FRF
THINK TANK

BRIEF

РЕКОРДНЫЙ ДЕФИЦИТ, ИНФЛЯЦИЯ, ОПАСЕНИЯ РЕЦЕССИИ — МОМЕНТ РАСПЛАТЫ

Краткая информация о российской экономике и санкциях
Май 2025

Владимир Милов

Free Russia Foundation
2025

Оглавление

Саммари

page 2

Бюджет под давлением

стр. 3

От стагнации к рецессии

стр. 5

Инфляция остается высокой

стр. 7

Где правительство найдет деньги?

стр. 8

Влияние бюджетного кризиса на войну в Украине

стр. 11

Влияние политики Трампа

стр. 14

А как же крепкий рубль?

стр. 15

Выводы

стр. 16

Саммари

Апрель и начало мая 2025 года стали для российской экономики своего рода «моментом расплаты» —ситуация заметно (и предсказуемо) ухудшилась, причем сразу по многим негативным тенденциям:

> **Значительное увеличение дефицита федерального бюджета,** который в настоящее время превышает остатки денежных средств в Фонде национального благосостояния;
>
> **Быстрое замедление темпов роста экономики,** усиливаются разговоры о возможной рецессии;
>
> **Инфляция остается на высоком уровне,** а перспективы значительного смягчения денежно-кредитной политики Центральным банком не просматриваются;
>
> **Разрушение надежд на скорую отмену американских санкций** администрацией Трампа.

Взрывной дефицит бюджета, пожалуй, самое значимое из этих событий с точки зрения способности России вести дальнейшую войну против Украины и Европы.

Бюджет под давлением

Апрель оказался плохим для российского федерального бюджета по нескольким направлениям. С одной стороны, падение мировых цен на нефть подорвало нефтегазовые доходы России, которые снизились на 12 % по сравнению с предыдущим годом; цена на экспортную нефть марки Urals в апреле составила в среднем $53-54 за баррель.

Но падение цен на нефть было не единственной проблемой: в то же время федеральные расходы, в основном на военные нужды, выросли на 21% по сравнению с прошлым годом и достигли почти 16 трлн руб. с января по апрель (около 190 млрд долл.), что является рекордным показателем для первых четырех месяцев года.

Таблица 1. Сальдо федерального бюджета России в январе-апреле, по годам

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Доходы федерального бюджета России за январь-апрель, трлн руб.	5,5	6,4	7,0	7,5	10,0	7,8	11,7	12,3
Расходы федерального бюджета России за январь-апрель, трлн руб.	5,4	5,7	6,9	7,4	8,9	10,8	12,8	15,5
Профицит/дефицит федерального бюджета России за январь-апрель, триллион рублей (цифры могут не совпадать из-за округления)	+0,2	+0,7	+0,1	+0,2	+1,2	-3,0	-1,1	-3,2

Дефицит федерального бюджета после первого квартала 2025 года равен почти всем остаткам ликвидной части Фонда национального благосостояния — 3,3 триллиона рублей (или 40,4 млрд долларов). Но что ещё хуже, из-за резкого падения цен на нефть и роста расходов российское правительство было вынуждено внести поправки в закон о федеральном бюджете на 2025 год с серьезным пересмотром дефицита бюджета в сторону увеличения — до 3,79 триллиона рублей, по сравнению с 1,17 триллиона рублей, подписанными Путиным в декабре 2024 года.

Новая пересмотренная цифра дефицита на 15% превышает остаток средств в Фонде национального благосостояния. (Ранее мы уже объясняли, что оставшаяся неликвидная часть Фонда национального благосостояния стоимостью $145 млрд состоит из инвестиций в ценные бумаги аффилированных с государством компаний и других активов, которые нелегко вернуть, поэтому эти средства не могут быть немедленно использованы для финансирования бюджетного дефицита).

Где Путин найдет деньги для продолжения финансирования военных действий на фоне этих событий? Этот вопрос рассматривается далее в данном обзоре.

Однако растущий дефицит бюджета грозит сорвать усилия Центрального банка по сдерживанию инфляции. Ранее Центральный банк России неоднократно подчеркивал, что гарантирует снижение инфляции со временем только при условии соблюдения утвержденных параметров бюджета, включая скромный дефицит федерального бюджета в 1,17 триллиона рублей. Как видно, это далеко не так.

В недавно опубликованном протоколе заседания совета директоров ЦБ РФ по ключевой ставке от 25 апреля в качестве одного из ключевых проинфляционных факторов указан «растущий бюджетный дефицит».

От стагнации к рецессии: экономика замедляется быстрее, чем ожидалось

В наших предыдущих отчетах мы отмечали, что в январе-феврале российская экономика стремительно замедлялась, что привело к разговорам о реализации сценария стагфляции (практически нулевого роста, сопровождаемого высокой инфляцией). Однако мартовские данные выглядят значительно хуже, вызывая опасения не только стагфляции, но и откровенной рецессии.

Связанный с правительством Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП), основанный нынешним министром обороны России Андреем Белоусовым, говорит о том, что гражданские отрасли, не связанные с военным производством, уже "вошли в рецессию", сократившись в марте на 1,6% в годовом исчислении. Аналитики рынка и Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН отмечают, что российская экономика либо сократилась, либо показала минимальный рост в 1 квартале 2025 года по сравнению с 4 кварталом 2024 года — это первое возможное квартальное сокращение со 2 квартала 2022 года.

Российский Центробанк оценивает рост экономики в первом квартале 2025 года в 2%, что гораздо оптимистичнее, но все равно значительно ниже заявленного роста ВВП в 2024 году на 4,3%.

Таблица 2. Замедление основных экономических показателей России

	2024	Янв, 2025	Фев, 2025	Март 2025
Рост промышленного производства, % год к году	4,6%	2,2%	0,2%	0,8%
Рост розничных продаж, % год к году	7,2%	5,4%	2,2%	2,2%
Рост реальной заработной платы, % год к году	9,1%	6,5%	3,2%	N/A
Рост ВВП, % в годовом исчислении	4,3%	3,0%	0,7%	1,4%

Данные: Росстат (промышленное производство, розничные продажи, реальная заработная плата), Министерство экономики (ВВП)

Примечательно, что рост ВВП на 2% в первом квартале 2025 года в значительной степени обусловлен январскими показателями, а февральские и мартовские цифры заметно ниже — посмотрите на быстрое замедление промышленного роста, роста розничных продаж или реальной заработной платы.

Даже придерживаясь умеренного роста ВВП в первом квартале 2025 года, российский Центробанк в своём комментарии к среднесрочному прогнозу признает, что во втором квартале 2025 года темпы роста ВВП еще более замедлятся и будут находиться в диапазоне всего 1,0-2,0% в 2025 году и 0,5-1,5% в 2026 году.

Как видно из приведенной выше таблицы 2, охлаждение экономики приводит к быстрому замедлению роста реальной заработной платы и розничных продаж. Именно это было ключевым двигателем постсанкционного восстановления российской экономики в 2022-2024 годах, но теперь этот феномен, похоже, закончился.

Цифры падения спроса на непродовольственные товары поражают воображение. В январе-апреле продажи легковых автомобилей упали на 27 %; в I квартале 2025 года ритейлеры непродовольственных товаров столкнулись с падением продаж на 30-35 %.

Инфляция остается высокой

Несмотря на некоторые признаки замедления инфляции, инфляция в годовом исчислении остается выше 10 %, и Центральный банк отмечает в протоколе заседания Совета Банка по ключевой процентной ставке от 25 апреля, что замедление роста цен было почти исключительно обусловлено резким снижением цен на непродовольственные товары, в то время как цены на продукты питания и услуги продолжали расти темпами выше 10 %.

Правительство РФ значительно повысило прогноз по инфляции на 2025 год в проекте поправок к федеральному бюджету, внесенному в Госдуму 30 апреля, — с 4,5 до 7,6 %.

Центробанк соответственно пересмотрел в сторону повышения свой прогноз по инфляции на 2025 год, до 7–8 %.

Из-за сохраняющейся инфляции Центральный банк не может пойти на снижение процентных ставок. Поскольку в первой половине 2025 года осталось только одно заседание Совета директоров (6 июня), очевидно, что если снижение процентных ставок и произойдет, то это отразится на процентных ставках банков только во второй половине года, а возможное снижение процентных ставок (если оно и произойдет), будет едва заметным для бизнеса, которому, вероятно, необходимо, чтобы ставки упали ниже 10 %, чтобы это имело значение для принятия инвестиционных решений.

Но в ближайшее время этого не произойдет: Центральный банк повысил нижний порог процентной ставки на 2025 год с 19 % до 19,5 %, прогнозируя среднюю процентную ставку на 2025 год в диапазоне 19,5–21,5%, а на 2026 год - в диапазоне 13–14 %. Этого недостаточно для возобновления экономического роста. Кроме того, при таком сильном дефиците бюджета инфляция может снова вырасти в ближайшее время, опередив прогнозы Центрального банка.

Где правительство найдет деньги?

Это вопрос на миллион на фоне резко растущего дефицита, и простого ответа на него нет. Несмотря на относительно низкий государственный долг, Россия отрезана от международных финансовых рынков из-за санкций, и внутренние заимствования не имеют смысла при текущих процентных ставках: высокая доходность государственных облигаций компенсирует средства, привлеченные через ОФЗ Минфина.

При текущей доходности 10-летних ОФЗ выше 16 % чистый объем привлеченных средств в январе-апреле за вычетом выплат основной суммы долга и процентов оказался отрицательным (минус 130 млрд рублей, несмотря на ОФЗ на 1,7 триллиона рублей, размещенные за четыре месяца 2025 года).

Высказывания министра финансов А.Силуанова, сделанные после недавних заявлений о резком пересмотре дефицита бюджета в сторону увеличения, не вносят ясности в то, как правительство будет справляться с дефицитом. Силуанов туманно намекает, что правительство не будет ни тратить оставшиеся резервы Фонда национального благосостояния (за исключением доли в 0,5 триллиона рублей), ни выпускать новый долг, а сосредоточится на «сборе ненефтяных доходов», чтобы компенсировать падение цен на нефть.

Последнее представляется проблематичным, поскольку замедление экономического роста открывает перспективу соответствующего сокращения внутренних налоговых поступлений. Тенденция видна уже после четырех месяцев 2025 года: сбор ненефтегазовых доходов вырос на 13,5 % по сравнению с 26 % в 2024 году, что гораздо меньше 18,4 % роста, предусмотренного утвержденным федеральным бюджетом на 2025 год.

По сбору НДС ситуация ещё хуже: рост всего на 1,3% по итогам 4 месяцев 2025 года, против 21,6% в 2024 году и 16,8%, предусмотренных утвержденным федеральным бюджетом на 2025 год.

Таким образом, сбор ненефтяных налогов уже идет значительно медленнее, чем планировалось — несмотря на вступающее в силу с 1 января 2025 года повышение налогов объёмом 1,5 % ВВП, которое, по отзывам предпринимателей, уже в значительной степени способствует замедлению экономического роста.

Дальнейшее повышение налогов может усугубить экономический спад, в какой бы форме оно ни происходило: повышение общих налогов, введение единовременного налога на прибыль крупнейших компаний или просто закручивание гаек в отношении методов сбора налогов (официально называемое «улучшением администрирования сбора налогов»).

В 2022-2024 годах общий сбор федеральных ненефтяных налогов уже увеличился на 2,4 % ВВП: от 10,3 % ВВП в 2022 году до 12,7 % ВВП в 2024 году, что отражает различные формы постепенно усиливающегося налогового давления на отечественный бизнес — от прямого повышения налогов до усиления «администрирования сбора налогов», вынуждающего бизнес выплачивать государству большую долю своих доходов.

Что остается, кроме истощения Фонда национального благосостояния, внутренних заимствований, повышения налогов и более экзотических средств вроде маловероятной масштабной приватизации?

Как мы уже отмечали в наших предыдущих отчетах, правительство всё чаще прибегает к денежной эмиссии в качестве средства восполнения дефицита доходов: в декабре 2024 года оно использовало «схему репо», когда ведущие госбанки купили у Минфина ОФЗ на 2 триллиона рублей, а затем получили возможность занять сопоставимую сумму денег у ЦБ на ежемесячных аукционах репо, запущенных примерно в то же время.

Хотя ЦБ объяснил, что схема аукционов репо «временная», нужна только для восполнения ситуативного дефицита ликвидности банков и будет отменена в ближайшее время, аукционы продолжаются до сих пор, изменился только формат — с ежемесячных на еженедельные аукционы РЕПО. Так, 13 мая 2025 года на очередном аукционе репо банки заняли более 1 триллиона рублей.

Схема репо очень похожа на эмиссию де-факто — буквально, кредит Центрального банка правительству, подобный тому, что наблюдался в России в 1990-е годы.

Она уже использовалась в декабре 2022 и декабре 2024 года для восполнения дефицита доходов бюджета (когда банки покупали государственные ОФЗ, но параллельно получали кредиты от ЦБ). Вполне вероятно, что правительство снова прибегнет к этой схеме — учитывая растущую терпимость официальной публичной риторики к высокой инфляции, которая «все равно ниже, чем в Турции или Аргентине».

Из риторики Путина и его чиновников ясно, что они не считают пару лишних процентных пунктов инфляции большой проблемой, когда необходимо печатать деньги, чтобы закрыть дыру в бюджетных расходах.Однако хорошо известно, как мягкая монетарная политика может вывести инфляцию из-под контроля. Дефицитные расходы, связанные с финансированием войны, уже привели к высокой инфляции, которую сейчас переживает Россия.

С момента полномасштабного вторжения в Украину в 2022 году денежная масса стремительно росла: агрегат М2 удвоился с 62 трлн рублей в декабре 2021 года до 118 трлн рублей в марте 2025 года, увеличившись с 46 до 56 % ВВП; как выразился Андрей Ганган, директор департамента денежно-кредитной политики российского Центробанка:

> За последние 25 лет не было ни одного эпизода такого резкого увеличения денежной массы за столь короткий период

Если российское правительство перейдет к эмиссии как основному способу финансирования бюджетного дефицита (что представляется наиболее вероятным сценарием) высокая инфляция станет устойчивой, и российские власти могут забыть о достижении целевого показателя инфляции в 4%.

Это будет иметь серьезные негативные последствия для и без того тяжелой экономической ситуации, в том числе для федерального бюджета, для которого процентные расходы (связанные с субсидированием различных кредитов, индексируемых вместе с высокой процентной ставкой ЦБ) являются одним из основных драйверов расходов наряду с войной.

Влияние бюджетного кризиса на войну в Украине

В результате последних событий давление на Путина с целью заставить его значительно сократить или прекратить боевые действия в Украине усилится. Это давление уже было заметно ранее.

Продолжение войны требует постоянного увеличения расходов: зарплаты и выплаты военным требуют постоянной индексации, как и закупки армейских товаров, а военно-промышленный комплекс постоянно просит больше денег, ссылаясь на нехватку финансов.

Высшие чины военной промышленности, такие как глава «Ростеха» Сергей Чемезов, постоянно жалуются на недостаток средств для поставки необходимого количества оружия и боеприпасов (см. ниже).

Один из примеров того, что военные расходы выходят из-под контроля — в апреле 2025 года Министерство финансов России опубликовало проект закона об исполнении федерального бюджета за 2024 год, из которого следует, что только несекретные расходы Министерства обороны России (около четверти общего военного бюджета, три четверти которого являются секретными) увеличились в течение 2024 года с запланированных 2,6 триллиона рублей до 5,6 триллиона рублей, или почти в 2,2 раза. Сумма общих военных расходов неизвестна, но она явно выше, чем утверждалось ранее, и продолжает расти.

В этих условиях российскому правительству очень сложно найти источники финансирования для постоянно растущих военных расходов, в то же время их явно не удастся ограничить — война требует все больше и больше денег. В 2025 году официальная цифра военных расходов была проиндексирована в федеральном бюджете только на 26% — это самый медленный темп с начала полномасштабного вторжения России на Украину, гораздо медленнее, чем в 2024 (около 70% роста) или 2022-2023 (35-40% ежегодного роста). Это явно отражает финансовые ограничения для дальнейшего расширения военного бюджета.

Вот лишь некоторые основные ограничения, которые в последнее время стали заметны для российской военной машины в связи со всеми вышеперечисленными проблемами.

Во-первых, российские регионы значительно замедлили рост надбавок за подписание контракта с Минобороны на ведение боевых действий в Украине, а некоторые начали сокращать выплаты из-за бюджетных ограничений. Это произошло на фоне того, что федеральные финансовые трансферты российским регионам сокращаются второй год подряд в 2024 году.

Во-вторых, российская военная промышленность испытывает серьезные финансовые трудности: в прошлом году глава «Ростеха» Сергей Чемезов признал, что средняя рентабельность военных предприятий составляет чуть более 2% ; по итогам 2024 года она, вероятно, будет ниже 2%, по словам исполнительного директора "Ростеха" Олега Евтушенко.

На апрельском заседании Военно-промышленной комиссии, высшего правительственного органа, возглавляемого Путиным и отвечающего за принятие важнейших решений по развитию российского ВПК, Путин открыто признал, что российской армии «не хватает огневой мощи» на поле боя в Украине, и призвал военных производителей наращивать объемы производства.

Однако в марте 2025 года рост производства оружия и боеприпасов (входит в номенклатуру «Готовая металлическая продукция» по данным Росстата) составил всего 5,8% против 35,3% в 2024 году, компьютеров, электроники и оптики (также в значительной степени включает продукцию военного назначения) — 13,6% против 28,8%, что свидетельствует о заметном замедлении темпов роста в результате высоких процентных ставок и недофинансирования бюджетов.

В марте 2025 года, выступая в Совете Федерации, первый заместитель министра промышленности и торговли Василий Осьмаков признал, что зарплаты в военных отраслях перестали расти, а капитальные вложения также сводятся к нулю из-за высоких процентных ставок.

Как видно, санкции и экономические проблемы России накладывают серьезные ограничения на российские вооруженные силы и военно-промышленный комплекс.

Эти проблемы могут быстро и серьезно обостриться в связи с растущими финансовыми трудностями — до такой степени, что Россия будет вынуждена либо ограничить или сократить военные расходы (с серьезными последствиями для ее боевых возможностей в Украине), либо перейти к эмиссии для финансирования бюджетного дефицита, что еще больше подогреет инфляцию и усложнит смягчение денежно-кредитной политики.

Стратегический выбор Путина станет более заметным в августе-сентябре, когда правительство представит предложения по проекту федерального бюджета на 2026 год, который продемонстрирует путинский подход к решению проблемы дефицита бюджета, призыв к росту военных расходов и т. д.

Влияние политики Трампа

Хотя администрация Дональда Трампа воздерживается от введения новых санкций в отношении России с января 2025 года, она также не отменила ни одной из санкций и не собирается делать этого немедленно, учитывая текущие тенденции в отношении российско-украинского мирного процесса. Первые надежды российских официальных лиц и бизнеса на скорое ослабление санкционного режима США рухнули.

Неизвестно, как поведет себя администрация США по отношению к России в ближайшие месяцы, но, как мы уже отмечали в наших предыдущих материалах, потенциальная отмена американских санкций против России имеет ограниченный потенциал для улучшения экономической ситуации для Путина (хотя некоторый положительный потенциал есть). Гораздо больше здесь зависит от Европы — традиционного основного торгового и инвестиционного партнера России до полномасштабного вторжения России в Украину.

Как сообщила недавно газета Financial Times, западный бизнес по-прежнему будет считать Россию токсичной, если США отменят часть санкций, но при этом ЕС, Великобритания и другие страны будут продолжать подвергаться санкциям.

Сам факт того, что российская экономика в данный момент находится во все более сложной экономической ситуации без введения новых санкций США за последние четыре месяца, можно рассматривать как доказательство того, что западные санкции, введенные против России в последние годы, работают и постепенно приносят желаемый эффект (хотя можно сделать и больше).

А как же крепкий рубль?

Рубль чудесным образом укрепился примерно на треть с начала 2025 года, бросив вызов всем экономическим трудностям даже падающей цене на нефть. Но, как и в первой половине 2022 года, когда российская экономика сильно сократилась в результате санкций, укрепление рубля не является показателем чего-то положительного.

Стоит отметить, что внезапно крепкий рубль озадачивает даже высокопоставленных российских чиновников, которые не могут внятно объяснить, почему это происходит. Пример тому недавние заголовки, что опубликовал «Интерфакс» и РБК: «Участники обсуждения ставки ЦБ разошлись во мнениях о причинах укрепления рубля» и «Сильный рубль: может, хватит?» Переоцененный рубль не приносит пользы ни российским экспортерам, ни российскому бюджету.

Одно из наиболее распространенных объяснений — обвал импорта товаров, связанный с резким падением спроса на непродовольственные товары, о чем говорилось выше. В марте 2025 года ежемесячное сокращение импорта достигло 10%. По общему мнению, рубль очень скоро начнет слабеть, и нынешний сильный курс рубля не свидетельствует о каких-либо позитивных сдвигах в российской экономике.

Выводы

Давление Запада на Россию стало по-настоящему ощутимым в 2025 году, а ресурсы Путина на исходе. Путинское «экономическое чудо» и «устойчивость» в 2022–2024 годах во многом основывались на истощении финансовых резервов, накопленных перед полномасштабным вторжением в Украину для финансирования своей экономики и военной машины.

Но этот потенциал, по сути, исчерпан, и на Россию обрушиваются все трудности сразу: экономическая стагнация, потенциально переходящая в рецессию, неконтролируемый бюджетный дефицит, истощение денежных резервов, устойчивая инфляция.

У Путина еще есть ресурсы для продолжения военных действий и противостояния с Западом, но с каждым днем ему становится все труднее. Близится момент, когда ему придется серьезно пересмотреть свои действия из-за недостатка ресурсов для продолжения прежней деятельности.

Наиболее вероятным переломным моментом в этом отношении станет предстоящее обсуждение проекта федерального бюджета на 2026 год, которое должно состояться в ближайшие месяцы, начиная с августа-сентября 2025 года. Это обсуждение, а также предлагаемые российским правительством политические подходы к преодолению ресурсного кризиса и экономического спада прольют свет на дальнейшую тактику Путина на фоне нынешнего истощения ресурсов. Скорее всего, Путин решит продолжить начатую войну, но это потребует применения методов, которые еще больше ухудшат экономическую ситуацию (повышение налогов, печатание денег и т. д.).

Мы продолжим следить за развитием событий в ближайшие месяцы.

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 мая и в июне);

Заседания Совета директоров Центрального банка по ключевой процентной ставке (следующее заседание запланировано на 6 июня 2025 года);

Обсуждение проекта федерального бюджета на 2026 год состоится в конце этого года, в августе-сентябре.

FRF
THINK TANK

thinktank.4freerussia.org