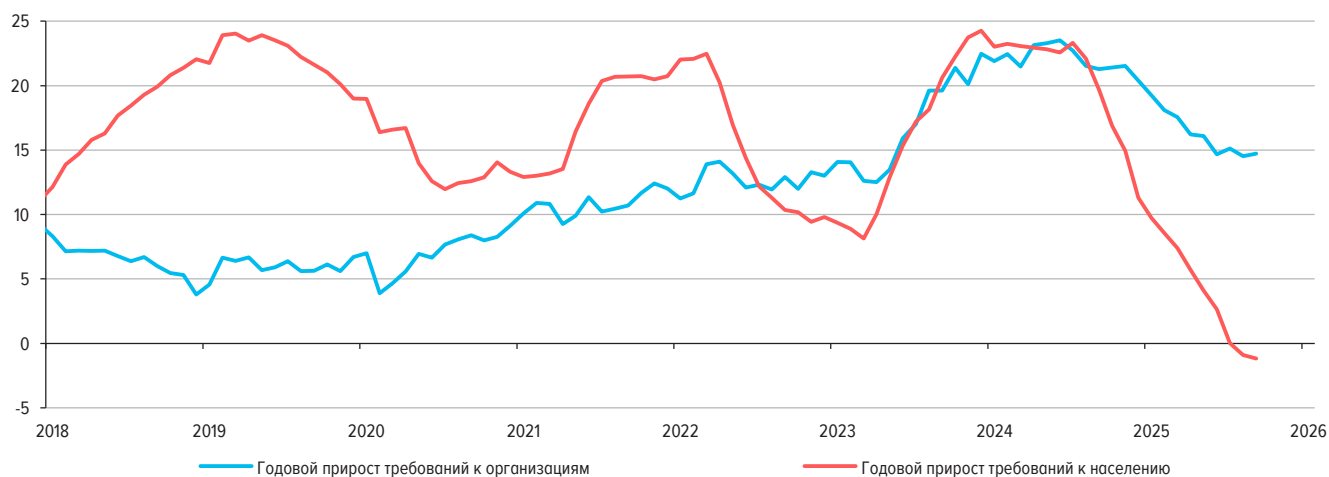
ИНДЕКСЫ УСЛОВИЙ КРЕДИТОВАНИЯ*, П.П.



* Пунктиром обозначены ожидания банков-респондентов относительно изменений условий кредитования в 2к25.
 Источник: Банк России.

РОСТ КОРПОРАТИВНОГО КРЕДИТОВАНИЯ УСКОРИЛСЯ В АВГУСТЕ **рис. 16**

ДИНАМИКА ТРЕБОВАНИЙ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ, %

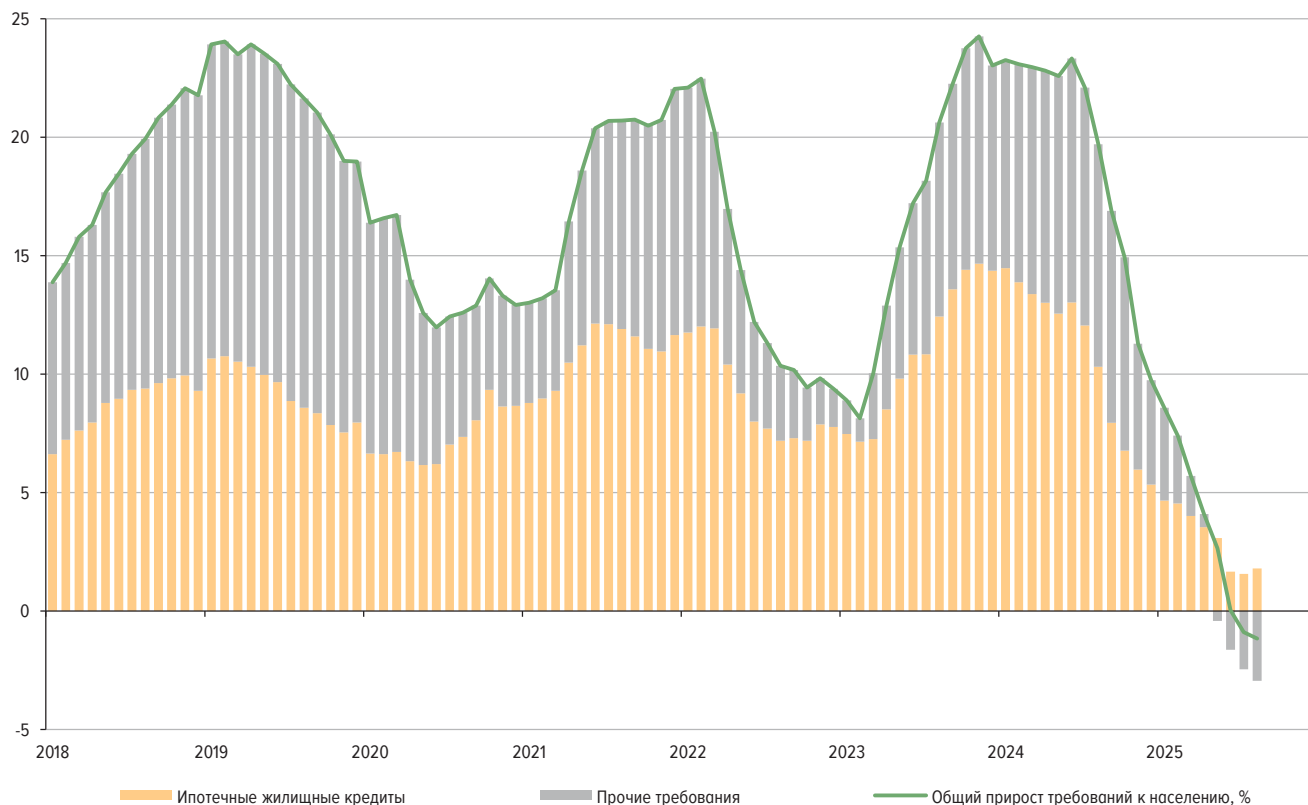


Источник: расчеты Банка России.

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ ТРЕБОВАНИЙ К НАСЕЛЕНИЮ ОСТАЕТСЯ В ОТРИЦАТЕЛЬНОЙ ОБЛАСТИ, НЕСМОТРИ НА НЕБОЛЬШОЕ ОЖИВЛЕНИЕ В ТЕЧЕНИЕ АВГУСТА

рис. 17

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



Источник: расчеты Банка России.

ИНДИКАТОРЫ КРЕДИТНОГО И ДЕПОЗИТНОГО РЫНКОВ

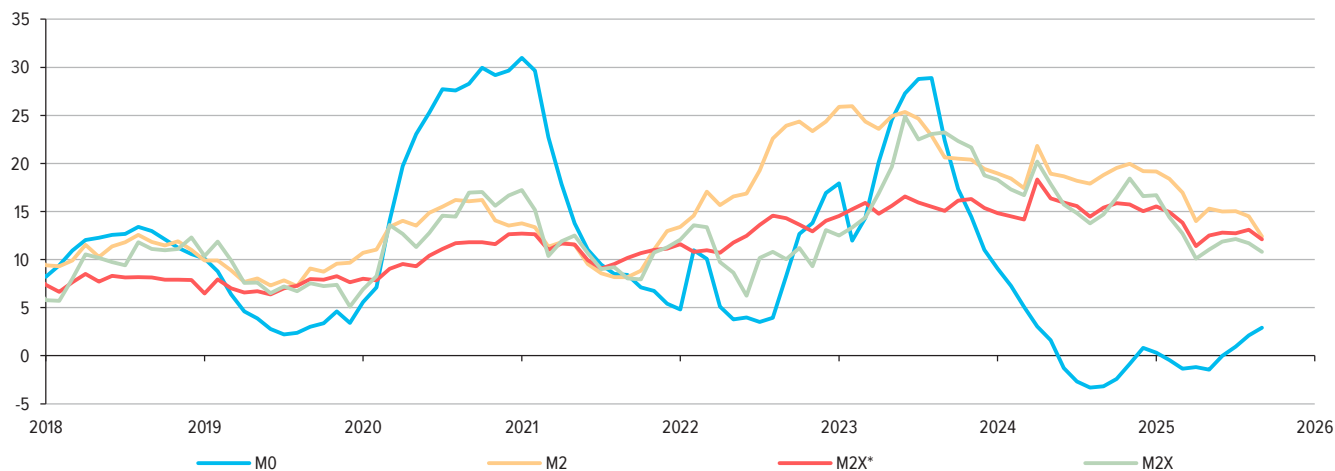
табл. 6

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

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

СНИЖЕНИЕ ГОДОВЫХ ТЕМПОВ РОСТА ДЕНЕЖНЫХ АГРЕГАТОВ В СЕНТЯБРЕ ПРОДОЛЖИЛОСЬ **рис. 18**

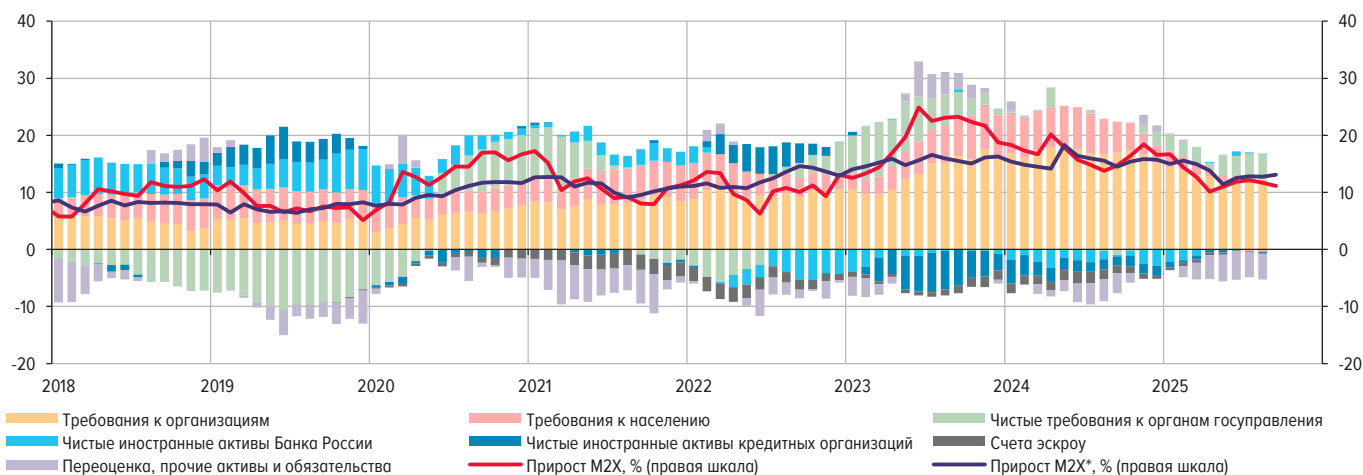
ГОДОВОЙ ПРИРОСТ ОСНОВНЫХ АГРЕГАТОВ ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ, %



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

**ВКЛАД БЮДЖЕТНЫХ ОПЕРАЦИЙ В ГОДОВОЙ РОСТ ДЕНЕЖНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ
НЕСКОЛЬКО СНИЗИЛСЯ В АВГУСТЕ** **рис. 19**

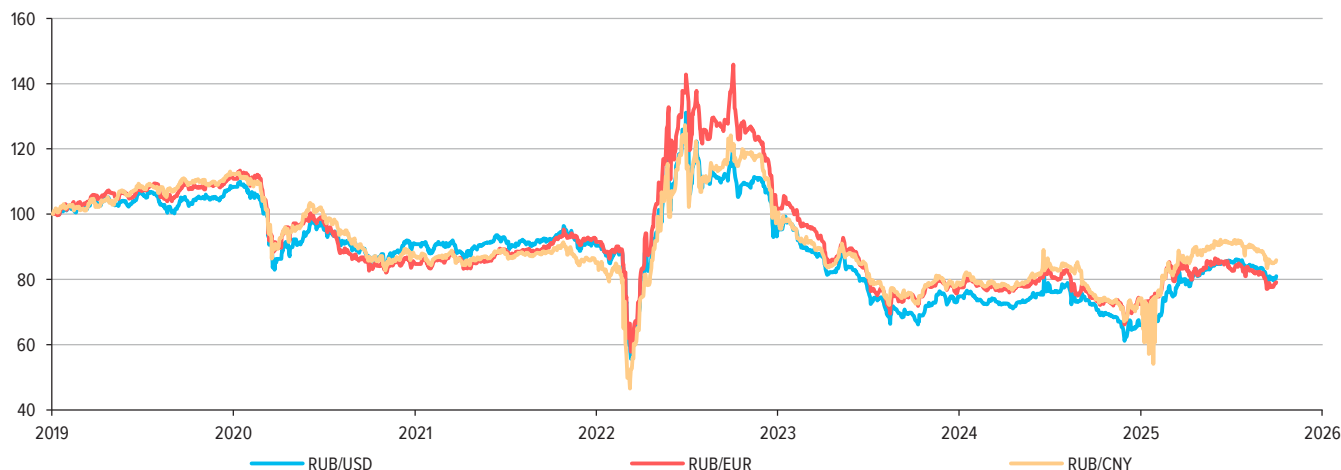
ВКЛАД ОТДЕЛЬНЫХ ИСТОЧНИКОВ В ГОДОВОЙ ПРИРОСТ АГРЕГАТА M2X, П.П.*



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

**В СЕНТЯБРЕ КУРС РУБЛЯ НЕСКОЛЬКО СНИЗИЛСЯ ОТНОСИТЕЛЬНО ДРУГИХ ВАЛЮТ
(02.01.2019 = 100)** **рис. 20**

ДИНАМИКА КУРСА РУБЛЯ К ИНОСТРАННЫМ ВАЛЮТАМ



Источники: Cbonds, расчеты Банка России.

РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК ДЕМОНСТРИРОВАЛ НЕГАТИВНУЮ ДИНАМИКУ В СЕНТЯБРЕтабл. 7

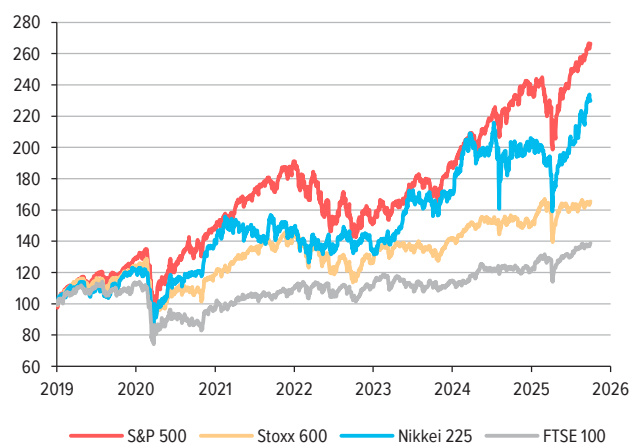
Показатель		30.09.2025	1М	3М	6М	YTD	1Y
Российский финансовый рынок («+» – положительная динамика, «-» – негативная динамика)							
Курс рубля к доллару США		82,87	-3,2	-5,6	3,1	18,5	10,3
Индекс Мосбиржи		2 685	-7,4	-5,7	-9,4	-6,9	-6,1
Индекс РТС		1 024	-10,0	-10,4	-7,0	14,6	5,4
Доходность государственных облигаций		14,58	88	-12	-108	-146	-228
Доходность корпоративных облигаций		17,10	86	-192	-517	-490	-314
Доходность региональных облигаций		15,90	124	-93	-330	-390	-295
RVI		35	3	2	-11	0	5
Курсы валют (за доллар США, изменение в %, «+» – укрепление, «-» – ослабление)							
ПРС*	Индекс доллара США	97,83	0,1	1,2	-6,2	-9,8	-2,6
	Евро	1,17	0,4	-0,5	8,7	13,3	5,1
	Японская иена	147,94	0,6	2,7	-1,1	-6,0	4,0
	Фунт стерлингов	1,34	-0,4	-2,1	4,0	7,4	0,5
СФР	Рубль	82,82	-3,4	-5,9	2,0	27,2	11,7
	Бразильский реал	5,32	1,9	2,0	6,4	13,9	2,1
	Мексиканское песо	18,31	1,9	2,3	10,0	12,2	7,1
	Китайский юань	7,12	0,2	0,6	2,1	2,4	-1,5
	Турецкая лира	41,58	-1,0	-4,5	-9,7	-17,5	-21,7
	ЮАР	17,27	2,2	2,5	6,6	8,5	-0,9
Доходность 10-летних облигаций (% годовых, изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	4,16	-7	-8	-1	-42	41
	Германия	2,71	-1	11	2	35	58
	Япония	1,64	5	22	15	-292	80
	Великобритания	4,70	-2	21	6	361	72
СФР	Россия	14,93	103	26	-29	-29	-85
	Бразилия	13,75	-15	-7	-129	-140	150
	Мексика	8,59	-27	-60	-105	-182	-73
	Китай	1,88	10	23	0	21	-22
	Турция	29,27	-181	-200	-194	212	70
	ЮАР	9,18	-43	-77	-142	15	38
CDS-спреды 5Y (б.п., изменение в б.п., «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	США	37	1	-3	0	8	2
	Германия	9	0	0	-5	-5	-2
	Япония	19	0	-1	2	-1	0
	Великобритания	22	3	5	1	0	0
СФР	Бразилия	130	-1	-11	-46	-76	-16
	Мексика	88	-4	-15	-41	-48	-27
	Китай	38	-6	-12	-14	-28	-21
	Турция	247	-7	-33	-58	-6	-9
	ЮАР	165	-9	-21	-61	-26	-10
Индексы акций (п., изменение в %, «+» – рост, «-» – снижение)							
ПРС	S&P 500	6 688	3,53	7,8	18,7	13,7	16,6
	Stoxx 600	558	1,46	3,1	3,4	10,0	5,7
	Nikkei 225	44 933	5,18	11,0	26,1	12,6	12,8
	FTSE 100	9 350	1,78	6,7	8,3	14,4	12,4
СФР	MSCI EM	1 346	6,96	10,1	21,2	25,2	14,6
	Bovespa	146 237	3,40	5,3	11,5	21,6	10,2
	IPC Mexico	62 916	7,17	9,5	18,0	27,0	19,2
	SSE Composite	3 883	0,64	12,7	16,0	15,8	25,8
	BIST 100	11 012	-2,44	10,7	14,0	12,0	12,6
	FTSE/JSE	107 940	5,99	11,9	20,0	28,4	23,2

* Промышленно развитые страны.

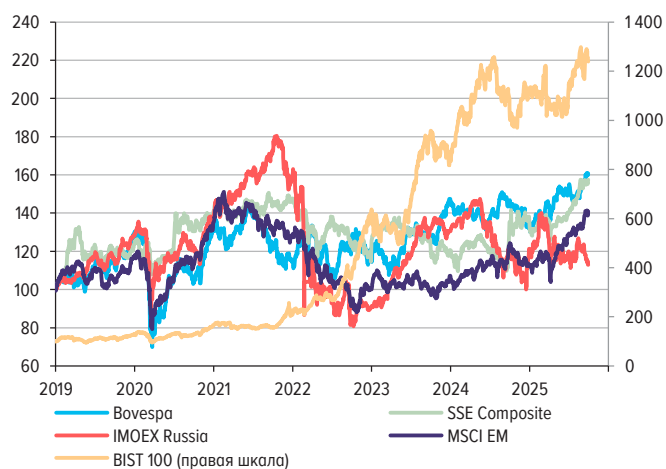
В СЕНТЯБРЕ ИНДЕКСЫ АКЦИЙ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН В ОСНОВНОМ РОСЛИ (02.01.2019 = 100)

рис. 21

ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ АКЦИЙ СТРАН
С РАЗВИТЫМИ РЫНКАМИ



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» – 30.09.2025;
- в разделе «Рублевые ставки банков» – 31.08.2025, для оперативных данных – 30.09.2025;
- в разделе «Темпы роста кредитных и депозитных агрегатов» – 01.09.2025;
- в разделе «Темпы роста денежных агрегатов» – 01.09.2025, для оперативных данных – 01.10.2025.

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