2025: год перемен в мировой экономике — «мы больше не в Канзасе»

Егор СУСИН,
управляющий директор, Газпромбанк Private Banking

В 2025 году глобальная экономика столкнулась с фундаментальными сдвигами, которые перевернули привычный порядок вещей. Дисбалансы, накапливавшиеся десятилетиями в экономике, финансах, социальной и политической среде, вышли на поверхность и стали очевидны большинству — разломы обнажились. Как отметила глава МВФ Кристалина Георгиева в Давосе, «мы больше не в Канзасе» — мир вышел за рамки знакомой стабильности. Этот год стал периодом фрагментации финансовых систем, усиления геополитических рисков, что отразилось на росте ВВП, торговле и инвестициях. Дополнительным вызовом становится стремительное внедрение и интеграция искусственного интеллекта (ИИ) в мировую экономику.

2025 год стал периодом фрагментации финансовых систем, усиления геополитических рисков, что отразилось на росте ВВП, торговле и инвестициях

В то же время, пока экономические процессы происходят достаточно медленно, мировая экономика растет на 3–3.5 %, хотя и есть тенденция к замедлению. Но происходит это на фоне роста транзакционных издержек и наращивания расходов на нацбезопасность, что снижает экономическую эффективность. В мире, который переходит от правил к принуждению со стороны крупных держав, это неизбежные издержки. Понятно, что в этом процессе будут откаты, паузы и остановки, но накопившиеся дисбалансы все равно будут давить и требовать решения. По сути, мир вошел в состояние, когда старое равновесие уже нарушено, инерция все еще сильна, а новое еще только предстоит найти.

Мировая торговля, несмотря на «карнавал» пошлин и ограничений, запущенный политикой Дональда Трампа, вырастет по прогнозам на 2–4 % по итогам 2025 года. Это демонстрирует адаптивность к ограничениям как минимум на краткосрочном горизонте. Но стоит учитывать, что во многом это происходит за счет использования рынков стран-посредников, что может приводить к завышению общих значений торговли. Простой пример: торговля между США и Китаем, где взаимный товарооборот сократился на десятки процентов,

но экспорт Китая в третьи страны и импорт США из них существенно выросли. Фрагментация мировой финансовой системы и потенциальное разделение на блоки становятся реальностью. Китай уже сигнализировал, что будет стремиться усилить роль юаня как резервной валюты на фоне коррозии доллара. Будет усиливаться регионализация, фрагментация, как мировой экономики, так и мировой финансовой системы с ростом региональных альянсов.

В 2026 году тенденции прошлого года продолжатся, межрегиональные противоречия продолжат нарастать достаточно широким фронтом. Эффективность мировой экономики будет снижаться — как за счет усложнения взаимодействия между крупнейшими странами и блоками, роста транзакционных издержек, усиления роли расходов на безопасность и поддержку национальных экономик (даже если это экономически не всегда целесообразно и эффективно). Накопившиеся экономические, торговые и фискальные дисбалансы, социальные и политические противоречия никуда не делись и требуют достаточно жестких решений на уровне отдельных стран. Хотя это не обязательно будет приводить к сильному замедлению экономического роста, но будет приводить к снижению качества и падению долгосрочных темпов роста, рискам нестабильности в мировой финансовой системе, фундамент уже не так устойчив.

РОССИЯ-2025: ОЖИДАЕМАЯ ДИНАМИКА, НО С СЮРПРИЗАМИ

Российская экономика прошла 2025 год относительно предсказуемо, мы увидели ожидаемое замедление экономического роста, инфляции и постепенный переход к снижению процентных ставок. Учитывая крайне высокие процентные ставки, с которыми мы вошли в этот год, были опасения более «жесткой посадки» экономики, более интенсивного роста кредитных рисков в системе — эти опасения не оправдались. Рост по итогам года будет в диапазоне 0.7–1 % г/г, мои ожидания были более скептичными в пределах 0–0.5 %. Адаптивность экономики к высоким ставкам была обусловлена тем, что за предыдущие два года быстрого роста экономические агенты накопили определенный запас прочности в результате роста прибыли компаний и доходов населения. Жесткий рынок труда способствовал сохранению позитивной динамики реальных зарплат и внутреннего спроса. Еще одним фактором стала более мягкая бюджетная политика — год завершился с более высоким первичным структурным дефицитом бюджета, в целом бюджетная политика была скорее адаптивной. Это вылилось в дефицит бюджета 2.6 % ВВП, или 5.65 трлн руб., и рост заимствований Минфина.

С другой стороны, это обусловило более устойчивый профиль инфляции и инфляционных ожиданий населения и бизнеса, соответственно, и более осторожное снижение ставок. Хотя по инфляции мы завершили год на достаточно оптимистичных уровнях 5.6 %, нужно учитывать, что значительный вклад в это снижение внесли устойчивость валютного курса рубля, которая стала сюрпризом для многих участников рынка, и предновогоднее стремление компаний распродать запасы. Вклад курса в снижение годовой инфляции мог составить около 1.5–2 п. п. в 2025 году, что стало одним из важных факторов нормализации динамики инфляции.

ФАКТОР РУБЛЯ

Начав 2025 год на уровне 101.7 руб./долл., рубль закончил год на уровне 78.2 руб./долл. Хотя для экономики важна среднегодовая динамика курса — она была не такой агрессивной, если в 2024 году среднегодовой курс был 92.6 руб./долл., то в среднем за 2025 год он составил 83.6 руб./долл., т. е. укрепился на 9.6 % за год. Здесь стоит отдельно заметить, что курсовые настроения перед началом 2025 года в значительной мере формировались на фоне резкого ослабления курса во второй половине 2024 года на волне перманентных массированных новых ограничений со стороны США. Это привело к росту транзакционных издержек во внешней торговле (которые достигали 5–7 % от оборота) при старой Администрации в США. Эти издержки несли и экспортеры, и импортеры.

Смена власти в Вашингтоне сменила приоритеты Белого дома, а российские участники ВЭД адаптировались, что привело к резкому снижению транзакционных издержек уже к весне, и транзакционные издержки ВЭД устойчиво опустились до десятых долей процента — это нивелировало избыточное давление на курс, но были и другие факторы.

Спрос на валюту упал. Высокие ставки в рублях сместили сбережения в пользу рубля, а заимствования компаний в квазивалютных облигациях (выпуск которых составил около $22 млрд) удовлетворили внутренний спрос на валютные сбережения,

Бюджет вряд ли сможет оказать поддержку экономике, а банковское кредитование будет ограничено капиталом

но без физического спроса на валюту. Учитывая, что возможность прямых валютных сбережений ограничена инфраструктурно, это стало решением как для компаний, так и для инвесторов, но без давления на рубль. Компании-экспортеры, которые существенно сократили свои валютные обязательства в предыдущие годы, смогли относительно дешево занимать, а инвесторы — форматировать валютную часть своих сбережений. Еще одним инструментом валютных сбережений на внутреннем рынке стало золото, спрос на которое подогрела и политика Трампа и падение курса доллара на мировом рынке.

Замедление экономики, высокие ставки и избыточные запасы (в т. ч. автомобилей) способствовали слабому импорту. Хотя сам импорт и не снизился значимо, но при таком укреплении курса и росте рублевых доходов в экономике импорт должен был расти, чего мы в итоге не увидели в товарах. Отреагировал только импорт услуг, который увеличится за январь — ноябрь до $85 млрд против $73 млрд годом ранее. Снижение спроса на валюту происходило также и за счет общего сокращения внешних обязательств экономики субъектов РФ в валюте с конца 2021 года с $353 млрд до $178 млрд, что снижает как процентные расходы на обслуживание этих обязательств, так и объемы платежей в их погашение.

Продажи валюты Банком России. Еще одним фактором стали продажи валюты по бюджетному правилу и в рамках «зеркалирования» операций ФНБ по финансированию бюджета и инвестиций — Банк России продал валюты на 2.29 трлн руб. Далеко не все эти расходы бюджета транслировались в изменение баланса ВЭД. Мало того, значительная часть внешней торговли проходят на офшоре зачетом взаимных операций экспортеров и импортеров, которые осуществляются по курсу Банка России и как таковые не участвуют в курсообразовании. В этих условиях мультипликатор воздействия продаж Банком России на курс может быть значимо выше, чем считалось ранее.

Экспорт — не нефтью единой. Но и это не все — значимым фактором стало изменение структуры экспорта. Кажется контринтуитивным, что при падении цен на ключевой экспортный товар нефть в 2025 году, а российская нефть подешевела с $68 в 2024 году до $56 в 2025 году, экспортный сектор не оказал давления на курс. Но наша особенность заключается в том, что бюджетное правило фактически компенсирует около 2/3 изменения цен на нефть для российского валютного рынка. Поэтому, если нефтегазовый экспорт падает на $3 млрд, то для сохранения баланса валютного рынка достаточно, чтобы ненефтегазовый экспорт вырос всего на $1 млрд. Именно это и произошло в 2025 году: стремительный взлет цен на драгоценные и цветные металлы фактически компенсировал падение нефтегазового экспорта с точки зрения предложения валюты на рынке. Поэтому сейчас рубль больше коррелирует с ценой на золото, чем с ценами на нефть.

Базовый сценарий: впереди «вязкий» 2026-й для российской экономики.

В 2026 год экономика входит с замедлением роста, охлаждением рынка труда — рост номинальных зарплат может замедлиться до однозначных значений, что на фоне слабого роста кредита, ужесточения льготных программ ипотеки и повышения косвенных налогов будет приводить к дальнейшему охлаждению спроса. Наличие в системе избыточных сбережений будет сглаживать это охлаждение, но за 2025 год экономика «потратила» часть запаса прочности, накопленного за предыдущие годы. Это смещает риски роста экономики в сторону более сильного охлаждения. Бюджет вряд ли сможет оказать поддержку экономике, а банковское кредитование будет ограничено капиталом, запас которого находится под давлением из-за роста нормативов, формирования резервов и реструктуризаций.

Инфляционная картина 2026 года формируется крайне волатильной, резкий всплеск инфляции в начале года на фоне повышения НДС, тарифов и прочих факторов сменится достаточно резким замедлением летом на фоне переноса индексации тарифов ЖКХ на октябрь и ускорением осенью по этой же причине. Технически Банку России, вероятно, придется немного повысить прогноз по инфляции за счет того, что рост цен сместился с конца 2025 года на начало 2026 года, но это не должно оказывать влияния на траекторию ставок.

При этом мы заходим в 2026 год на достаточно высоком уровне инфляционных ожиданий, которые инертны, что будет ограничивать возможности снижения ставок на фоне высокой волатильности инфляции. Дезинфляционной поддержки со стороны курса, как в 2025 году, не будет, хотя и сильного проинфляционного влияния с этой стороны ждать тоже вряд ли стоит, валютные депозиты в банковской системе существенно выросли, что будет сглаживать волатильность курса.

Слабый спрос на валюту со стороны экспорта, сбережений и обслуживания внешних обязательств, более сильный ненефтегазовый экспорт, продажи валюты Банком России и бюджетное правило на фоне снижения транзакционных издержек определи силу рубля в 2025 году. Часть этих факторов сохранится и в 2026 году, но снижение дифференциала ставок и постепенное восстановление импорта из-за запасов могут способствовать некоторому ослаблению рубля в середине и второй половине 2026 года до 85–90 руб./долл. Хотя здесь стоит учитывать риски ослабления доллара на международных рынках — они сохраняются, поэтому правильнее смотреть на курс в контексте его изменений к корзине валют.

Несмотря на охлаждение экономики, инфляция по итогам года вряд ли опустится ниже 5–5.5 % г/г к декабрю 2026 года. А также несмотря на охлаждение рынка труда, разовые факторы в виде повышения налогов и индексации тарифов, а также эффекта переноса повышения цен с конца 2025 года на начало 2026 года обеспечат вклад в инфляцию не менее 2–2.5 п. п., что вряд ли позволит инфляции опуститься ниже 5 % по итогам года без более жесткой посадки экономики и перехода ее в рецессию. В то же время это предполагает то, что основная траектория инфляции опустится ниже 4 % в течение 2026 года, что позволит Банку России продолжать цикл снижения ставок до 12–13 % на конец года с темпом около –100 б. п. в квартал.

Безусловно, динамичная международная ситуация может внести серьезные коррективы в ожидания на 2026 год, но для российской экономики риски здесь скорее разнонаправленные, а не смещены в какую-то негативную или позитивную сторону, что усиливает позиции базового сценария.