



ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

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

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

Специальный сюжет номера – Развитие цифровых активов в странах мира

В III кв. рост экономики в США ускорился, в Китае – замедлился, в зоне евро – почти не изменился (темпы 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.

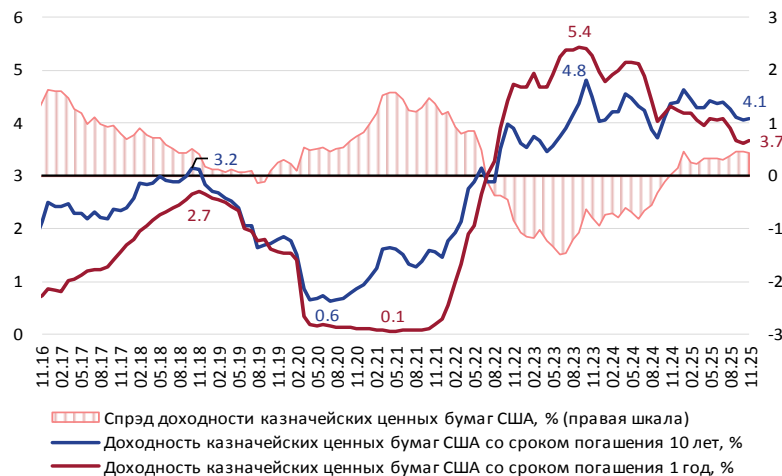
Зона евро. ВВП и промышленное производство в зоне евро растут невысокими темпами, экономика Германии стагнирует. Под влиянием США ЕС согласовал полный отказ от импорта российского газа к 2027 г. Однако об экспроприации российских активов договориться не удалось. ЕС в промышленности сделал ставку на развитии 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.

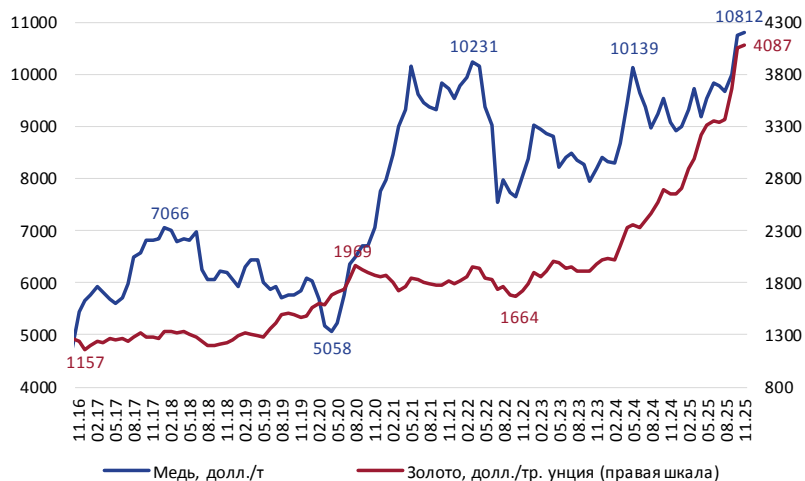
Рынок нефти. Со второй недели октября по середину декабря цены на нефть преимущественно снижались. В октябре это происходило на фоне эскалации торговой войны между США и Китаем – выросли опасения по поводу замедления роста мировой экономики и спроса на нефть. Также достижение мирного соглашения между 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.

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



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



Спрэд 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.

Сводный индекс менеджеров по закупкам в обрабатывающей промышленности¹ США, зоны евро, Китая и России²



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.

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

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

Прогнозы международных организаций на 2025-2026 гг.



ЦМАКП

Темп прироста ВВП, %	2024	ООН (май 25)		ВБ (июн 25)		МВФ (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 ¹	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. ²	79	-	-	66 ³	61 ³	69	66
Инфляция ср. за год., %	5.8	-	-	2.9	2.9	4.2	3.7

¹ За фискальный год (01.07-30.06)

² Среднее цен на нефть Brent, Dubai и WTI, если не указано иное

³ 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 ноябре¹ 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 движутся 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.

¹ Из-за 43-дневного шатдауна правительства США статистика в октябре не публиковалась

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 пищевое 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 редкоземельных металлов и американский экспорт в Китай технически передовых ИИ-чипов Nvidia. Китай также согласился увеличить закупки

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



энергоснабжителей 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.

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 закупкам¹ в ноябре составил 48.2 после 48.7 в октябре, что по-прежнему ниже отметки 50, разделяющей ожидания расширения и сжатия экономики.

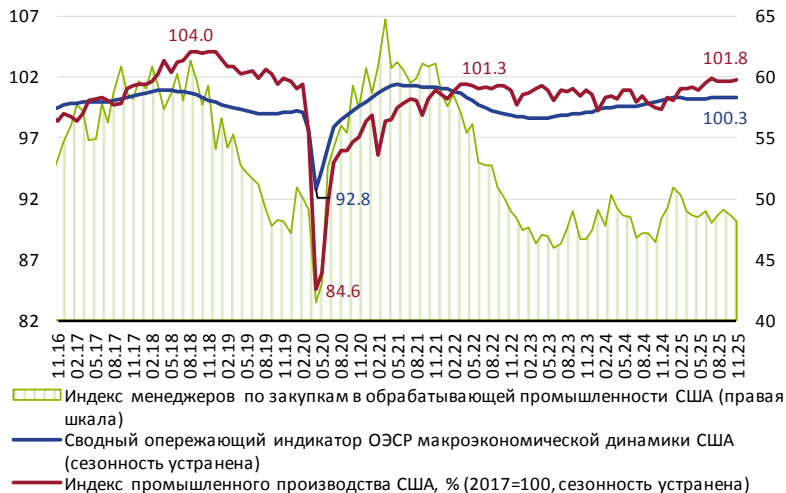
В своей тарифной политике Д.Трамп делает отдельные послабления. Он перенес введение 25% пошлин на импорт грузовиков с 1 октября на 1 ноября. Тарифы могут быть снижены в случае заключения страной сделки с США (в ноябре были достигнуты соглашения с Узбекистаном и Швейцарией). Также президент под давлением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

¹ 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 США



Уровень безработицы в США, вероятно, вырос из-за шатдауна

- 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.

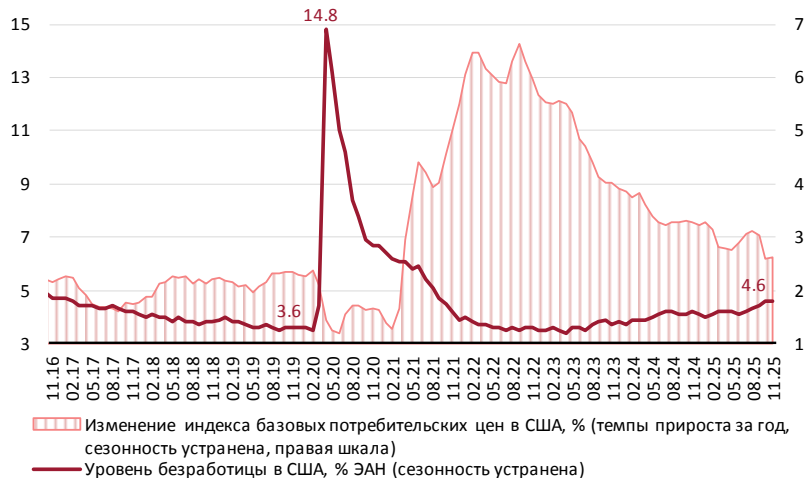
В ноябре уровни общей и базовой инфляции в США существенно сократились, что позволяет продолжить цикл снижения ключевой ставки

- 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 шатдауна. 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.

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



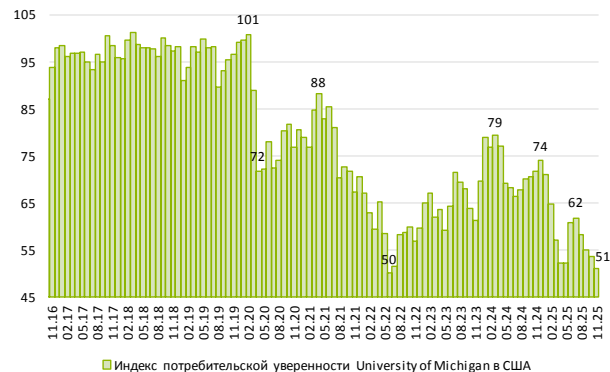
¹ Данные по рынку труда за октябрь отсутствуют из-за продолжительного шатдауна

Основные показатели потребительского рынка США движутся 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 уверенно расти – наблюдается долгосрочный положительный тренд.

США Индекс потребительской уверенности
University of Michigan в США



Объемы новых заказов на товары длительного пользования, млн. долл., и изменение
индекса-дефлятора базовых потребительских расходов домохозяйств в США, %



На рынке жилья в США наблюдается положительная динамика основных показателей

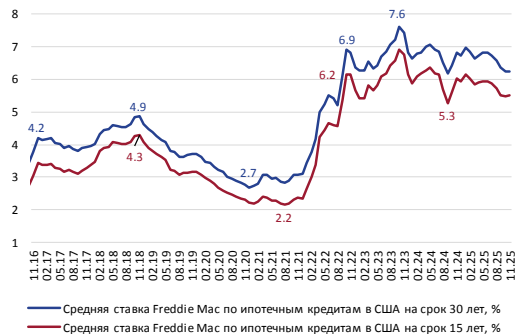
- Ставки по ипотечным кредитам в ноябре практически не изменились с октября после продолжительного снижения с пика: ставка по 15-летним кредитам составила 5.5%, по 30-летним – 6.2%.
- Цены на жилую недвижимость в сентябре увеличились всего на 1.4% после 1.6% в августе.
- Запасы жилья на вторичном рынке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

Но спустя годы, вместе с ростом цен на недвижимость, ожили и долги. Коллекторы начали скупать эти старые «вторые» ипотеки («зомби-кредиты») и взysкивать 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, % (темпы 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 полугодия. 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 электрогенерация 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).

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.

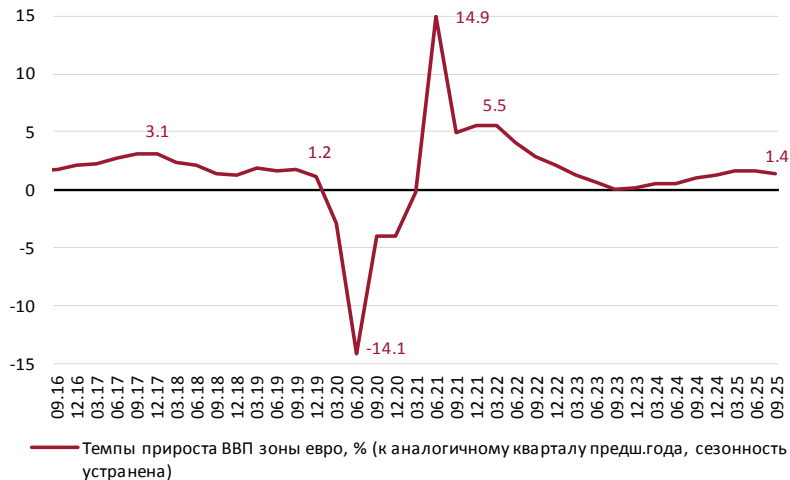
Под давлением Д.Трампа в ЕС согласовали план полного отказа от российского газа к 2027 г. – США готовы заменить его американским. При этом США и Катар выступают против климатических требований ЕС на импорт СПГ – Катар заявил о возможности приостановки поставок.

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)



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 закупкам¹ в ноябре составил 49.6 после 50.0 в октябре, что близко к отметке 50, разделяющей ожидания расширения и сжатия экономической активности.

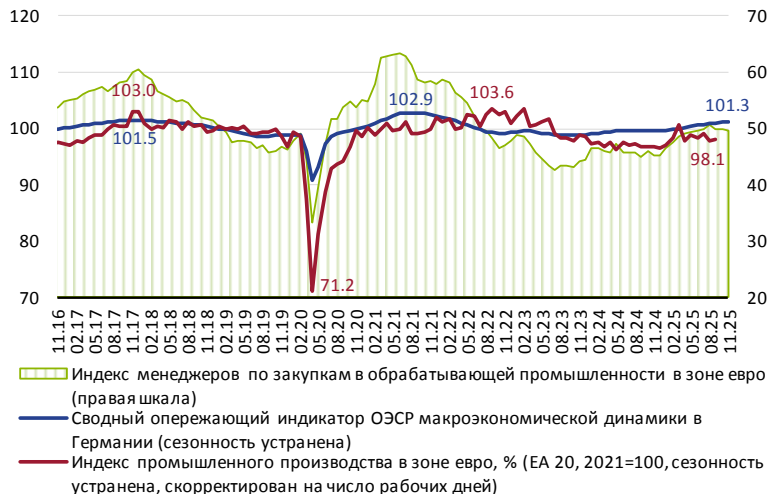
У.Фон дер Ляйен подтвердила предложение ЕК увеличить семилетний бюджетный план ЕС (2028-2034 гг.) на 800 млрд евро – до 2 трлн евро. Военные расходы предлагается довести до 131 млрд евро по сравнению с 25.5 млрд евро в 2021-2027 гг.

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 сократиться около 200 тыс. рабочих мест. Немецкий Volkswagen впервые закрывает завод на территории страны. ЕК планирует снижать сырьевую зависимость от Китая путем развития кооперации с Австралией, Казахстаном, Канадой, Узбекистаном, Украиной и Чили.

¹ 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



Рынок труда в зоне евро остается устойчивым

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

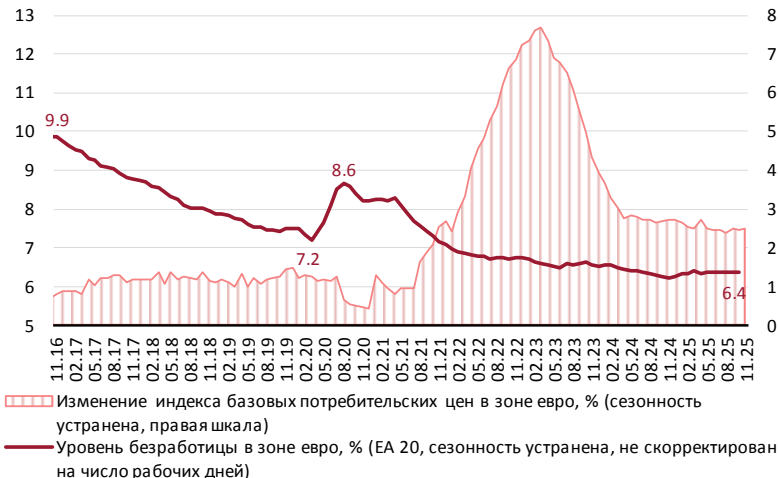
Уровень безработицы в зоне евро последние полгода почти не изменяется, оставаясь близким к минимальным историческим значениям.

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.

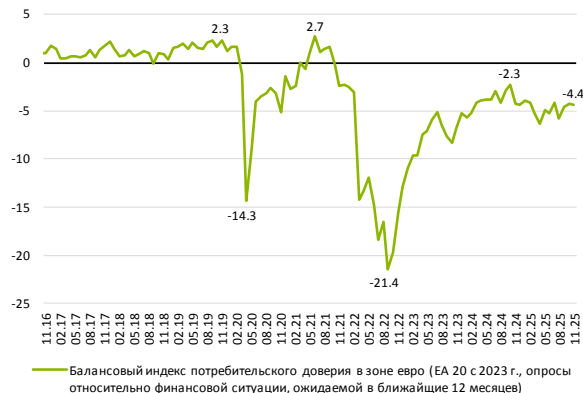
Уровень безработицы и изменение индекса базовых потребительских цен в зоне евро, % (темпы прироста за год)



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).

Балансовый индекс потребительского доверия в зоне евро
(опросы относительно финансовой ситуации, ожидаемой в ближайшие 12 месяцев)



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 Тайванью 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 октябрём прошлого года.

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.

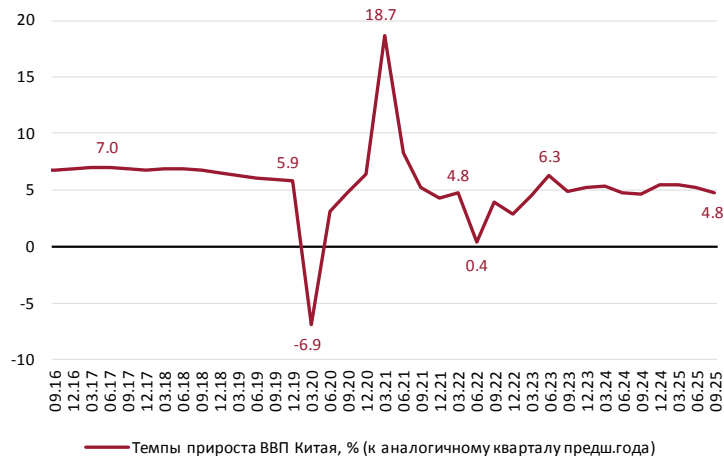
Рост ВВП Китая в III кв. оказался чуть выше прогнозов (4.8% против 4.7%), но не дотянул до целевого значения 5% и существенно замедлился по сравнению со II кв. (5.2%). Средний темп прироста экономики за три квартала составляет 5.1%, что все еще выше целевого уровня. При этом лидер Китая Си Цзиньпин призвал 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 редкоземельных металлов 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.

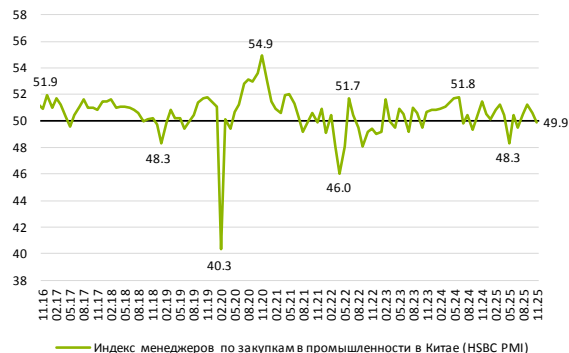
При этом США одобрили продажу Тайваню запчастей к F-16 на 330 млн долл. и вооружений на 11.1 млрд долл. Китай пообещал принять ответные меры.

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 закупкам¹ 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



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

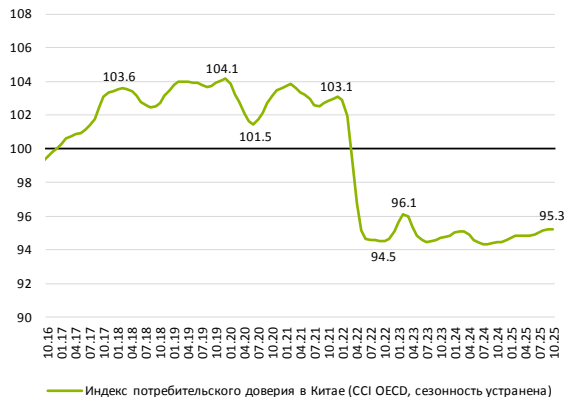
Основные индикаторы экономического роста Китая



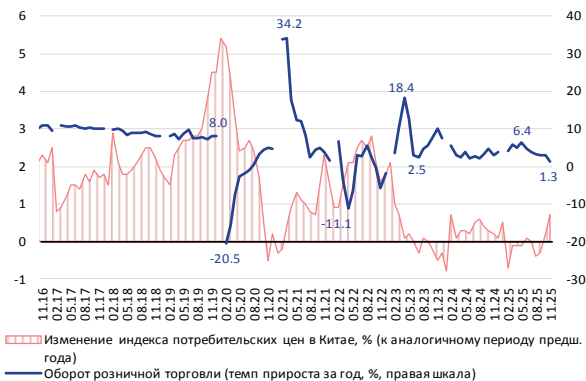
Темпы роста оборота розничной торговли падают из-за недостаточно сильного потребительского спроса

- 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.

Индекс потребительского доверия в Китае



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



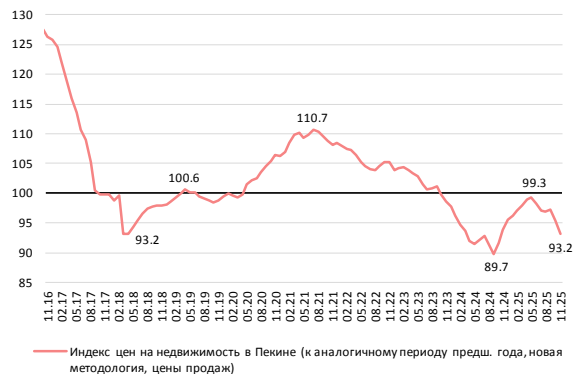
Из-за ухудшения ситуации на рынке недвижимости Китая планируются новые меры стимулирования спроса

- 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).

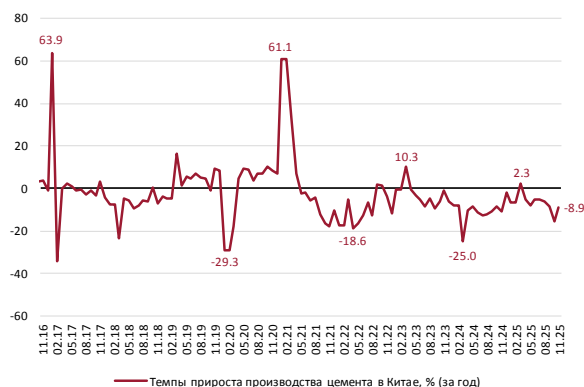
По сообщениям агентства Bloomberg, правительство Китая обдумывает новый пакет мер по стимулированию рынка недвижимости, так как кризис в этом секторе затягивается. Его дальнейшее усугубление будет угрожать дестабилизацией финансовой системы страны.

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, %



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 уменьшился 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 **токенизированные долларовые депозиты**. Депозитные токены – это цифровые монеты, выпускаемые коммерческими банками и представляющие собой требования к депозитам клиентов в фиатной валюте. По сути, это токенизированные 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 развивают инновации 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 криптоиндустрии 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.

- 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.

- 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 (офшорного – 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 Нацбанк 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.

- **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 IT, 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, <http://www.forecast.ru>, telegram: [cmasf](https://www.t.me/cmasf)

Авторы обзора

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

Email: iipatova@forecast.ru

Ренат Ахметов, ведущий эксперт ЦМАКП

Email: rakhmetov@forecast.ru

Автор специального сюжета

Ренат Ахметов, ведущий эксперт ЦМАКП

Email: rakhmetov@forecast.ru

Следите за новыми выпусками мониторингов ЦМАКП

Официальный сайт: forecast.ru

Telegram-канал: [cmasf](https://www.t.me/cmasf)