



## ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

Тел.: 8-499-129-17-22, e-mail: [mail@forecast.ru](mailto:mail@forecast.ru), <http://www.forecast.ru>, telegram: [cmasf](https://t.me/cmasf)

# Тренды развития крупнейших экономик мира: США, зоны евро и Китая

Специальный сюжет номера – **Развитие цифровых активов в странах мира**

## Основные мировые тренды

**В III кв. рост экономики в США ускорился, в Китае – замедлился, в зоне евро – почти не изменился (темперы прироста невысокие). Для всех трех экономик актуальна проблема увеличения госдолга. Отношения между США и Китаем остаются неустойчивыми. В Европе делают ставку на развитие ВПК как драйвер роста и механизм усиления евроинтеграции**

**США.** ВВП и промышленное производство в США растут на фоне увеличения общего экспорта и высокого внутреннего спроса. Президент планирует решать проблему высокого госдолга путем стимулирования роста налоговой базы и уменьшения доли госдолга в ВВП за счет иностранных инвестиций в экономику и дальнейшего наращивания экспорта. США оказывают давление на торговых партнеров, включая Китай, Индию и ЕС, чтобы они увеличивали закупки американских энергоносителей в обмен на снижение пошлин. Также Д.Трамп стремится повлиять на ФРС с целью более быстрого смягчения ДКП.

**Зона евро.** ВВП и промышленное производство в зоне евро растут невысокими темпами, экономика Германии стагнирует. Под влиянием США ЕС согласовал полный отказ от импорта российского газа к 2027 г. Однако об экспроприации российских активов договориться не удалось. ЕК в промышленности сделал ставку на развитии предприятий ВПК, что, в условиях отсутствия других крупных источников финансирования, еще больше увеличит госдолг стран ЕС.

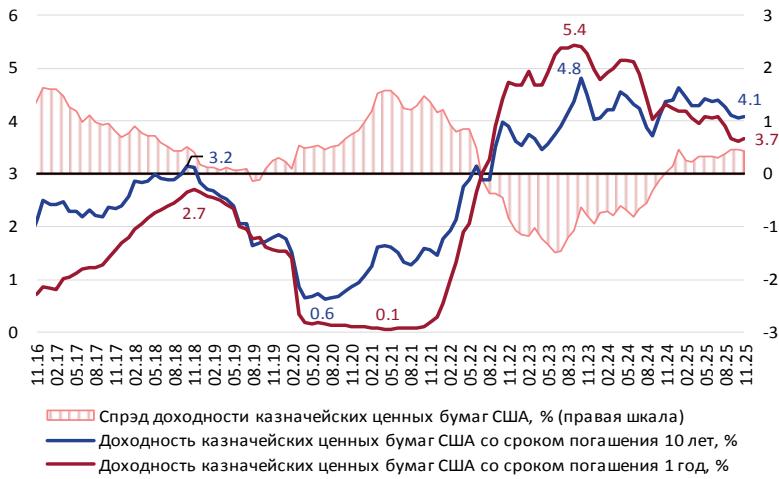
**Китай.** Рост ВВП, промышленного производства и оборота розничной торговли в Китае замедляется. Страна испытывает трудности с избытком мощностей на фоне невысокого потребительского спроса, перманентного долгового кризиса и прогрессирующего кризиса на рынке недвижимости. В отношениях с США пока «перемирие» после очередного раунда взаимных угроз и торговых ограничений. Однако США продолжают поставлять Тайваню вооружения, что мешает достижению всеобъемлющего соглашения с Китаем.

**Рынок нефти.** Со второй недели октября по середину декабря цены на нефть преимущественно снижались. В октябре это происходило на фоне эскалации торговой войны между США и Китаем – выросли опасения по поводу замедления роста мировой экономики и спроса на нефть. Также достижение мирного соглашения между Израилем и ХАМАС при посредничестве США снизило риски перебоев поставок. Во второй половине октября цены на нефть немного восстановились, так как появились надежды на возобновление переговоров между США и Китаем по спорным торговым вопросам (в первую очередь по китайскому экспорту редкоземельных металлов). Цены также выросли после введением Д.Трампом санкций в отношении крупнейших российских нефтяных компаний ПАО «Роснефть» и ПАО «Лукойл».

В начале ноября страны ОПЕК+ приняли решение об очередном увеличении добычи нефти с декабря. После этого в планах объединения временно приостановить дальнейшее расширение добычи. В декабре также появились надежды на достижение мирного соглашения по конфликту вокруг Украины. В целом на рынке наблюдается профицит нефти, что оказывает давление на цены. Дисконт марки Urals по сравнению с маркой Brent существенно увеличился из-за санкций США, превысив 23 долл./барр. Лишь во второй половине декабря цены на нефть выросли из-за захвата США танкеров с нефтью из Венесуэлы.

# Основные мировые тренды

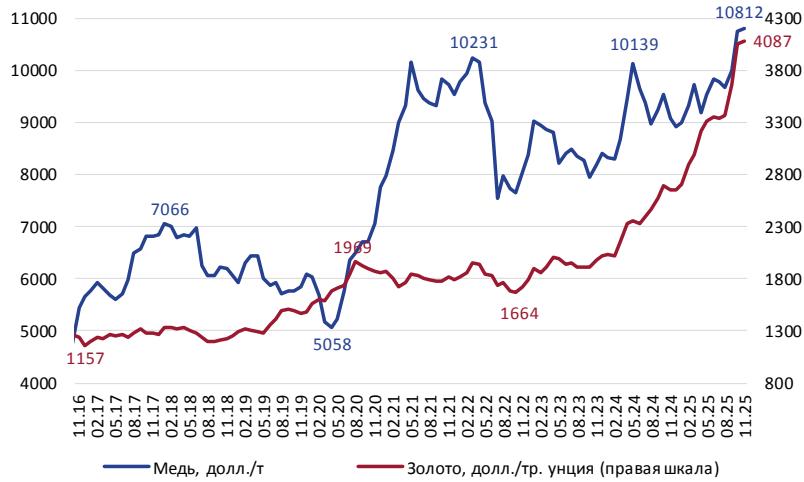
## Спред доходности между 10-летними и 1-летними казначейскими ценными бумагами США, %



Спред доходности между 10-летними и 1-летними казначейскими ценными бумагами США остается небольшим (хотя реверсии больше нет), что не исключает вероятности наступления рецессии.

Цена на золото (защитный актив) продолжает расти высокими темпами из-за покупок центробанками (особенно Китая) и эффекта снижения ставки ФРС США. При этом цена на медь (инвестиционный актив) тоже достигла рекорда на фоне повышенного спроса (США делают запасы) и возможности дефицита на рынке.

## Цены на медь, долл./т, и золото, долл./тр.унция



## Сводный индекс менеджеров по закупкам в обрабатывающей промышленности<sup>1</sup> США, зоны евро, Китая и России<sup>2</sup>



Сводный индекс менеджеров по закупкам в обрабатывающей промышленности США, зоны евро, Китая и России (суммарно в 2024 г. – 49.1% мирового ВВП по ППС) в октябре-ноябре снова оказался ниже отметки 50, разделяющей ожидания расширения и сжатия экономики. В ноябре индекс деловой активности всех четырех экономик был меньше 50.

<sup>1</sup> Индекс менеджеров по закупкам PMI, индекс деловой активности – опережающий индикатор, формирующийся на основе опросов менеджеров по закупкам о текущей ситуации в отрасли

<sup>2</sup> Страновые PMI были взяты с весами, равными относительной доле экономики в мировом ВВП по ППС

# Прогнозы международных организаций на 2025-2026 гг.



ЦБР

| Темп прироста ВВП, %            | 2024 | ООН<br>(май 25) |      | ВБ<br>(июн 25)  |                 | МВФ<br>(окт 25) |      |
|---------------------------------|------|-----------------|------|-----------------|-----------------|-----------------|------|
|                                 |      | 2025            | 2026 | 2025            | 2026            | 2025            | 2026 |
| Мир (по ППС)                    | 3.3  | 2.9             | 3.0  | 2.9             | 3.0             | 3.2             | 3.1  |
| США                             | 2.8  | 1.6             | 1.5  | 1.4             | 1.6             | 2.0             | 2.1  |
| Зона евро                       | 0.9  | 0.8             | 1.1  | 0.7             | 0.8             | 1.2             | 1.1  |
| Япония                          | 0.1  | 0.7             | 0.9  | 0.7             | 0.8             | 1.1             | 0.6  |
| Китай                           | 5.0  | 4.6             | 4.4  | 4.5             | 4.0             | 4.8             | 4.2  |
| Индия <sup>1</sup>              | 6.5  | 6.3             | 6.5  | 6.3             | 6.5             | 6.6             | 6.2  |
| Бразилия                        | 3.4  | 1.8             | 2.0  | 2.4             | 2.2             | 2.4             | 1.9  |
| Россия                          | 4.3  | 1.5             | 1.5  | 1.4             | 1.2             | 0.6             | 1.0  |
| Нефть, долл./барр. <sup>2</sup> | 79   | -               | -    | 66 <sup>3</sup> | 61 <sup>3</sup> | 69              | 66   |
| Инфляция ср. за год., %         | 5.8  | -               | -    | 2.9             | 2.9             | 4.2             | 3.7  |

<sup>1</sup> За фискальный год (01.07-30.06)

<sup>2</sup> Среднее цен на нефть Brent, Dubai и WTI, если не указано иное

<sup>3</sup> Цена нефти Brent

## Рост экономики США ускорился на фоне увеличения внутреннего потребления, экспорта товаров и услуг и снижения импорта товаров. При этом госдолг продолжает расти высокими темпами

Темп прироста ВВП США в III кв. 2025 г. к предш. кв. в годовом выражении составил 4.3% после 3.8% во II кв. Промышленное производство в ноябре выросло на 2.5% после 2.2% в октябре (к соотв. мес. предш. года). В то же время индекс деловой активности в обрабатывающей промышленности (PMI) в ноябре составил 48.2 после 48.7 в октябре, девятый месяц подряд находясь ниже отметки 50 – в зоне ожидания сжатия экономики.

В ноябре<sup>1</sup> уровни общей и базовой инфляции в США существенно сократились: уровень общей инфляции – до 2.7% (в годовом выражении) после 3.0% в сентябре, уровень базовой инфляции – до 2.6% после 3.0% в сентябре (к соотв. мес. предш. года). При этом уровень безработицы в ноябре вырос до 4.6% после 4.4% в сентябре, что, вероятно, стало следствием массовых сокращений госслужащих. В декабре ФРС снова снизила ключевую ставку на 0.25 проц.п. – до 4.0%. Однако дальнейшее смягчение ДКП – под вопросом.

Госдолг США увеличился до рекордных 38 трлн долл. Д.Трамп планирует сокращать его путем расширения налоговой базы (импортные пошлины), а также уменьшать долю госдолга в ВВП за счет иностранных инвестиций в приоритетные проекты и роста экспорта. По оценкам президента, общая сумма инвестиций, включая объявленные, в американскую экономику по заключенным соглашениям с торговыми партнерами составит 21 трлн долл. США оказывают давление на ЕС, Китай, Индию и другие страны, чтобы они уменьшили закупки российских энергоносителей и увеличили импорт американских нефти и газа.

Отношения между США и Китаем остаются хрупкими. В октябре Китай объявил о введении экспортного контроля на редкоземельные металлы, что стало одной из причин новых угроз со стороны американского президента повысить импортные пошлины на китайские товары и ввести другие ограничения. После успешных переговоров в Малайзии ряд торговых ограничений был отменен. Однако США все равно ищут альтернативных поставщиков редкоземов.

## Основные показатели потребительского рынка США двигаются разнонаправленно. На рынке жилья наблюдается положительная динамика

Объемы новых заказов на товары длительного пользования в сентябре увеличились на 7.2% после 7.7% в августе (к соотв. мес. предш. года). Индекс-дефлятор базовых потребительских расходов домохозяйств (показатель, на который ориентируется ФРС) в сентябре вырос на 2.8% после 2.9% в августе. В то же время индекс потребительской уверенности в ноябре сократился до 51.0 после 53.6 в октябре.

На рынке жилья ставки по ипотечным кредитам в ноябре практически не изменились с октября: ставка по 15-летним кредитам составила 5.5%, по 30-летним – 6.2%, но в целом они ниже пиковых значений 2023 г. Цены на жилую недвижимость в сентябре увеличились всего на 1.4% после 1.6% в августе. Запасы жилья на вторичном рынке в ноябре сократились до 4.2 мес. продаж после 4.4 мес. продаж в октябре.

<sup>1</sup> Из-за 43-дневного шатдауна правительства США статистика в октябре не опубликовалась

# США (1/5) Макроэкономика

**Рост экономики США ускорился. Д.Трамп планирует решать проблему высокого госдолга путем расширения налоговой базы и снижения доли госдолга в ВВП за счет иностранных инвестиций в экономику и увеличения экспорта**

- Темп прироста ВВП в III кв. 2025 г. составил 2.3% (к соотв. кв. предш. года) после 2.1% во II кв.
- Темп прироста ВВП в III кв. 2025 г. к предш. кв. в годовом выражении составил 4.3% после 3.8% во II кв.
- Основной положительный вклад в прирост ВВП (4.3%) внесли увеличение потребительских расходов на услуги (1.7%), увеличение экспорта товаров и услуг (0.9%) и снижение импорта товаров (0.8%).

Госдолг США достиг рекордных 38 трлн долл. По оценкам МВФ, в 2025 г. он составит 125% ВВП, а в 2030 г. увеличится до 143.4% ВВП. Президент США Д.Трамп заявил, что к концу текущего года объем иностранных инвестиций, включая объявленные, в американскую экономику составит 21 трлн долл.

1 октября было объявлено о частичной приостановке работы правительства США из-за разногласий между республиканцами и демократами по поводу бюджетного финансирования. Тысячи госслужащих попали под сокращение или были вынуждены уйти в неоплачиваемый отпуск. Было уменьшено количество авиарейсов из-за нехватки авиадиспетчеров. Шатдаун продлился рекордные 43 дня.

9 октября руководство Китая сообщило, что с 8 ноября введет экспортный контроль на ряд товаров, связанных с редкоземельными металлами. В ответ на это Д.Трамп пригрозил повысить с 1 ноября пошлины на китайские товары на дополнительные 100% и отменить планируемую встречу с Си Цзиньпином. США также хотели прекратить закупать в Китае пшеническое масло и другие товары за отказ от импорта американской сои.

В конце октября в Малайзии состоялись успешные переговоры между США и Китаем. Были сняты торговые ограничения на китайский экспорт редкоземелов и американский экспорт в Китай технически передовых ИИ-чипов Nvidia. Китай также согласился увеличить закупки

Темпы прироста ВВП США, % (к соотв. кв. предш. года)



энергоносителей и сои из США. Д.Трамп на 10% снизил пошлины на китайский импорт, введенные из-за контрабанды фентанила. Китай отменил дополнительные 24% тарифы на ряд американских товаров.

Параллельно США изучают возможности закупки редкоземельных металлов из других стран, например, Австралии, Южной Кореи, стран Центральной Азии, для создания запасов.

## США (2/5) Макроэкономика

### Промышленное производство в США растет при сохранении индекса деловой активности в зоне ожидания сжатия экономики

- Промышленное производство в ноябре выросло на 2.5% после 2.2% в октябре (к соотв. мес. предш. года).
- Сводный опережающий индикатор ОЭСР макроэкономической динамики в ноябре увеличился на 0.2% после 0.3% в октябре (к соотв. мес. предш. года).
- В то же время индекс менеджеров по закупкам<sup>1</sup> в ноябре составил 48.2 после 48.7 в октябре, что по-прежнему ниже отметки 50, разделяющей ожидания расширения и сжатия экономики.

В своей тарифной политике Д.Трамп делает отдельные послабления. Он перенес введение 25% пошлин на импорт грузовиков с 1 октября на 1 ноября. Тарифы могут быть снижены в случае заключения страной сделки с США (в ноябре были достигнуты соглашения с Узбекистаном и Швейцарией). Также президент под давлением избирателей снизил тарифы на говядину, помидоры, кофе и бананы.

Намерения Д.Трампа увеличить экспорт энергоносителей в ЕС, Южную Корею, Китай, Индию и другие страны (в обмен на снижение импортных пошлин) подкрепляются отменой запрета на добычу нефти и газа на Аляске, возобновлением бурения нефтяных скважин у побережья Калифорнии, критикой идеологии «изменения климата» и необходимости достижения «углеродной нейтральности».

США также планируют сделать технологический рывок и ускорить производство вооружений. Готовятся реформы в Пентагоне и на предприятиях ВПК страны для реструктуризации системы взаимоотношений с подрядчиками, расширения их числа и развития ИИ, цифровых решений и космических технологий.

### Основные индикаторы экономического роста США



<sup>1</sup> Индекс менеджеров по закупкам PMI, индекс деловой активности – опережающий индикатор, формирующийся на основе опросов менеджеров по закупкам о текущей ситуации в отрасли

## США (3/5) Макроэкономика

### Уровень безработицы в США, вероятно, вырос из-за штадауна

- Уровень безработицы в ноябре составил 4.6% после 4.4% в сентябре.
- Доля ЭАН в ноябре составила 62.5% после 62.4% в сентябре.

Уровень безработицы вырос, однако это может быть следствием масштабных увольнений госслужащих, последовавших за частичной приостановкой работы правительства ввиду отсутствия бюджетного финансирования.

### В ноябре уровни общей и базовой инфляции в США существенно сократились, что позволяет продолжить цикл снижения ключевой ставки

- Уровень инфляции в ноябре составил 2.7% (в годовом выражении) после 3.0% в сентябре.
- Темп прироста базовых потребительских цен (за исключением цен на энергию и продукты питания) в ноябре составил 2.6% после 3.0% в сентябре (к соотв. мес. предш. года).

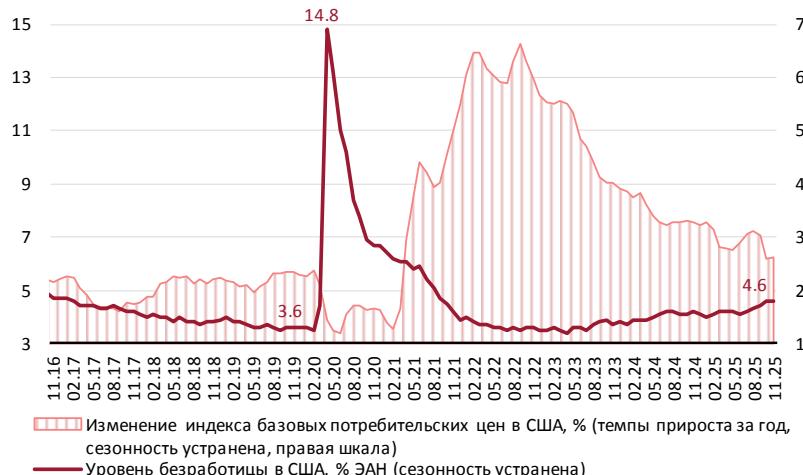
В декабре ФРС снова снизила ключевую ставку на 0.25 проц.п. – до 4.0%, несмотря на отсутствие данных по рынку труда из-за штадауна. Дальнейшее снижение ключевой ставки – под вопросом из-за возможного роста инфляции на фоне повышения тарифов.

Д.Трамп продолжает оказывать давление на ФРС с целью ускорения смягчения денежно-кредитной политики. Он пригрозил уволить главу минфина США Ск.Бессента, если он не сможет повлиять на руководителя ФРС Дж.Пауэлла. Также президент уже назвал двух кандидатов на пост нового главы ФРС.

<sup>1</sup> Данные по рынку труда за октябрь отсутствуют из-за продолжительного штадауна

Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS)

### Уровень безработицы и изменение индекса базовых потребительских цен в США, % (темперы прироста за год)

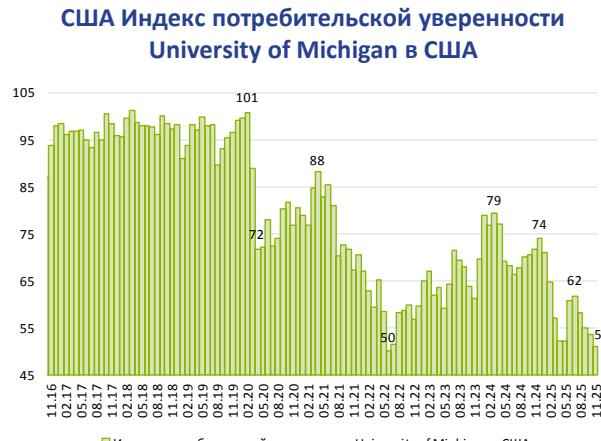


## США (4/5) потребительский рынок

### Основные показатели потребительского рынка США двигаются разнонаправленно

- Объемы новых заказов на товары длительного пользования в сентябре увеличились на 7.2% после 7.7% в августе (к соотв. мес. предш. года).
- Индекс-дефлятор базовых потребительских расходов домохозяйств (показатель, на который ориентируется ФРС) в сентябре вырос на 2.8% после 2.9% в августе.
- В то же время индекс потребительской уверенности в ноябре сократился до 51.0 после 53.6 в октябре.

Несмотря на замедление инфляции, потребительская уверенность в США продолжает падать, в ноябре почти достигнув уровня, сравнимого со временем пандемии (минимум был зафиксирован в июне 2022 г. – 50.0). При этом объемы новых заказов на товары длительного пользования продолжают уверено расти – наблюдается долгосрочный положительный тренд.



## США (5/5) рынок жилья

На рынке жилья в США наблюдается положительная динамика основных показателей

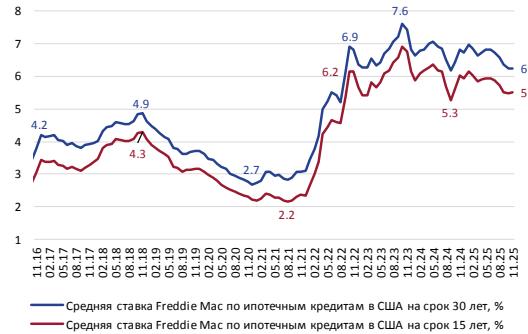
- Ставки по ипотечным кредитам в ноябре практически не изменились с октября после продолжительного снижения с пика: ставка по 15-летним кредитам составила 5.5%, по 30-летним – 6.2%.
- Цены на жилую недвижимость в сентябре увеличились всего на 1.4% после 1.6% в августе.
- Запасы жилья на вторичном рынке в ноябре составили 4.2 мес. продаж после 4.4 мес. продаж в октябре.

Несмотря на положительную динамику, назрели и проблемы.

Перед кризисом 2008 г. тысячи американцев стремились купить жилье, оформляя сразу две ипотеки: основную и «вторую» – так называемые 80/20 («piggyback loans»). Первая покрывала большую часть стоимости дома, а вторая позволяла обойтись без первоначального взноса. После обвала рынка жилья, когда стоимость недвижимости резко рухнула, банки перестали добиваться выплат по «вторым» займам. Многие кредиты были списаны как безнадежные, и заемщики решили, что долг аннулирован.

Но спустя годы, вместе с ростом цен на недвижимость, ожили и долги. Коллекторы начали скупать эти старые «вторые» ипотеки («зомби-кредиты») и взыскивать их заново – с большой прибылью для себя. Через юристов и посредников они требуют не только тело кредита, но и накопленные проценты, пени и штрафы, зачастую превышающие сумму изначального займа.

Средние ставки Freddie Mac по ипотечным кредитам в США, % годовых



Индекс цен на жилую недвижимость в 20 крупнейших городах США

S&P Case Shiller, % (темперы прироста к соотв. пер. предш. года),  
и запасы жилья на вторичном рынке, месяцев продаж



## Экономика зоны евро скромно растет на фоне неустойчивого рынка природного газа, высокого госдолга и политической нестабильности. Планируется развитие предприятий ВПК, как драйвера экономики и механизма интеграции сообщества

Темп прироста ВВП зоны евро в III кв. 2025 г. составил 1.4% (к соотв. кв. предш. года) после 1.6% во II кв. Промышленное производство в сентябре выросло на 1.4% после 0.6% в августе (к соотв. мес. предш. года). Индекс деловой активности в обрабатывающей промышленности (PMI) в ноябре снизился до 49.6 после 50.0 в октябре, что близко к отметке 50, разделяющей ожидания расширения и сжатия экономической активности.

Уровень общей инфляции в ноябре составил 2.1%, не изменившись с октября. Уровень базовой инфляции в ноябре равнялся 2.5%, как и в октябре, что все еще выше цели 2.0%. Рынок труда остается устойчивым: уровень безработицы в октябре составил 6.4% – значение последнего полугода. ЕЦБ сохраняет ключевую ставку на достаточно высоком (если смотреть на исторический ряд) уровне 2.15%.

Европейским странам пока не удалось обеспечить себе энергетическую безопасность – рынок природного газа по-прежнему подвержен внешним шокам, а электrogенерация ВИЭ во многом зависит от изменчивых погодных условий. При этом под давлением США ЕС пришлось согласовать отказ от российского газа к 2027 г., – по всей видимости, его заменят в первую очередь американским и катарским.

Дальнейший рост экономики и интеграции европейского сообщества планируется за счет развития предприятий ВПК и огромных инвестиций в обороноспособность европейского объединения. Однако после неудачи с экспроприацией российских активов единственным источником финансирования осталось наращивание и без того высокого госдолга. Финансовые и социальные проблемы ведут к политической нестабильности в странах ЕС.

## И потребительское, и деловое доверие в зоне евро на низком уровне. Динамика показателей неустойчива из-за финансовых проблем в экономике

Балансовый индекс потребительского доверия в ноябре составил -4.4 после -4.3 в октябре, оставаясь в зоне отрицательных значений с октября 2021 г.

Индекс доверия бизнеса немного растет, но остается на низком уровне. В то же время объем продаж автомобилей в ноябре увеличился на 2.1% после 5.8 % в октябре (динамика показателя характеризует уровень готовности населения к крупным покупкам и может служить опережающим индикатором кризиса).

## Зона евро (1/4) Макроэкономика

Экономика зоны евро растет невысокими темпами на фоне неустойчивого рынка природного газа, высокого госдолга и политической нестабильности

- Темп прироста ВВП в III кв. 2025 г. составил 1.4% (к соотв. кв. предш. года) после 1.6% во II кв.
- Темп прироста ВВП в III кв. 2025 г. к предш. кв. в годовом выражении составил 0.3% после 0.1% во II кв.

Европейский рынок природного газа остается подвержен внешним колебаниям. В октябре средняя цена на газ в Европе оказалась ниже, чем годом ранее, на фоне неравномерных погодных условий. В ноябре снижение цен подкрепилось возможностью урегулирования ситуации вокруг Украины и прогнозами относительно теплой погоды зимой. В то же время в Германии в ноябре электроэнергия подорожала до максимума с февраля: слабый ветер привел к снижению мощности ветрогенерации.

Под давлением Д.Трампа в ЕС согласовали план полного отказа от российского газа к 2027 г. – США готовы заменить его американским. При этом США и Катар выступают против климатических требований ЕС на импорт СПГ – Катар заявил о возможности приостановки поставок.

ЕК не удалось согласовать экспроприацию российских суверенных активов для помощи Украине, однако Бельгия согласилась на их бессрочную «заморозку».

Во многих странах ЕС на фоне финансовых и социальных проблем наблюдается политическая нестабильность. Было инициировано два вотума недоверия председателю Еврокомиссии У.Фон дер Ляйен – оба были отклонены, однако высоко вероятны новые. Во Франции было утверждено второе правительство С.Лекорню, которому также уже выдвигали две резолюции о недоверии – обе были отклонены.

Источник: Eurostat

Темпы прироста ВВП зоны евро, % (к соотв. кв. предш. года)



## Зона евро (2/4) Макроэкономика

Европейские страны намерены обеспечить будущий рост промышленного производства за счет развития предприятий ВПК

- Промышленное производство в сентябре выросло на 1.4% после 0.6% в августе (к соотв. мес. предш. года).
- Сводный опережающий индикатор ОЭСР макроэкономической динамики в Германии (крупнейшей экономике зоны евро) в ноябре увеличился на 1.8% после 1.6% в октябре (к соотв. мес. предш. года).
- Индекс менеджеров по закупкам<sup>1</sup> в ноябре составил 49.6 после 50.0 в октябре, что близко к отметке 50, разделяющей ожидания расширения и сжатия экономической активности.

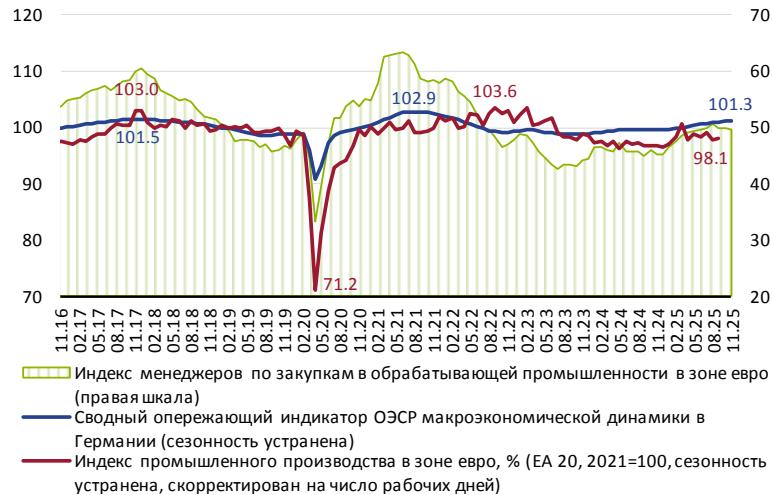
У.Фон дер Ляйен подтвердила предложение ЕК увеличить семилетний бюджетный план ЕС (2028-2034 гг.) на 800 млрд евро – до 2 трлн евро. Военные расходы предлагаются довести до 131 млрд евро по сравнению с 25.5 млрд евро в 2021-2027 гг.

ЕС намерен потратить 6.8 трлн евро на программу по повышению своей боеготовности к 2035 г. (основное – это четыре стратегических проекта по совершенствованию системы ПВО). К 2030 г. планируется вложить 100 млрд евро в военную модернизацию транспортной инфраструктуры ЕС. Германия направит рекордные 52 млрд евро на 29 контрактов военных закупок (на фоне три года стагнирующей экономики).

В то же время ограничения Китая на экспорт редкоземельных металлов и полупроводников, импортные пошлины США и низкий спрос негативно сказываются на промышленности европейских стран, включая автомобильную. В автопроме Германии могут сократить около 200 тыс. рабочих мест. Немецкий Volkswagen впервые закрывает завод на территории страны. ЕК планирует снизить сырьевую зависимость от Китая путем развития кооперации с Австралией, Казахстаном, Канадой, Узбекистаном, Украиной и Чили.

<sup>1</sup> Индекс менеджеров по закупкам PMI, индекс деловой активности – опережающий индикатор, формирующийся на основе опросов менеджеров по закупкам о текущей ситуации в отрасли

### Основные индикаторы экономического роста зоны евро



# Зона евро (3/4) Макроэкономика

## Рынок труда в зоне евро остается устойчивым

- Уровень безработицы в октябре составил 6.4%, не изменившись с сентября.

Уровень безработицы в зоне евро последние полгода почти не изменяется, оставаясь близким к минимальным историческим значениям.

## Общая инфляция в зоне евро немного превышает целевой уровень 2.0%. Базовая инфляция устойчиво выше этого значения

- Уровень инфляции в ноябре составил 2.1%, не изменившись с октября.
- Темп прироста базовых потребительских цен (за исключением цен на энергию и сезонные продукты питания) в ноябре составил 2.5%, не изменившись с октября.

В декабре ЕЦБ в четвертый раз подряд сохранил ключевую ставку на уровне 2.15%. Всего с середины 2022 г. по начало 2024 г. ставка была повышена с 0% до 4.5%. (в 2008 г. максимальное значение показателя равнялось лишь 4.25%). Дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики пока не планируется из-за опасений новых всплесков инфляции.

## Уровень безработицы и изменение индекса базовых потребительских цен в зоне евро, % (темперы прироста за год)



## Зона евро (4/4) потребительский рынок

И потребительское, и деловое доверие в зоне евро на низком уровне. Динамика показателей неустойчива из-за финансовых проблем в экономике

- Балансовый индекс потребительского доверия в ноябре составил -4.4 после -4.3 в октябре, оставаясь в зоне отрицательных значений с октября 2021 г.
- Индекс доверия бизнеса в ноябре увеличился на 0.6% после 0.5% в октябре (к соотв. мес. предш. года). Относительно предшествующих месяцев показатель растет пятый месяц подряд. Однако его общий уровень остается очень низким.
- В то же время объем продаж автомобилей в ноябре увеличился на 2.1% после 5.8 % в октябре (динамика показателя характеризует уровень готовности населения к крупным покупкам и может служить опережающим индикатором рецессии).



**Темпы прироста продаж автомобилей (%),  
и индекс доверия бизнеса в зоне евро**



## Рост экономики Китая замедляется на фоне проблем избыточных мощностей, слабого потребительского спроса, долгового кризиса, кризиса на рынке недвижимости и неустойчивых отношений с США

Темп прироста ВВП в III кв. 2025 г. составил 4.8% (к соотв. кв. предш. года) после 5.2% во II кв. Промышленное производство в ноябре выросло на 4.8% после 4.9% в октябре (к соотв. пер. предш. года). Индекс деловой активности в обрабатывающей промышленности (PMI) в ноябре составил 49.9 после 50.6 в октябре, оставаясь неустойчивым относительно отметки 50, разделяющей ожидания расширения и сжатия экономики.

Си Цзиньпин призвал чиновников учитывать также «качество» роста и бороться с проблемой избыточных мощностей, поскольку внутренний потребительский спрос остается недостаточным. Оборот розничной торговли в ноябре вырос всего на 1.3% после 2.9% в октябре (к соотв. пер. предш. года). Цены в ноябре увеличились на 0.7% после 0.2% в октябре (в годовом выражении) – тенденция хорошая (как показатель увеличения спроса), но пока очень слабая.

Ситуация с кризисом на рынке недвижимости Китая ухудшается. Цены на недвижимость в Пекине в ноябре снизились на 6.8% после сокращения на 4.7% в октябре (к соотв. мес. предш. года). Объем производства цемента в ноябре упал на 8.9% после снижения на 15.6% в октябре (к соотв. пер. предш. года). Правительство Китая планирует новый пакет мер по стимулированию спроса на жилье.

Отношения с США остаются неустойчивыми. После введения Китаем контроля на экспорт редкоземельных металлов Д.Трамп вновь начал угрожать новыми торговыми ограничениями. Ситуацию удалось разрешить на переговорах в Малайзии. Однако США продолжают поставлять Тайваню вооружения, на что может привести к очередному обострению отношений с Китаем.

## В ноябре сальдо торгового баланса Китая выросло благодаря увеличению экспорта

В ноябре экспорт Китая вырос на 5.9%, импорт – на 1.9% по сравнению с ноябрем 2024 г. В октябре экспорт снизился на 1.1%, импорт увеличился на 1.0% по сравнению с октябрем прошлого года.

# Китай (1/5) макроэкономика

## Рост экономики Китая замедляется на фоне проблем избыточных мощностей, долгового кризиса и неустойчивых отношений с США

- Темп прироста ВВП в III кв. 2025 г. составил 4.8% (к соотв. кв. предш. года) после 5.2% во II кв.
- Уровень безработицы в ноябре составил 5.1%, не изменившись с октября.

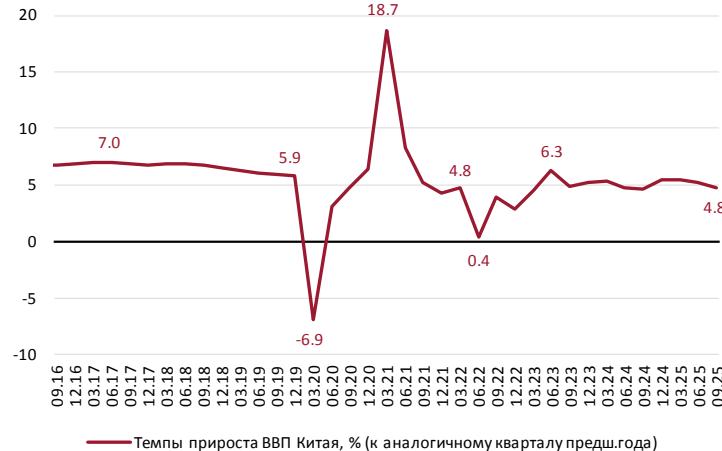
Рост ВВП Китая в III кв. оказался чуть выше прогнозов (4.8% против 4.7%), но не дотянул до целевого значения 5% и существенно замедлился по сравнению со II кв. (5.2%). Средний темп прироста экономики за три квартала составляет 5.1%, что все еще выше целевого уровня. При этом лидер Китая Си Цзиньпин призвал чиновников воздержаться от «гонки» за целевым показателем, пренебрегая при этом проблемами избыточных мощностей и ростом госдолга.

Для дальнейшего стимулирования экономики Китая в 2026 г. планируется выпустить сверхдлинные гособлигации.

В начале октября в отношениях с США назрела очередная проблема: Китай вновь ограничил экспорт редкоземельных металлов. В ответ на это Д.Трамп пригрозил увеличить пошлины на импорт китайских товаров на дополнительные 100%, приостановить поставки американских запчастей для самолетов в Китае (поэтому КНР стремится наладить сотрудничество с европейской компанией Airbus) и отменить планируемую встречу с Си Цзиньпином. Обе страны начали взимать дополнительные портовые сборы с морских судоходных компаний друг друга. За отказ от импорта американской сои США хотели перестать закупать у Китая растительное масло.

В конце октября на встрече в Малайзии двум крупнейшим экономикам

## Темпы прироста ВВП Китая, % (к соотв. кв. предш. года)



удалось договориться. Были отменены ограничения на экспорт редкоземелей из Китая и чипов из США, дополнительные китайские 24% пошлины на ряд американских товаров и американские 10% тарифы на китайский импорт. Китай впервые за год закупил американскую пшеницу после отмены 15% пошлины.

При этом США одобрили продажу Тайваню запчастей к F-16 на 330 млн долл. и вооружений на 11.1 млрд долл. Китай пообещал принять ответные меры.

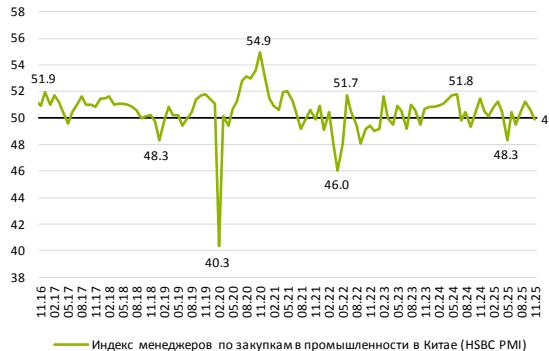
## Китай (2/5) макроэкономика

Рост промышленного производства в Китае замедляется на фоне кризиса перепроизводства и избыточных мощностей, инвестиции падают

- Промышленное производство в ноябре выросло на 4.8% после 4.9% в октябре (к соотв. мес. предш. года).
- Сводный опережающий индикатор ОЭСР макроэкономической динамики в ноябре снизился на 0.9% после сокращения на 0.7% в октябре (к соотв. мес. предш. года).
- Индекс менеджеров по закупкам<sup>1</sup> в ноябре составил 49.9 после 50.6 в октябре, оставаясь неустойчивым относительно отметки 50, разделяющей ожидания расширения и сжатия экономики.

Рост промышленного производства в Китае замедляется второй месяц подряд, в ноябре достигнув минимального значения темпов прироста за 2025 г. Сводный опережающий индикатор ОЭСР относительно соответствующего месяца предшествующего года снижается уже больше полутора года, относительно предыдущего месяца – 10 месяцев подряд.

Индекс менеджеров по закупкам в промышленности в Китае



## Китай (3/5) потребительский рынок

Темпы роста оборота розничной торговли падают из-за недостаточно сильного потребительского спроса

- Оборот розничной торговли в ноябре вырос всего на 1.3% после 2.9% в октябре (к соотв. пер. предш. года).
- Цены в ноябре увеличились на 0.7% после 0.2% в октябре (в годовом выражении).
- Индекс потребительского доверия в октябре увеличился на 0.9%, как и в сентябре (к соотв. пер. предш. года). Относительно предшествующих месяцев показатель растет последние четырнадцать месяцев, но остается на очень низком уровне.



Темпы прироста оборота розничной торговли и изменение индекса потребительских цен в Китае, %



## Китай (4/5) рынок жилья

### Из-за ухудшения ситуации на рынке недвижимости Китая планируются новые меры стимулирования спроса

- Цены на недвижимость в Пекине в ноябре снизились на 6.8% после сокращения на 4.7% в октябре. В 70 самых крупных и средних городах Китая, охваченных наблюдением, цены на недвижимость в ноябре падали.
- Объем производства цемента в ноябре упал на 8.9% после снижения на 15.6% в октябре (к соотв. пер. предш. года).

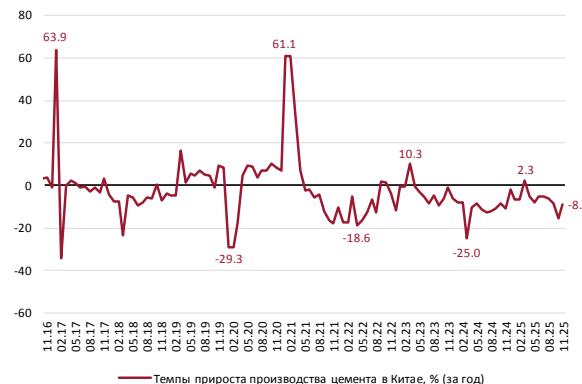
По сообщениям агентства Bloomberg, правительство Китая обдумывает новый пакет мер по стимулированию рынка недвижимости, так как кризис в этом секторе затягивается. Его дальнейшее усугубление будет угрожать дестабилизацией финансовой системы страны.

Министерство жилищного строительства рассматривает множество вариантов, в числе которых предоставление ипотечных субсидий новым покупателям жилья – впервые по всему Китаю без ограничений по городам и провинциям. Другие предлагаемые меры включают повышение льгот по подоходному налогу для ипотечных заемщиков и снижение затрат на покупку жилья. Этот план обсуждался, по крайней мере, с начала третьего квартала текущего года, поскольку спад продаж и цен на рынке жилья продолжает усиливаться. Сроки и конкретные меры политики, которые должны быть реализованы, все еще остаются неопределенными.

Индекс цен на недвижимость в Пекине



Темпы прироста производства цемента в Китае, %



## Китай (5/5) торговый баланс

В ноябре сальдо торгового баланса Китая возросло благодаря увеличению экспорта

- Сальдо торгового баланса в ноябре составило 111.7 млрд долл. после 90.1 млрд долл. в октябре, что на 14.6% больше и на 5.5% меньше, чем в ноябре и октябре 2024 г., соответственно.
- Экспорт в ноябре составил 330.3 млрд долл., в октябре – 305.4 млрд долл., что на 5.9% больше и на 1.1% меньше значений ноября и октября 2024 г., соответственно.
- Импорт в ноябре составил 218.7 млрд долл., в октябре – 215.3 млрд долл., что на 1.9% и 1.0% больше значений ноября и октября 2024 г., соответственно.

При этом товарооборот между Китаем и США в январе-ноябре снизился на 17.5% по сравнению с январем-ноябрем 2024 г. (экспорт сократился на 18.9%, импорт – на 13.2%).

Товарооборот между Китаем и Россией за тот же период меньшился на 8.7% (экспорт сократился на 11.9%, импорт – на 5.9%).

Сальдо торгового баланса Китая, млрд долл.



## Специальный сюжет (1/3) Развитие цифровых активов в странах мира: США

- После «величайшей революции» в сфере регулирования стейблкоинов, которую осуществил президент США Дональд Трамп своим указом об **«Укреплении американского лидерства в области цифровых финансовых технологий»** (см. выпуск мониторинга от 01.08.2025), коалиция международных банков, включая американские Goldman Sachs и Bank of America, а также немецкий Deutsche Bank AG и испанский Banco Santander, объединили усилия для развития цифровых денег, подобных стейблкоинам.
- В свою очередь, банк JPMorgan Chase начал предлагать институциональным клиентам токен JPM Coin, представляющий собой **токенизованные долларовые депозиты**. Депозитные токены – это цифровые монеты, выпускаемые коммерческими банками и представляющие собой требования к депозитам клиентов в фиатной валюте. По сути, это токенизованные версии денег, которые уже лежат на банковских счетах, они предназначены для более удобного перемещения с помощью блокчейн-сетей. JPM Coin тестировался несколько месяцев такими компаниями, как Mastercard, Coinbase и B2C2. Токены сохраняют доходность по вкладам и позволяют переводить средства через публичный блокчейн Base от криптобиржи Coinbase мгновенно и круглосуточно.
- Кроме того, JPMorgan планирует разрешить институциональным клиентам использовать биткоин и Ethereum в качестве **залога при получении кредитов**. Новый сервис расширит уже действующую практику банка, который принимает в качестве обеспечения акции криптовалютных биржевых фондов (ETF).
- Федеральная резервная система США рассматривает возможность создания мастер-счетов нового типа, которые позволят **финтех- компаниям и организациям, работающим с цифровыми активами**, напрямую подключаться к платежной инфраструктуре ФРС. Новая концепция предусматривает предоставление базовых платежных услуг «юридически правомочным организациям», которые не нуждаются во всем спектре инструментов, доступных коммерческим банкам, но активно развиваются в сфере платежей. Предполагается, что новые счета будут адаптированы под их потребности и уровень риска, а рассмотрение заявок на их открытие будет проходить в ускоренном порядке. Ожидается, что по этим счетам не будет начисляться процент на остатки, а объем средств на них может быть ограничен.
- Интересно, что еще весной 2025 г. крупнейшие криптовалютные компании США начали активно готовиться к **получению традиционных банковских лицензий**: среди заявителей фигурировали Circle, BitGo, Coinbase и Paxos. После прихода на пост президента страны Д.Трампа и смены политики администрации, резко возрос интерес криptoиндустрии и финтех-компаний к прямому доступу к банковской системе. Некоторые фирмы, включая BitGo, стремятся получить полноценные банковские лицензии с правом принимать депозиты и выдавать кредиты, другие нацелены на ограниченные разрешения для выпуска стейблкоинов.

## Специальный сюжет (2/3) Развитие цифровых активов в странах мира: зона евро

- В середине сентября министры финансов ЕС договорились о дальнейших шагах по запуску **цифрового евро** – электронного кошелька под управлением Европейского центрального банка (ЕЦБ). Проект должен стать альтернативой доминирующим сегодня американским платежным системам Visa и Mastercard. Законопроект о цифровом евро был внесен Еврокомиссией еще в 2023 г. Ожидается, что **законодательная база будет готова к середине 2026 г.**, после чего запуск валюты может занять еще до трех лет (т.е. до 2029 г.). Для реализации проекта необходимо одобрение стран ЕС и Европарламента, поскольку действующее законодательство разрешает ЕЦБ выпускать только наличные деньги. Европейские официальные лица рассматривают возможность запуска цифровой валюты на **публичном блокчейне вроде Ethereum или Solana**, а не на приватном, как планировалось ранее.
- ЕЦБ представил цифровой евро как способ сократить зависимость Европы от американских кредитных карт и как ответ на глобальное продвижение стейблкоинов, привязанных к доллару США, которое ведет президент США Д.Трамп. Однако европейский регулятор как главный инициатор проекта пока не смог заручиться законодательным одобрением: парламентарии и банкиры жалуются, что это **может обескровить банковские депозиты**, оказаться слишком затратным или ограничить конфиденциальность. Согласно данным исследования, подготовленного по запросу Европейского парламента и Совета ЕС, в случае массового бегства вкладчиков в условиях финансовой паники, цифровой евро может вызвать отток до 700 млрд евро из коммерческих банков зоны евро (2.2% всех активов банковского сектора), что создаст проблемы с ликвидностью примерно у 13 европейских банков. Немецкий банковский комитет назвал инициативу «слишком сложной и дорогостоящей» и поставил под сомнение ее практическую пользу. По оценке PwC, внедрение цифрового евро может стоить банковскому сектору до 30 млрд евро, тогда как ЕЦБ оценивает расходы менее чем в 6 млрд евро.
- План ЕЦБ по запуску цифрового евро к 2029 г. вызвал **сильное сопротивление со стороны крупнейших банков**. 14 ведущих кредитных организаций, включая Deutsche Bank, BNP Paribas и ING, заявили, что проект может подорвать позиции частных платежных систем и ослабить стимулы к инновациям в банковской сфере. Эти банки ранее запустили собственный платежный сервис Wero, призванный стать европейской альтернативой Visa, Mastercard и PayPal. По их мнению, цифровое евро дублирует функции существующих решений, не предлагая пользователям ощутимых преимуществ, и способно вытеснить частные сервисы с рынка.
- На этом фоне группа крупнейших европейских банков, в числе которых UniCredit, ING, DekaBank, Banca Sella, KBC, Danske Bank, SEB, CaixaBank и Raiffeisen Bank International, объявила о создании совместной платформы для выпуска **стейблкоина, обеспеченного евро**. Запуск цифрового актива запланирован на вторую половину 2026 г. Инициатива направлена на создание альтернативы американским стейблкоинам, доминирующим на рынке, и повышение стратегической автономии Европы в сфере международных платежей.

## Специальный сюжет (3/3) Развитие цифровых активов в странах мира: страны Азии

- Китайские власти рассматривают возможность разрешить использование **стейблкоинов, обеспеченных юанем**, чтобы способствовать более широкому распространению своей национальной валюты в мировой финансовой системе. Китай давно стремится к тому, чтобы юань приобрел статус мировой валюты, но жесткий контроль за движением капитала и положительное сальдо торгового баланса в размере 1 трлн долл. в год препятствуют достижению этой цели. Согласно содержанию «дорожной карты» по расширению использования стейблкоинов, план будет включать в себя целевые показатели по использованию китайской валюты на мировых рынках и определять обязанности регуляторов, а также содержать рекомендации по предотвращению рисков. Реализация плана по использованию стейблкоинов будет возложена в том числе и на Народный банк Китая (НБК). Гонконг и Шанхай станут основными городами, где инициатива будет внедряться ускоренными темпами.
- Тем временем НБК уже запустил Renminbi Digital – новую систему трансграничных расчетов, основанную на **цифровом юане** (e-CNY). В отличие от стандартных форм юаня (оффшорного – CNH или оншорного – CNY), цифровой юань существует в виде токенов, обращающихся в государственном блокчейне. Пользователи получают цифровые кошельки, через которые можно проводить платежи, расчеты и трансграничные переводы без участия финансовых посредников и системы SWIFT. В проект уже интегрированы 10 стран АСЕАН (включая Таиланд, Вьетнам и Индонезию) и 6 государств Ближнего Востока, а доля сделок, проходящих через эту платформу, приближается к 40% от всего объема международной торговли Китая.
- В октябре в Японии запустили первый в мире **стейблкоин, привязанный к иене**. Криптовалюта называется JPYC – в честь запустившей ее токийской финтех-компании. Стейблкоин обеспечен банковскими депозитами и национальными государственными облигациями. Физические лица, корпорации и институциональные инвесторы могут подавать заявки на покупку JPYC и переводить платежи в электронные кошельки. Использование включает международные переводы, корпоративные платежи и децентрализованные финансовые услуги на базе блокчейна.
- В сентябре Национальный банк Казахстана запустил первый **стейблкоин, номинированный в тенге**. Он получил название Evo (от английского слова evolution) и привязан к нацвалюте в соотношении 1:1.
- В октябре Кыргызстан запустил **национальный стейблкоин KGST** и цифровую валюту центрального банка в партнерстве с криптовалютной биржей Binance. KGST, привязанный к сому в соотношении 1:1, был запущен на блокчейне BNB Chain, а цифровая версия сома готова к использованию для государственных платежей.
- О планах разработать собственные **стейблкоины** в тестовом режиме также заявлял Центробанк Узбекистана: регулятор рассматривает два варианта выпуска – напрямую через центральный банк или через частные кредитные организации.

## Глоссарий терминов

- **Блокчейн** – база данных с транзакциями, состоящая из последовательно выстроенной цепочки (*chain*) цифровых блоков (*block*), в каждом из которых хранится информация о предыдущем и следующем блоках. Это своеобразная цифровая тетрадь, в которой записи неизменны благодаря механизму хеширования – уникальному набору буквенных и цифровых символов, где изменение одного символа влечет изменения в других блоках.
- **Криптовалюта** – цифровая или виртуальная валюта, которая использует криптографию для защиты транзакций и контроля создания новых единиц. Криптовалюта функционирует в децентрализованной сети (обычно на технологии блокчейн) и не контролируется центральным банком или государством, позволяя совершать прямые переводы без посредников. Это средство обмена и сбережения в виде кода, существующее в сети Интернет, с уникальными свойствами безопасности и прозрачности.
- **Криптобиржа** – цифровая платформа, позволяющая покупать, продавать и обменивать криптовалюты между собой или на фиатные деньги. Такие площадки предоставляют пользователям удобные инструменты для торговли в реальном времени, а также функции для хранения активов.
- **Стейблкоин** – тип криптовалюты, созданный для поддержания стабильной цены, привязанной к реальному активу (фиатной валюте или физическому активу).
- **Токен** – единица учета, не являющаяся криптовалютой, выполняющая функцию «заменителя ценных бумаг» в цифровом мире. Токены представляют собой запись в регистре, распределенную в блокчейн-цепочке. Управление токеном обычно реализуется с помощью смарт-контракта, в котором записаны значения остатков на счетах держателей токенов, и который предоставляет возможность перевода токенов с одного счета на другой.
- **Фиатные (фидуциарные) деньги** – современные валюты (рубли, доллары, евро и т.д.), ценность которых не обеспечена товаром (золотом), а установлена и гарантирована государством, которое объявляет их законным платежным средством; их стоимость основана на доверии людей к правительству и экономике.
- **Финтех-компания** – организация, которая использует инновационные технологии (блокчейн и др.) для предоставления финансовых услуг (платежи, кредиты, инвестиции) быстрее, дешевле и удобнее, чем традиционные банки. По сути, это компании, работающие на стыке финансов и ИТ, чтобы автоматизировать и улучшать финансовые процессы для конечного пользователя, предлагая новые цифровые продукты и бизнес-модели, ориентированные на клиентский опыт.



## ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

Тел.: 8-499-129-17-22, e-mail: [mail@forecast.ru](mailto:mail@forecast.ru), <http://www.forecast.ru>, telegram: [cmasf](#)

### Авторы обзора

Ирина Ипатова, ведущий эксперт ЦМАКП, к.э.н.

Email: [iipatova@forecast.ru](mailto:iipatova@forecast.ru)

Ренат Ахметов, ведущий эксперт ЦМАКП

Email: [rakhmetov@forecast.ru](mailto:rakhmetov@forecast.ru)

### Автор специального сюжета

Ренат Ахметов, ведущий эксперт ЦМАКП

Email: [rakhmetov@forecast.ru](mailto:rakhmetov@forecast.ru)

### Следите за новыми выпусками мониторингов ЦМАКП

Официальный сайт: [forecast.ru](http://forecast.ru)

Telegram-канал: [cmasf](#)