

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА И САНКЦИИ

Март 2005

Владимир Милов

Скачок на российском фондовом рынке, вызванный началом президентства Дональда Трампа и надеждами на скорое снятие санкций, похоже, закончился; Россия возвращается к своим фундаментальным экономическим проблемам, которые только усугубляются по многим параметрам:

- Экономика быстро охлаждается, рост промышленного производства в феврале упал почти до нуля;
- Инфляция остается очень высокой, что побудило Центральный банк продлить период высоких процентных ставок, разрушив надежды на заметное снижение ставок в ближайшее время;
- Огромный дефицит бюджета, грозящий быстрым исчерпанием оставшихся финансовых резервов страны.

С начала 2025 года много внимания уделяется стремительному укреплению курса рубля, но, что примечательно, оно никак не отражается на снижении потребительских цен. Во многом это объясняется резким обвалом импорта, что не является хорошим показателем для российской экономики (подробнее см. ниже).

«Мягкая посадка»: новая терминология, маскирующая «стагфляцию»

На своей пресс-конференции после решения Центрального банка по ключевой ставке 21 марта глава банка Эльвира Набиуллина использовала словосочетание «мягкая посадка»¹ (видимо, впервые) для характеристики текущей ситуации в российской экономике. Это примечательно, поскольку российские власти находятся в явном поиске новых терминов, которые отражали бы быстрое охлаждение экономики, происходящее на самом деле, но в то же время избегают использования более подходящего термина «стагфляция» в пропагандистских целях.

По большинству объективных признаков в России наступила стагфляция. В феврале 2025 года рост промышленного производства сократился почти до нуля, всего на 0,2 % в годовом исчислении, после 2,2 % в январе. Это самые низкие показатели роста промышленного производства за два года, начиная с февраля 2023 года; в 2023 и 2024 годах рост промышленного производства в годовом исчислении составлял 4,3 % и 4,6 % соответственно. Хотя на рост промышленного производства в феврале 2025 года в годовом исчислении повлиял эффект высокой базы по сравнению с февралем 2024 года с его дополнительным днем в високосном году, это мало что изменило: сезонно скорректированный рост по-прежнему чуть выше нуля и значительно ниже консенсус-прогноза экономистов, опрошенных «Интерфаксом», которые прогнозировали рост на 1,1%².

Не стоит питать иллюзий: рост промышленного производства на 0,2% означает сокращение выпуска в большинстве отраслей на фоне 20–30% роста в военных отраслях.

1 <https://www.interfax.ru/business/1015930>

2 <https://www.interfax.ru/business/1016733>

Таблица 1. Рост промышленного производства в России в феврале 2025 года по отраслям³

	Рост в феврале 2025 года, % по сравнению с февралем 2024 года
“Прочие транспортные средства и оборудование” – военные самолеты, танки и бронетранспортеры	33,6 %
“Готовая металлическая продукция, кроме машин и оборудования” – производство оружия и боеприпасов	22,5 %
“Компьютеры, электронные и оптические изделия” – радиолокационные устройства, радиоэлектроника	16,9 %
Текстильные изделия	8,9 %
Фармацевтика	4,3 %
Табак	4,3 %
Химикаты	2,7 %
Одежда	2,2 %
Мебель	1,0 %
Резиновые и пластмассовые изделия	-1,0 %
Деревообрабатывающее производство, кроме мебели	-1,4 %
Пищевые продукты	-1,9 %
Бумага	-3,5 %
Кокс и продукты нефтепереработки	-4,0 %
Сталеплавильное производство	-4,5 %
Добывающая промышленность	-4,9 %
Автомобили	-9,4 %
Напитки	-11,3 %

Существует множество других данных, подтверждающих предположение о резком охлаждении российской экономики, например:

- РЖД сообщает о снижении погрузки в марте на 7,2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, против -1,4% в декабре, -1,8% в январе и -6,0% в феврале⁴;
- Производство стального проката в феврале снизилось на 8% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года⁵;
- Продажи легковых автомобилей в феврале снизились на 25% по сравнению с предыдущим годом, грузовиков — на 50%⁶.

В то же время инфляция остается очень высокой — выше 10% в годовом выражении⁷, при этом Центральный банк отказывается

3 https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/42_26-03-2025.html

4 <https://www.interfax.ru/business/1017618>

5 <https://www.interfax.ru/business/1016737>

6 <https://www.autostat.ru/news/59613/>

7 <https://www.interfax.ru/business/1017957>

рассматривать возможность снижения ключевой процентной ставки в 21% в обозримом будущем, заявляя, что « ценовое давление остается высоким, а инфляционные ожидания — повышенными. Это означает, что нам требуется в течение длительного времени сохранять жесткие денежно-кредитные условия»⁸.

Устойчивая высокая инфляция на фоне почти нулевого роста производства – именно это называется «стагфляцией», неприятным для Кремля термином (неудивительно, что российские экономические чиновники предпочитают использовать гораздо более мягкий термин «мягкая посадка»).

Ситуация вряд ли изменится в ближайшее время, поскольку инвестиционная активность также стремительно снижается: в IV квартале 2024 года она упала до уровня менее 5 % в годовом исчислении, в то время как в первом квартале 2024 года она составляла почти 15 % (см. таблицу ниже). Эта тенденция, скорее всего, сохранится и в первом квартале 2025 года, поскольку прибыль компаний падает: в 2024 году чистая прибыль корпораций снизилась на 7 %⁹, кредиты дорожают, а бюджетных средств на инвестиционные цели становится все меньше.

По данным связанного с правительством Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП), частный сектор практически не демонстрирует роста инвестиций¹⁰. Министр экономики РФ Максим Решетников, выступая в середине марта на съезде Российского союза промышленников и предпринимателей, признал, что бизнес сокращает инвестиции из-за высоких процентных ставок¹¹.

8 <https://cbr.ru/eng/press/event/?id=23474>

9 <https://www.rbc.ru/economics/05/03/2025/67c83ca59a7947ad36ab4c21>

10 <https://www.kommersant.ru/doc/7603790>

11 <https://expert.ru/news/maksim-reshetnikov-tempy-rosta-rossiyskoy-ekonomiki-zamedlyayutsya/>

**Таблица 2. Замедление роста инвестиций
в основной капитал в России¹²**

	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024
Рост инвестиций в основной капитал, % в годовом исчислении	14,8 %	8,7 %	5,7 %	4,9 %

На фоне сокращения прибыли, повышения налогов и высоких процентных ставок большинство надежд на оживление инвестиционного процесса связывают с дальнейшими государственными расходами, но финансовые возможности правительства быстро иссякают.

Взрывной дефицит бюджета

В январе-феврале 2025 года дефицит федерального бюджета России составил 2,7 триллиона рублей, что в 2,3 раза (!) превышает весь запланированный годовой дефицит на 2025 год — 1,17 триллиона рублей (см. таблицу ниже). Это на фоне дефицита федерального бюджета в 3,5 триллиона рублей, зафиксированного в 2024 году, который также в 2,2 раза превысил первоначальный план.

Взрывной дефицит в начале года обусловлен высокими авансовыми платежами, выплачиваемыми в основном армии и военным отраслям. Хотя правительству, вероятно, удастся сократить дефицит бюджета в ближайшие месяцы, обычно в конце года он оказывается значительно выше запланированного: так было всегда в годы полномасштабного вторжения в Украину в 2022–2025 годах.

Таблица 3. Дефицит федерального бюджета России в 2022–2025 гг.¹³

	2022	2023	2024	2025
Дефицит, запланированный на этапе принятия бюджета (октябрь-декабрь предыдущего финансового года), трлн руб.	1,33	2,93	1,60	1,17
Фактический дефицит за соответствующий финансовый год, трлн руб. (* - первые два месяца 2025 г.)	3,30	3,23	3,49	2,70*

Хотя авансовые платежи сами по себе не являются показателем баланса доходов и расходов бюджета, они свидетельствуют о растущем давлении на российское правительство, связанном с финансированием

¹² <https://www.interfax.ru/business/1012581>

¹³ <https://www.interfax.ru/business/1013041>

войны в Украине. Это давление продолжает расти: в январе-феврале 2025 года общие расходы федерального бюджета составили 8 трлн рублей, что на 29 % больше, чем за первые два месяца 2024 года. За первые два месяца 2024 года рост расходов федерального бюджета в годовом исчислении по сравнению с январем – февралем 2023 года составил чуть менее 13 %. Это свидетельствует об усилении давления на Россию с целью поддержания текущих военных действий в Украине: для сохранения текущего уровня боевой активности России будет недостаточно поддерживать текущий уровень военных расходов, потребуется значительное увеличение расходов.

Таблица 4. Авансовые платежи федерального бюджета России в первые годы в связи с войной¹⁴

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Расходы федерального бюджета России за январь-февраль по годам, трлн руб.	2,3	2,5	3,0	3,3	3,8	5,5	6,2	8,0

Такой рост федеральных расходов, очевидно вызванный войной, является одним из основных факторов, способствующих высокой инфляции. Годы, прошедшие с момента полномасштабного вторжения в Украину в 2022 году, характеризуются взрывным ростом денежной массы: с конца 2021 года агрегат М2 удвоился (с 62 триллионов рублей в декабре 2021 года до 118 триллионов рублей в феврале 2025 года), увеличившись с 46% до 56% ВВП. По словам директора департамента денежно-кредитной политики ЦБ РФ Андрея Гангана, «за последние 25 лет не было ни одного эпизода такого резкого увеличения [денежной массы] за столь короткий период времени»¹⁵.

На таком фоне инфляция вряд ли успокоится в ближайшее время. Российский Центробанк называл ключевым фактором инфляции «разрыв выпуска» – неспособность предложения (сдерживаемого западными санкциями) догнать спрос, вызванный ростом денежной массы. Однако в условиях стремительного охлаждения промышленного производства фактор разрыва выпуска не только не исчезнет, но и, скорее всего, усугубится.

Российские финансовые резервы остаются исторически низкими: в ликвидной части Фонда национального благосостояния (ФНБ) по состоянию на 1 апреля 2025 года¹⁶ осталось всего 3,27 триллиона

14 <https://www.kommersant.ru/doc/7565242>

15 <https://www.kp.ru/online/news/6129781/>

16 <https://www.interfax.ru/business/1017937>

рублей, что примерно эквивалентно дефициту федерального бюджета за один год. О том, где Россия найдет деньги для финансирования продолжающихся военных действий, мы уже говорили в нашем февральском российском экономическом обзоре¹⁷. В итоге остается не так много источников, кроме как прибегнуть к денежной эмиссии, которая еще больше подогреет инфляцию и ограничит экономическое развитие.

Россия не может занимать. Она отрезана от международных финансовых рынков из-за западных санкций, а внутренний рынок заимствований просто не работает в условиях высоких процентных ставок и высокой доходности государственных облигаций. При текущей доходности около 15% заимствования российского правительства в январе-феврале 2025 года были чисто отрицательными: оно потратило на погашение долга и процентов примерно на 1 миллиард долларов больше, чем привлекло с рынка¹⁸.

Ситуация с доходами бюджета для России также не слишком радужная. Цены на экспортную смесь российской нефти Urals в последнее время составляли \$56-57 за баррель¹⁹, сильно снизившись по сравнению с основными международными нефтяными рынками из-за санкций. В связи с быстрым охлаждением экономики рост российских нефтяных налоговых поступлений в годовом исчислении замедлился до 11% по сравнению с 26% в 2024 году и 18%, запланированными на весь 2025 год, в том числе рост поступлений НДС замедлился до 8% по сравнению с 22% в 2024 году и 17%, запланированными на весь 2025 год²⁰.

Такое замедление роста налоговых поступлений по сравнению с планом отражает охлаждение экономической активности и рискует увеличить дефицит бюджета в 2025 году. Снижение темпов роста поступлений нефтяных налогов по сравнению с предыдущим годом с 18%, запланированных на 2025 год, до 11% фактических (по итогам января-февраля) составляет около 2 трлн руб. недополученных доходов бюджета по сравнению с текущим планом.

17 Фонд «Свободная Россия», «Может ли Дональд Трамп спасти российскую экономику? Краткий обзор экономики и санкций - февраль 2025 года» (<https://thinktank.4freerussia.org/economics/can-donald-trump-save-the-russian-economy/>)

18 Министерство финансов РФ, «Основные показатели исполнения федерального бюджета в части внутренних государственных заимствований Российской Федерации» (https://minfin.gov.ru/performance/public_debt/internal/data/)

19 <https://www.interfax.ru/business/1014005>

20 См. сноску 13

Внезапное укрепление рубля: плохой знак для экономики

Многие наблюдатели за Россией отмечают резкое укрепление российского рубля в первом квартале 2025 года: с Нового года он укрепился примерно на треть, с более чем 100 рублей до всего лишь около 85 рублей за доллар. Изначально комментаторы объясняли это «эффектом Трампа»: такое укрепление российской валюты совпало с бурным ростом фондового рынка на фоне оптимизма по поводу контактов Путина и Трампа и перспективы возможного прекращения огня в Украине.

Однако позже статистика выявила истинную причину столь впечатляющего укрепления рубля: внезапное падение импорта. Таможенные данные показали, что в феврале 2025 года российский импорт сократился на 13 % по сравнению с аналогичным периодом прошлого года²¹; импорт из Китая в январе-феврале снизился почти на 11 % по сравнению с аналогичным периодом прошлого года²². Как объясняют российские импортеры, значительную роль в сокращении импорта играют высокие процентные ставки²³: импортеры не могут позволить себе торговое финансирование.

В этом свете укрепление рубля не выглядит позитивным фактором, как полагают некоторые комментаторы. Напротив, это еще один признак стремительного охлаждения экономики. Российской промышленности будет сложнее поддерживать объемы производства на фоне сокращения импорта. Таким образом, заметное укрепление рубля не является признаком силы российской экономики — на данный момент это скорее признак ее слабости, во многом напоминающий события первой половины 2022 года.

Какое влияние может оказать политика Трампа?

Изначально президентство Дональда Трампа было встречено российскими рынками с огромным оптимизмом: Индекс Московской биржи (IMOEX) вырос более чем на треть с минимумов середины декабря – с 2400 до более чем 3300 пунктов. Однако к тому времени, когда стало ясно, что «мирные переговоры» в Украине не принесут

21 <https://www.interfax.ru/business/1013489>

22 <https://tass.ru/ekonomika/23332377>

23 <https://www.moscowtimes.ru/2025/03/17/ne-katastrofa-no-zametno-import-ruhnul-v-nadezhdena-vozvraschenie-normalnih-tovarov-a158181>

быстрого результата, рынки значительно отступили, и к концу марта ИМОЕХ упал до 3000 пунктов, а нисходящие тенденции продолжились. Ралли, вызванное Трампом, не выдержало проверки на реальность слабыми экономическими данными из России.

Что произойдет, если администрация Трампа пойдет на существенное смягчение санкционной политики в отношении России?

Мы подробно проанализировали такие перспективы в недавней публикации для The Insider²⁴, и вот некоторые основные выводы:

- США не были и не собираются быть крупным торговым и инвестиционным партнером России в той степени, в какой им была Европа, поэтому даже полная отмена американских санкций будет иметь лишь очень ограниченный положительный эффект — европейские санкции имеют гораздо большее значение;
- Общий ореол токсичности России в глазах международных инвесторов не исчезнет даже в случае снятия части или всех санкций США — Россия все равно останется под санкциями многих западных демократий, включая такие крупные экономики, как ЕС, Великобритания, Канада, Япония, Австралия, Швейцария и т.д., поэтому подавляющее большинство предприятий не рискнет возобновить работу с Россией из опасения попасть под санкции других западных правительств, которые продолжают поддерживать режим санкций;
- Россия остается крайне неблагоприятным местом для инвестиций, омраченным не только западными санкциями, но и слабой экономикой и жестким, произвольным режимом регулирования, отсутствием должных прав собственности, независимой судебной системы и т.д.;
- Однако в некоторых областях США могут предоставить России значительную свободу действий, ослабив международные операции для банков, экспортеров металлов и СПГ, российского теневого танкерного флота и, что, вероятно, наиболее важно, позволив России перевооружиться, импортируя некоторые критически важные военные технологии из США.

24 Владимир Милов, The Insider, «Российская перезагрузка Трампа: Далеко идущие последствия потенциального ослабления санкций» (<https://theins.ru/en/opinion/vladimir-milov/279825>)

В целом, ситуацию, вероятно, лучше всего характеризует следующая метафора: ослабив санкции, Трамп может бросить Путину спасательный круг, но не может вытащить его из воды. Доля США в российском экспорте составляла всего 4 % в 2021 году, до начала полномасштабного вторжения на Украину, доля в общем объеме накопленных прямых иностранных инвестиций (ПИИ) — менее 1 % (для Европы — около 50 % и 67 % соответственно). Для восстановления экономики России необходима нормализация отношений с Европой — ее главным рынком и источником инвестиций — по чисто географическим причинам (около 85 % населения России проживает и совокупный валовой региональный продукт производится в Большой Европейской России, включая Урал и Западную Сибирь).

Экономические связи с США не получили большого развития после распада СССР и вряд ли улучшатся в ближайшее время. Эд Верона, старший научный сотрудник Атлантического совета и бывший президент Американо-российского делового совета, отмечает, что в нынешних условиях американский бизнес «может не спешить возвращаться в Россию».²⁵

По данным опроса The Bell, среди 60 крупнейших западных компаний, покинувших Россию с начала полномасштабного вторжения в Украину в феврале 2022 года, почти абсолютное большинство не заинтересовано в возвращении на российский рынок²⁶. Примечательно, что, согласно базе данных ЮНКТАД по ПИИ²⁷, с конца 2021 года, после полномасштабного вторжения на Украину, Россия потеряла около половины накопленных ПИИ, которые на конец 2023 года (последняя отчетная дата ЮНКТАД) составляли менее \$280 млрд, или менее 1,4% российского ВВП, и отток инвестиций продолжается: многочисленные западные компании, которые уже покинули Россию, ждут решения российского правительства, чтобы позволить им фактически вывести средства из страны.

Ни один потенциальный инвестор, даже в самом оптимистичном случае отмены санкций Трампом, не сможет компенсировать масштабный вывод международного капитала из России с 2022 года. Также много говорят о «потенциальных совместных проектах» России и США в Арктике или в связи с разработкой критических месторождений

25 <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/ukrainealert/trump-and-putin-seek-economic-reset-but-businesses-may-not-rush-back-to-russia/>

26 The Bell, «Никто не готов вернуться: The Bell опросил крупнейшие западные компании о возвращении в Россию» (<https://thebell.io/vernutsya-ne-gotov-nikto-the-bell-oprosil-krupneyschie-zapadnye-kompanii-o-vozvrashchenii-v-rossiyu>)

27 <https://unctadstat.unctad.org/datacentre/dataviewer/US.FdiFlowsStock>

полезных ископаемых, однако большинство месторождений, о которых идет речь, дорогостоящи в разработке и расположены вдали от доступной инфраструктуры (именно поэтому СССР и Россия не смогли разработать их в последние десятилетия), и поэтому ничто из этого, даже если эти идеи как-то продвигнутся, не сможет дать российской экономике столь необходимый толчок.

Тревожная тенденция, однако, заключается в том, что фактическое ослабление администрацией Трампа санкционной политики в отношении России — либо намеренное, либо в результате репрессий против государственных учреждений США со стороны DOGE Илона Маска — уже привело к ослаблению некоторых жизненно важных санкций, например, против российского теневого нефтеналивного флота, как сообщает Bloomberg²⁸ и другие СМИ.

Почему Россия потребовала переподключить Россельхозбанк к SWIFT в рамках недавнего предложения о прекращении огня в Черном море, обсуждавшегося с администрацией США? Она пыталась сделать это с начала 2022 года под предлогом «международной продовольственной безопасности» (Россельхозбанк принимает активное участие в финансировании российской сельскохозяйственной и пищевой промышленности).

На самом деле причина проста: Россельхозбанк — один из крупнейших российских банков, занимающий 5-е место в банковской системе России по размеру активов, и России крайне необходимо вывести хотя бы один настоящий крупный банк из-под санкций SWIFT, чтобы облегчить трудности с международными транзакциями, в том числе со странами Глобального Юга.

Российская банковская система высоко концентрирована: 20 крупнейших банков контролируют примерно две трети всех активов банковского сектора, а это значит, что более мелкие банки действительно не обладают необходимым масштабом операций, сетью корреспондентских счетов, филиалов и развитой цифровой инфраструктурой, достаточной для обработки многомиллиардных объемов международных финансовых операций, и не могут эффективно заменить крупные банки.

В то же время китайские, индийские банки и другие финансовые институты стран Глобального Юга настолько вписаны в систему SWIFT, что крупным российским банкам, отключенным от SWIFT, работать с

28 Bloomberg, «Потоки российской нефти растут в знак того, что санкции США начинают рушиться» (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-03-11/russia-s-oil-exports-surge-in-sign-us-sanctions-starting-to-crumble>)

ними непросто. Именно поэтому Россия отчаянно пытается добиться восстановления связи хотя бы одного из своих банков со SWIFT.

Выводы. Что дальше?

С начала полномасштабного вторжения России на Украину в феврале 2022 года Россия пыталась компенсировать разрушительные последствия западных санкций, вливая триллионы рублей в экономику, в основном поддерживая военный сектор и импортозамещение. Хотя это привело к рекордному росту денежной массы, что привело к высокой инфляции, это также не смогло вызвать массовый рост производства за пределами секторов, связанных с военным делом.

Восстановление экономики после 2022 года объясняется лишь этим масштабным вливанием государственных финансовых резервов, что побудило многих недалёковидных западных комментаторов говорить о том, что российская экономика «устойчива», а западные санкции «не работают».

Однако после того, как государственные средства были практически исчерпаны, «устойчивость», похоже, закончилась, а рост российского производства официально обнулится. Расхваленное «экономическое чудо Путина» предсказуемо закончилось, и официально наступила стагфляция.

Все эти события являются прямым следствием западных санкций 2022–2025 годов, поскольку они лишили Россию значительной части экспортных доходов, способствовали истощению финансовых резервов российского правительства и ограничили добычу нефти в России. Правда, санкции могли бы быть более быстрыми и эффективными: например, Путин получил крупную субсидию от Европы, которая отложила нефтяное эмбарго против России до конца 2022 года; если бы не дополнительные доходы от экспорта нефти, которые Путин получал в течение 2022 года, нынешняя стагфляция, вероятно, наступила бы значительно раньше. Однако санкции достигают своих целей, и дальнейшее давление может очень быстро резко сократить возможности Путина вести войну против Украины и Европы.

Как уже говорилось выше, авансовые платежи военным за январь–февраль выросли почти на треть по сравнению с первыми двумя месяцами 2025 года — это говорит о том, что для поддержания военных действий Путина в Украине России необходимо продолжать значительно увеличивать военный бюджет. Сохранения нынешнего уровня расходов просто не хватит. Но лишних денег на это не остается.

В то же время ослабление санкций против России администрацией

Трампа может принести Путину частичное облегчение, о чем говорилось выше. Пока неясно, произойдут ли в ближайшее время какие-либо практические изменения в этой области.

За чем стоит следить в ближайшем будущем

Предстоящие данные прольют больше света на динамику российской экономики:

- Новые статистические данные, подчеркивающие продолжающуюся инфляцию и охлаждение экономики (следующая порция ожидается в конце апреля);
- Заседание Совета директоров Центрального банка по ключевой процентной ставке назначено на 25 апреля 2025 года.