Михаил ВАСИЛЬЕВ,
главный аналитик,
Совкомбанк

Антон ТАБАХ,
управляющий директор
по макроэкономическому
анализу и прогнозированию,
«Эксперт РА»

Российская экономика: охлаждение, баланс и новые ориентиры

Текущий год стал для российской экономики периодом закономерного замедления после двух лет активного роста. Высокая ключевая ставка, крепкий рубль и снижение экспортных доходов скорректировали динамику деловой активности, выведя на первый план вопросы устойчивости и структурной адаптации. Экономика вошла в фазу «охлаждения» — без рецессии, но с заметным замедлением потребления и инвестиций. На фоне этого всё большую роль играет внутренняя сбалансированность политики.

Эксперты круглого стола отмечают, что ключевыми факторами уходящего года стали **жесткая монетарная политика Банка России, высокая напряженность на рынке труда и геополитическая неопределенность,** которые одновременно ограничивали потенциал роста и способствовали снижению инфляционных рисков.

Ведущие макроэкономисты — **Михаил Васильев (Совкомбанк), Антон Табах (Эксперт РА), Валерий Вайсберг (ИК Регион) и Дмитрий Куликов (АКРА)** — обсудили, насколько оправданной оказалась политика высокой ставки, каковы перспективы ее снижения в 2026 году, какие отрасли стали драйверами или, напротив, оказались под давлением и каким будет следующий этап адаптации российской экономики к новым условиям.

КАК БЫ ВЫ ОХАРАКТЕРИЗОВАЛИ 2025 ГОД ДЛЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ? КАКИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ, ПОМИМО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ, В НАИБОЛЬШЕЙ СТЕПЕНИ ПОВЛИЯЛИ НА ЭКОНОМИЧЕСКУЮ ДИНАМИКУ?

Михаил Васильев:

— Мы бы охарактеризовали 2025 год как год закономерного замедления российской экономики после бурного роста предыдущих двух лет.

Мы прогнозируем, что рост ВВП в этом году составит 0.8% после 4.3 в 2024 году и 4.1 в 2023 году.

Помимо высокой ключевой ставки и охлаждения кредитования, замедлению

Круглый стол макроэкономистов

Дмитрий КУЛИКОВ,
старший директор группы суверенных и региональных рейтингов, АКРА

Валерий ВАЙСБЕРГ,
директор аналитического департамента, ИК «РЕГИОН»

экономики способствуют сохраняющийся дефицит кадров, сокращение бюджетного импульса, геополитическая неопределенность и санкции, снижение нефтяных цен в сочетании с крепким рублем (ограничили доходы экспортеров).

Усилия Банка России и правительства были направлены на снижение перегрева экономики. В результате замедляется и инфляция — к концу сентября годовая инфляция снизилась до 8 % после 10.3 в марте и 9.5 на конец 2024 года.

К концу 2025 года мы ожидаем замедления инфляции до 6.6 и до 5.6 % — к концу 2026 года.

Российским компаниям приходится адаптироваться к работе в условиях длительного сохранения жесткой монетарной политики. В новейшей истории России — это первый циклический перегрев экономики, с которым ЦБ борется с помощью высокой ставки.

Антон Табах:

— Это был год «залезания в холодильник» и бюджетного перелома. Сильное замедление экономики после бурного роста, крепкий рубль и ухудшение бюджетной ситуации, несмотря на повышение налога на прибыль, вывели бюджетные вопросы в топ, и, скорее всего, они останутся ключевой темой 2026 года, в том числе на ставку. Рост неопределенности в мировой экономике «добавил перчика» и повысил глобальную волатильность от Ганы до Японии.

Валерий Вайсберг:

— Важнейшим итогом завершающегося года является достижение консенсуса между членами экономического блока администрации президента, правительства и Банка России относительно среднесрочных макроэкономических целей с приоритетами в пользу консервативной бюджетной политики и мер по снижению инфляции.

Фактически к настоящему моменту единственным проинфляционным фактором на стороне спроса стала высокая напряженность на рынке труда, поддерживающая быстрый рост заработной платы. Процесс «охлаждения» экономики, вероятно, предусматривает более медленный рост доходов населения, что уже реализуется в форме неполной или частичной занятости, прежде всего, в автомобильной промышленности.

Достижением 2025 года стала глубокая оптимизация платежных и логистических цепочек, что выразилось в значительном сокращении транзакционных издержек, позволило оптимизировать запасы в торговле и сократить давление на курс рубля.

Еще одним фактором в пользу повышения стабильности валютного рынка стал перелом длительного негативного тренда на сокращение физических объемов российского экспорта, в том числе благодаря повышению квот в рамках ОПЕК+. Одновременно со стабилизацией динамики выручки это способствует некоторому повышению потенциальных темпов роста экономики.

Дмитрий Куликов:

— Я бы сказал, что 2025 год — это, в первую очередь, год налоговых и бюджетных изменений. С этого года начали действовать новые ставки налогов на прибыль,

Российским компаниям приходится адаптироваться к работе в условиях длительного сохранения жесткой монетарной политики

доходы физлиц, были запланированы рост ставки НДС и изменения режима УСН. Кроме того, зафиксирована новая динамика базовой цены на нефть на ближайшее будущее (параметр бюджетного правила), и фактически произошла реструктуризация бюджетного долга регионов. Перечисленные изменения касаются малых и крупных компаний, физлиц, разных уровней государства, то есть в конечном итоге почти всех.

НАСКОЛЬКО ОПРАВДАННЫМ, НА ВАШ ВЗГЛЯД, ОКАЗАЛСЯ УРОВЕНЬ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ БАНКА РОССИИ В 2025 ГОДУ — УДАЛОСЬ ЛИ СОВМЕСТИТЬ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ И ПОДДЕРЖАНИЮ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ АКТИВНОСТИ?

Михаил Васильев:

— Мы прогнозируем, что средняя ключевая ставка в этом году составит 19.2 % после 17.5 в 2024 году и 9.9 в 2023-м.

Мы считаем полностью оправданным поддержание жестких денежно-кредитных условий для охлаждения перегретого внутреннего спроса и замедления инфляции.

В условиях острого дефицита кадров, ограниченности мощностей и мягкой бюджетной политики сохранение мягкой монетарной политики привело бы к новому витку инфляции, обесценению доходов и сбережений граждан.

В мировой практике большинство центробанков предпочитает бороться с повышенной инфляцией посредством ужесточения монетарной политики.

Мы прогнозируем, что рост российской экономики в этом году замедлится до 0.8 % после 4.3 в 2024 году, а инфляция снизится до 6.6 % после 9.5 в 2024-м.

На наш взгляд, в этом году удалось совместить цели по поддержанию экономической активности и обеспечению ценовой стабильности.

Дмитрий Куликов:

— Если мы сравним собственный прогноз Банка России от февраля этого года с наиболее вероятным итогом 2025 года (как он видится нам сейчас), то можно заключить следующее: замедление инфляции оказалось сильнее исходных ожиданий, как оказалось сильнее и замедление экономической активности, при этом среднегодовая ключевая ставка попала в собственный прогнозный диапазон, пусть и в его нижнюю границу. В этом смысле можно было бы заключить, что денежно-кредитная политика была несколько жестче, чем требовалось. Но это слишком краткосрочный взгляд — посмотрев на динамику прогнозов 2026 года, можно аргументировать и обратную позицию. Прогноз по инфляции 2026 года за последние месяцы вырос, удалился от цели. Отталкиваясь от этого факта, заключить надо было бы, что решения были, напротив, слишком мягкими. В конечном итоге наша точка зрения зависит от того, что мы ценим больше — нынешний или будущий год. Если они оба ценны в примерно равной степени, то стоит признать, что суммарно политика была достаточно взвешенной.

Валерий Вайсберг:

— Базовый прогноз регулятора в версии 14 февраля 2025 года по величине инфляции, динамике экономического роста и уровню средней ключевой ставки в значительной степени реализовался. Это лучшее свидетельство того, что Банк России хорошо справился со своей задачей.

Антон Табах:

— Решение не повышать дополнительно в декабре 2024 года было верным, но дальше ЦБ, на наш взгляд, тянул с началом смягчения, хотя все индикаторы указывали на возможность снижения уже весной. Ценой жесткости стало подмораживание экономики до грани рецессии. С другой стороны, с учетом ястребиного настроя Банка России всё могло быть значительно жестче и хуже.

КАКОЙ ДИАПАЗОН КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ ВЫ СЧИТАЕТЕ ОПТИМАЛЬНЫМ НА 2026 ГОД ДЛЯ СОХРАНЕНИЯ БАЛАНСА МЕЖДУ КОНТРОЛЕМ ИНФЛЯЦИИ И ПОДДЕРЖКОЙ РОСТА? КАКОВЫ ВАШИ ОЖИДАНИЯ ПО РОСТУ ВВП И ИНФЛЯЦИИ?

Валерий Вайсберг:

— Я ожидаю среднюю ключевую ставку в 2026 году в диапазоне 15–15.5 % годовых при инфляции 5–5.5 % и росте ВВП на 0.9 %.

Антон Табах:

— Мы ожидаем ставку в 16 % в конце года (фактически мы увидим «16 через 21» — возврат к ставке конца 2023-го через два года ультражесткой ДКП). Из-за эффектов повышения НДС мы ожидаем паузы в снижении ставки минимум до апреля 2026 года и замедления темпа смягчения. На наш взгляд, ставку можно было бы снижать быстрее — «Святой Грааль» таргета в 4 % не стоит заморозки экономики, и ставку уже можно было бы сделать однозначной. Но ЦБ проводит более жесткую политику. Наш прогноз — выход на уровень 11–12 % к декабрю 2026 года при инфляции в районе 4 % и росте ВВП в районе 1 % на высоких госрасходах.

Михаил Васильев:

— Мы считаем диапазон средней ключевой ставки 13–16% на 2026 год оптимальным для сохранения баланса между контролем инфляции и поддержкой роста.

Мы прогнозируем, что рост ВВП в 2026 году составит 1.2 % после 0.8 в этом году. Мы ожидаем некоторого оживления экономической активности в будущем году, в том числе благодаря оживлению внутреннего спроса из-за снижения ключевой ставки.

Мы ожидаем снижения ключевой ставки до 14 % к концу 2026 года. Среднюю ключевую ставку в 2026-м мы прогнозируем на уровне 15.1 %.

Мы прогнозируем замедление годовой инфляции до 5.6% к концу 2026 года с 6.6 по итогам этого года. Способствовать замедлению инфляции будут по-прежнему жесткие денежно-кредитные условия, крепкий курс рубля и возможная нормализация бюджетной политики.

Дмитрий Куликов:

— На мой взгляд, в умеренно консервативных предпосылках о внешней конъюнктуре среднегодовая ключевая ставка на уровне 13–14% сопоставима с приростом ВВП около 1% и среднегодовой инфляцией около 5.5%.

КАКИЕ ОТРАСЛИ СТАЛИ ЛОКОМОТИВАМИ РОСТА, А КАКИЕ, НАОБОРОТ, ИСПЫТАЛИ СПАД?

Михаил Васильев:

— Экономический рост в этом году отличается сильной неоднородностью по отраслям. Часть экономики по-прежнему находится в хорошем состоянии, а в некоторых отраслях наблюдается спад.

Лучше других себя чувствуют отрасли, которые ориентированы на внутренний спрос, на обеспечение ВПК, которые имеют доступ к госзаказу и льготным программам кредитования.

Также хороший рост показывают фармацевтика, производство компьютерной и электронной техники, ИТ-компании, химическая промышленность.

Негативная динамика отмечается в отраслях, которые преимущественно ориентированы на внешний спрос. Снижение нефтяных цен в сочетании с крепким рублем оказывают давление на нефтяные и угольные компании.

Металлургия, строительство, грузовые перевозки также чувствуют себя неважно в условиях высокой ключевой ставки и крепкого рубля.

Мы полагаем, что средний курс рубля к доллару в первом полугодии 2026-го останется вблизи 80, во втором полугодии ожидаем ослабления рубля в районе 90 за доллар.

Дмитрий Куликов:

— Рост очень неоднороден: к состоянию стагнации или спада качественно наиболее близки добыча и строительство. Положительная динамика сохраняется в части обработки, части сектора услуг, розничной торговле.

Валерий Вайсберг:

— Под давлением были экспортеры, производители автомобилей, транспортный сектор, строители, черная металлургия и угольщики. Опережающими темпами продолжали расти отрасли, ориентированные на государственный спрос.

Я ожидаю, что в 2026 году экспортеры выйдут в небольшой плюс, учитывая долгосрочное перемирие в торговых войнах. Возобновится рост выпуска транспортных средств, оживляя смежные отрасли, в частности, металлургию. Продолжится быстрый рост в секторе услуг.

Отрасли, ориентированные на государственный спрос, заметно остынут. Замедление может продолжиться в производстве продуктов питания.

Антон Табах:

— Локомотивами разве что в контексте паровозов, тянущих состав через буран и заносы, стали отрасли на прямом бюджетном финансировании и базовое потребление, а также до середины года — услуги. Стройка, девелопмент, продажи техники и транспорта, экспортеры металлов (кроме золота) стонут под прессом высоких ставок и крепкого рубля.

Негативная динамика отмечается в отраслях, которые преимущественно ориентированы на внешний спрос

КАКИЕ РИСКИ И ВЫЗОВЫ ВЫ ВИДИТЕ ДЛЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА В 2026 ГОДУ?

Михаил Васильев:

— В целом финансовый сектор пока себя чувствует неплохо. По оценке ЦБ, прибыль банковского сектора в 2025 году составит чуть более 3 трлн руб. после рекордных 3.8 трлн прибыли в 2024 году.

При этом финансовый сектор замедляется вместе со всей экономикой.

По оценке ЦБ, рост требований банковской системы к экономике в этом году замедлится до 8–11% после 16.4 в 2024 году. В следующем году ожидается, что рост требований банков к экономике составит 6–11%.

Вызовом для финансового сектора в следующем году могут стать медленные темпы снижения ключевой ставки, которые сдерживают кредитование.

Рисками для финансового сектора являются ухудшение финансового положения ряда заемщиков и постепенный рост числа реструктуризаций.

Дмитрий Куликов:

— Я думаю, что помимо общемирового обострения конкуренции, связанного с внедрением больших лингвистических моделей во все трудоемкие интеллектуальные процессы, главный вызов на уровне отдельной организации — это вполне классическое вызревание проблемных кредитов на текущей стадии экономического цикла и связанное с этим потенциальное снижение рентабельности. На уровне системы вызов — это необходимость развития еще более плотной сети для трансграничных расчетов, неуязвимой для санкций.

Валерий Вайсберг:

— Ключевым риском остается ухудшение кредитного качества заемщиков из-за высоких процентных ставок, дорогого труда и повышения налоговой нагрузки.

НАБЛЮДАЕТСЯ ЛИ ТРАНСФОРМАЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПОТОКОВ — ПЕРЕРАСПРЕДЕЛЕНИЕ В ПОЛЬЗУ ИНФРАСТРУКТУРЫ, ТЕХНОЛОГИЙ, ПРОМЫШЛЕННОСТИ?

Михаил Васильев:

— В целом структурная трансформация российской экономики продолжается с переориентаций на внутренний спрос. Поэтому наблюдается и трансформация инвестиционных потоков с перераспределением в пользу промышленности, технологий, инфраструктуры.

Валерий Вайсберг:

— Промышленности сложно наращивать инвестиции в условиях высоких процентных ставок; в инфраструктурных инвестициях идет оптимизация, реализация части проектов переносится на более поздние сроки. В сфере технологий, по крайней мере, если судить по отраслевому индексу МосБиржи, аппетит к риску также снизился.

Снижение процентных ставок в глобальной экономике и перемирие в торговых войнах поддержат спрос на основные товары российского экспорта

КАКИЕ ВНЕШНИЕ ФАКТОРЫ (ЦЕНЫ НА НЕФТЬ, МИРОВАЯ КОНЪЮНКТУРА, ПОЛИТИКА ФРС И НАРОДНОГО БАНКА КИТАЯ) МОГУТ СТАТЬ ОПРЕДЕЛЯЮЩИМИ ДЛЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ?

Михаил Васильев:

— Главным внешним фактором, на наш взгляд, по-прежнему является развитие геополитической ситуации.

В базовом сценарии мы не ожидаем значимых геополитических изменений в 2026 году — всё останется примерно, как сейчас.

Важным экономическим фактором остается динамика цен на нефть. В свои прогнозы на следующий год мы закладываем среднюю цену на нефть Brent на уровне 64 долларов за баррель после 70 в 2025 году и 80 в 2024-м.

Основными негативными факторами для нефтяных цен мы считаем дальнейшую тенденцию на деглобализацию в условиях торговых войн, замедление мировой экономики, а также дальнейшее наращивание нефтедобычи альянсом ОПЕК+.

Монетарная политика ФРС и ЦБ КНР, на наш взгляд, являются второстепенными факторами для нашей экономики в условиях западных санкций и значительной изоляции российской финансовой системы от внешнего мира.

Антон Табах:

— Цены на экспортные товары играют значимую роль. Политика и даже персона нового главы ФРС также значимы для нас — Россия не остров, и наши рынки тесно связаны с мировыми.

Валерий Вайсберг:

— Снижение процентных ставок в глобальной экономике и перемирие в торговых войнах поддержат спрос на основные товары российского экспорта. Однако продолжающаяся фрагментация сохраняет высокие издержки при поставках отечественных товаров за рубеж. Моим базовым сценарием на 2026 год является рост физических объемов экспорта при более низких по сравнению с 2025 годом ценах.

СОХРАНЯЮТ ЛИ СВОЮ ЗНАЧИМОСТЬ ДЛЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА ВНЕШНЕПОЛИТИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ (ВСТРЕЧИ И ПЕРЕГОВОРЫ ПЕРВЫХ ЛИЦ, ДОГОВОРЕННОСТИ, ЗАЯВЛЕНИЯ ПОЛИТИКОВ И Т. Д.)?

Антон Табах:

— Мы видим, что реакция рынков становится более взвешенной — скорее всего, мы увидим значимую реакцию на результаты, а не «Ганди приехал в Данди» от пикейных жилетов от финансовых рынков.

Дмитрий Куликов:

— Да, конечно, сохраняют — и не только для российского рынка это важно. Сейчас вообще наблюдается ренессанс политических факторов в глобальной экономике.

Валерий Вайсберг:

— Учитывая сохраняющуюся высокую степень открытости российской экономики, международные отношения, прежде всего, со странами БРИКС, очень важны, поскольку создают и расширяют рынки для отечественной продукции.

Возобновившиеся контакты с США позволяют сохранить управляемость геополитическими рисками.

В то же время заметная часть публикаций в СМИ остается, скорее, инструментом влияния, чем источником достоверной информации, на которую можно опираться в своем анализе и прогнозах.

Михаил Васильев:

— Геополитический фактор наряду с внутренней монетарной политикой, вероятно, останутся основными факторами для российского рынка в 2026 году, как и в 2025-м.

Мы ожидаем, что переговоры России и США по урегулированию украинского конфликта продолжатся и в наступающем году. Не исключены новые встречи на высшем уровне, как и новые санкции, которые продолжат оказывать существенное влияние на российский финансовый рынок.

Cbonds TV

Для широкого пиара вашей компании или конкретного проекта мы предлагаем новый формат

Тема:
• глобальная (в целом о компании или большом проекте)
• узкая (итоги года, планы на будущее, подготовка к реализации какого-либо проекта)

Темы беседы и вопросы заранее оговариваются с заказчиком

Количество спикеров: не более двух представителей

Хронометраж: от 30 до 40 минут

Большое имиджевое интервью

Локация: на ваш выбор: офис, лофт-зоны ресторана или отеля

Съемка интервью занимает один день

по вопросам проведения обращайтесь: adv@cbonds.info

Реклама. АО «Сбондс.ру». Подробнее на сайте: https://cbonds.ru