Как пересложится макроэкономический пазл до конца 2026 г.?

Артём ЗАИГРИН,
управляющий директор Центра макроэкономических исследований, ПАО Сбербанк

Армен АВАКЯН,
исполнительный директор Центра макроэкономических исследований, ПАО Сбербанк

Юлия МАТВЕЕВСКАЯ,
главный аналитик Центра макроэкономических исследований, ПАО Сбербанк

Кардинальные изменения в мировой экономике позволят удержаться на траектории, начертанной осенью 2025 г. по бюджету и ставкам, но с большей волатильностью курса.

Российская экономика вошла в фазу «мягкой посадки» с середины 2025 г. на фоне ухудшения баланса как внешних, так и внутренних факторов. Для экспортных отраслей укрепление курса рубля с более чем 100 руб. за доллар в начале 2025 г. до 76 руб. к концу года сопровождалось снижением цен на сырьевые товары: в целом, по данным Всемирного банка, они подешевели почти на 7 % в годовом выражении. На этом фоне темпы роста экономики замедлились с более чем 4 % в 2023–2024 гг. до 1 %.

В дополнение к внешнему давлению Банк России продолжал жесткую кредитную политику, охлаждая спрос в экономике. Несмотря на начало цикла снижения ставок, реальная ставка оставалась и остается на рекордно высоком уровне — более 10 % на фоне годовых. Ужесточение льготных программ, на которые приходится более 16 % портфеля, также сказывается на темпах роста кредитования, снизившихся с 16 до 9 % в 2025 г.

На фоне замедления экономической активности апрельские прогнозы МЭР позволили Минфину России несколько увеличить оценки потенциала ненефтегазовых доходов, которые не вполне реализовались по итогам года.

Ожидания на 2026 г., по сути, предполагали продолжение тенденций 2025-го — низкий рост экономики на уровне 1.3 % в год и снижение инвестиций. В этих условиях потребовалась мобилизация доходов для поддержания требуемого уровня федеральных расходов. Правительство приняло решение о необходимости скорректировать базовую ставку НДС — налога со стабильной базой и хорошей собираемостью.

Усилившееся внешнее давление в I квартале 2026 г. увеличило риски для плана Правительства Российской Федерации по нефтегазовым доходам. Запланированное снижение базовой цены отсечения на $1 в год в этих условиях создавало риски исчерпания средств ФНБ за полтора года. Практика бюджетной политики предполагает лишь ограниченное количество возможностей: или ускорение снижения базовой цены отсечения до $45–50 за баррель, или консолидация расходов, или принятие выросшего структурного дефицита на период изменения бюджетного правила.

Однако с начала марта геополитическая ситуация начала меняться. С началом военной операции Д. Трампа в Иране и фактической блокировкой Ормузского пролива, через который проходит около 20 % мирового предложения нефти, 20 % СПГ, треть мирового экспорта азотных удобрений и до 50 % поставок серы, возникли серьезные риски для глобальных сырьевых рынков. Если конфликт завершится лишь во II квартале, его влияние растянется как минимум на весь этот период и далее, приведя к дефициту не менее 2.5 млн баррелей в сутки и удерживая цены на нефть около $100 за баррель. Дополнительным фактором длительности дефицита становится разрушение инфраструктуры: уже сейчас повреждены нефтеперерабатывающие мощности Саудовской Аравии и Бахрейна, а также алюминиевые заводы в ОАЭ и Бахрейне.

Такое развитие ситуации означает, что основной риск для российского бюджета уходит на второй план. Среднегодовая цена нефти марки Urals оказывается близка к цене отсечения по бюджетному правилу ($59 за баррель в 2026 г.), что существенно снижает потребность в расходовании средств ФНБ. При сохранении текущих цен на нефть бюджет может перейти к накоплению резервов, а объем дополнительных поступлений в ФНБ может достигать порядка 1 трлн руб. в год.

ЧТО ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ ЗНАЧИТ ДЛЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ ДО КОНЦА 2026 Г.?

Мы будем следить за несколькими частями этого пазла, которые могут структурно повлиять на равновесие в курсе и ставках.

Во-первых, даже если энергокризис продлится в два-три раза дольше, это будет всего лишь один или два квартала. Однако это не означает, что в долгосрочной перспективе цены на нефть будут оставаться высокими. Из-за «разрушения спроса» мировая экономика перестроится на еще более низкое потребление нефти. Например, кризис 1980-х гг. привел к росту интереса к разработке автомобилей с меньшими двигателями внутреннего сгорания и более экономичных самолетов. Более того, нефтяные котировки по-прежнему находятся в состоянии бэквордации, и фьючерсный рынок закладывает снижение цен до около $70 за баррель на долгосрочном горизонте. Следовательно, сохранение долгосрочной устойчивости бюджетной конструкции требует последовательной реализации бюджетного правила и рациональной политики в области налоговых расходов.

Во-вторых, шок затрагивает не только рынок нефти, но и другие сырьевые товары, включая СПГ, удобрения и серу, около 50 % мировой добычи которой приходится на Ближний Восток. Она критична для производства цветных металлов и микросхем. Рост цен на энергоносители уже раскручивает глобальную инфляцию и ухудшает условия торговли для ключевых торговых партнеров. Сохранение конфликта в ближайшие месяцы может добавить около 0.3–0.5 п. п. к мировой инфляции и снизить темпы роста мировой экономики на 0.2–0.3 п. п. Для России импорт этой инфляции повышает риск закрепления завышенных инфляционных

ожиданий и необходимости более длительного сохранения повышенных процентных ставок.

В-третьих, вопросом остаются возможности снижения структурного дефицита бюджета в этом и последующих годах по бюджетному правилу. По дизайну правила 2026–2027 гг. должны были стать ключевыми для сокращения уровня расходов примерно на 1.5 п. п. ВВП — с 19.5 до 18 % в 2027 г. Однако данные начала года скорее показывают, что расходы сокращаются хуже, чем обычно предполагают прогнозы Минфина России, а опыт последних десяти лет свидетельствует о частых отклонениях от намеченной траектории фискальной консолидации. Более мягкая бюджетная консолидация будет означать больший дефицит и рост заимствований.

КАК КОМПОЗИЦИЯ ВНЕШНИХ ФАКТОРОВ И БЛИЖАЙШИХ БЮДЖЕТНЫХ РЕШЕНИЙ ПОВЛИЯЕТ НА МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАВНОВЕСИЕ?

Несмотря на все сложности с получением выгод от улучшающихся для России условий торговли, этот шок дает возможность снизить дисбалансы в экономике, в том числе выровнять долговую нагрузку части секторов, попавших в «идеальный шторм» в прошлом году, а также обеспечить импорт оборудования, которое позволит увеличить выпуск как в экспортоориентированных отраслях, так и в секторах внутреннего спроса. Вместе с тем, поскольку дополнительные экспортные доходы в значительной степени будут компенсированы ростом импорта, их влияние на экономический рост в 2026 г. будет нейтральным и он составит около 1 % г/г.

Несмотря на рост котировок нефти, динамика курса рубля останется неоднозначной. С одной стороны, дополнительные нефтегазовые доходы создают «повышательное» давление на курс. Однако эти доходы материализуются только при устойчиво высоких ценах на добываемую нефть, через квартальные налоговые платежи, что увеличивает лаг между ценовым шоком и фактическим притоком выручки в экономику.

С другой стороны, сложившиеся уровни ликвидности на внутреннем рынке увеличивают риски более высокой волатильности курса. Активное участие Банка России в 2025 г. в зеркалировании операций ФНБ стало одним из ключевых факторов значительного укрепления рубля в 2025 г., когда регулятор продал более половины профицита текущего счета. Неочевидно, что возобновление работы бюджетного правила во второй половине года не окажет обратного эффекта: мы можем увидеть не только заметное ослабление курса, но и рост амплитуды его колебаний. На этом фоне важным становится вопрос структуры накоплений Минфина России: не исключено, что увеличение доли рублевых активов станет одной из приоритетных опций при изменении параметров бюджетного правила.

Ускорение инфляции к концу года на фоне роста волатильности курса, более значительного повышения регулируемых тарифов, а также изменений сезонности бюджетных расходов может разогнать темпы роста цен до 6.5 % г/г. На складывающуюся ситуацию Банк России будет смотреть двояко: с одной стороны, внутренние условия остаются достаточно благоприятными для постепенного смягчения политики, с другой — усиливаются проинфляционные риски из-за более волатильного курса и роста регулируемых тарифов, дополнительных рисков от изменения бюджетного правила.

В наиболее вероятном сценарии Банк России будет придерживаться тактики малых шагов и снижать ключевую ставку по 50 б. п. с возможными паузами в течение года. Такая тактика приведет к снижению ставки до 12–13 % к концу текущего года и до 8–9 % к концу 2027 г.

Что касается рынка ОФЗ, то более крепкий рубль по сравнению с исходными прогнозами уже подразумевает рост заимствований примерно на 0.8 трлн руб., тогда как стратегия размещения ОФЗ с фиксированной доходностью Минфина России увеличит предложение бумаг в секторах средних и длинных сроков. В результате доходность ОФЗ на сроке около пяти лет, с высокой вероятностью, завершит год вблизи 13 %.