Евразийский
Банк
Развития

ОТ ВОССТАНОВИТЕЛЬНОГО РОСТА К УСТОЙЧИВОМУ РАЗВИТИЮ

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

2022

В ФОКУСЕ

- Интеграционные предпочтения бизнеса
- Взаимные прямые инвестиции и торговля стран ЕАЭС
- Водно-энергетический комплекс Центральной Азии
- Транспортный коридор «Север — Юг»
- Эффекты потенциального долгового кризиса
- Пандемия и экономическая активность
- Бюджетные правила

25 ноября **2021**

Евразийский Банк Развития

КЛЮЧЕВЫЕ ВЫВОДЫ

2021

Экономическая активность в регионе операций ЕАБР **восстановилась**

4%

рост ВВП региона по итогам **2021 года**

Инфляционное давление в мире и регионе остается **повышенным**

8,2%

инфляция в регионе по итогам **2021 года**

2022

Экономика региона **в 2022 году** продолжит **расти высокими темпами**

2,9%

рост ВВП региона по итогам **2022 года**

Нейтрализация проинфляционных факторов **потребует времени**

5,3%

инфляция в регионе по итогам **2022 года**

Прогноз по ценам на нефть **повышен**

72,5 $/bbl

средняя **цена нефти Urals** в **2022 году**

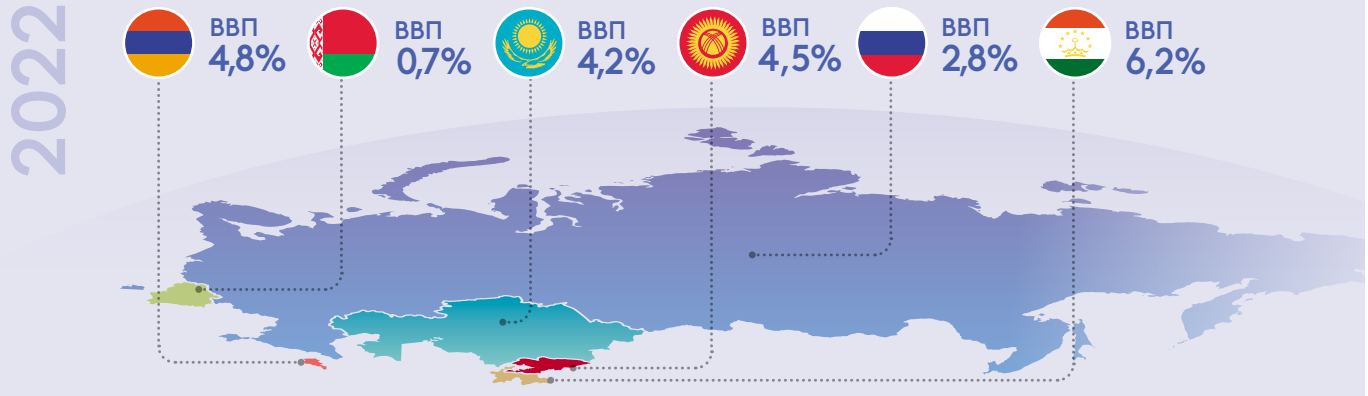
Процентные ставки на уровнях **выше нейтральных**

≈7% **Ключевая ставка в России** к концу **2022 года**

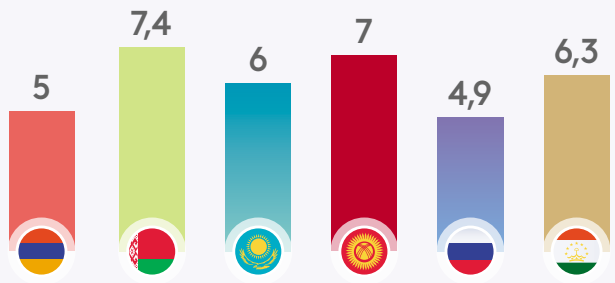
≈9,5% **Базовая ставка в Казахстане** к концу **2022 года**

Высокие процентные ставки по активам в национальных валютах и комфортные цены на нефть **поддержат курсы валют государств — участников ЕАБР**

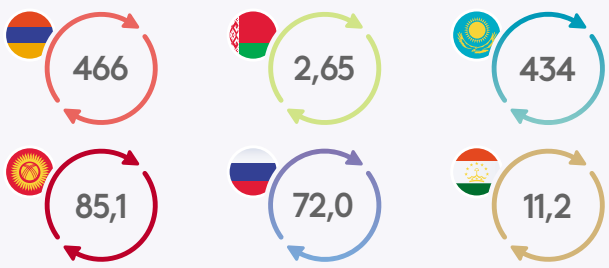
2022



Инфляция (на конец года, %)



Курс к долл. США (в среднем за год)



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Харитончик, А., Бабаджанян, В. (2021) *Макроэкономический прогноз ЕАБР: От восстановительного роста к устойчивому развитию. Ноябрь 2021.* Москва: Евразийский банк развития.

Авторы
Евгений Винокуров, Главный экономист ЕАБР и ЕФСР, vinokurov_ey@eabr.org
Алексей Кузнецов, руководитель Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, kuznetsov_as@eabr.org
Айгуль Бердигулова, старший аналитик Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, berdigulova_ar@eabr.org
Константин Федоров, старший аналитик Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, fedorov_ks@eabr.org
Анатолий Харитончик, старший аналитик Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, kharitonchik_ai@eabr.org

Документ включает в себя подробное описание текущих внутренних и внешних макроэкономических условий, а также согласованный прогноз. Анализ учитывает существующие взаимосвязи между шестью экономиками — Армении, Беларуси, Казахстана, Кыргызстана, России, Таджикистана — и странами — основными торговыми партнерами. Прогноз макроэкономических индикаторов подготовлен ЕАБР с использованием интегрированной системы моделей, в основе которой лежит многострановая структурная динамическая макроэкономическая модель общего равновесия. Более подробная информация о данной системе представлена в совместном докладе ЕАБР и ЕЭК (ЕАБР, 2016).

Ключевые слова: экономический рост, прогноз, ВВП, инфляция, валютный курс, спрос, денежно-кредитная политика, бюджет, процентная ставка, инвестиции.

JEL: E17, F15, F31, H62, O11.

Документ носит исключительно информационный характер и не может расцениваться как рекомендация к покупке или продаже финансовых инструментов. Ни информация, содержащаяся в документе, ни любая другая информация, касающаяся темы данного документа, которая может быть распространена в будущем, не может быть использована в качестве основы для возникновения какого-либо контракта. Несмотря на всю тщательность, с которой готовился документ, ни один аналитик, директор, руководитель, сотрудник, контрагент ЕАБР не дает каких-либо гарантий или заверений, выраженных или подразумеваемых, и не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении надежности, точности или полноты информации, содержащейся в настоящем аналитическом документе. ЕАБР в прямой форме снимает с себя ответственность и обязательства в связи с любыми имеющимися в данном документе сведениями. Любая информация, содержащаяся в документе, может изменяться в любое время без предварительного уведомления.

Перепечатка и другие формы копирования текста целиком или по частям, включая крупные фрагменты, а также размещение его на внешних электронных ресурсах разрешены при обязательной ссылке на оригинальный текст.

Электронная версия документа находится на https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews.

© Евразийский банк развития, 2021

СОДЕРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ 4
ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА 10
ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ 14
Текущая ситуация 14
Прогноз 15
Риски 16

РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ 18
Текущая ситуация 18
Прогноз 19
Риски 22
РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ 23
Текущая ситуация 23
Прогноз 25
Риски 27
РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН 29
Текущая ситуация 29
Прогноз 31
Риски 33
КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА 34
Текущая ситуация 34
Прогноз 35
Риски 38
РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ 39
Текущая ситуация 39
Прогноз 41
Риски 43
РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН 45
Текущая ситуация 45
Прогноз 47
Риски 48

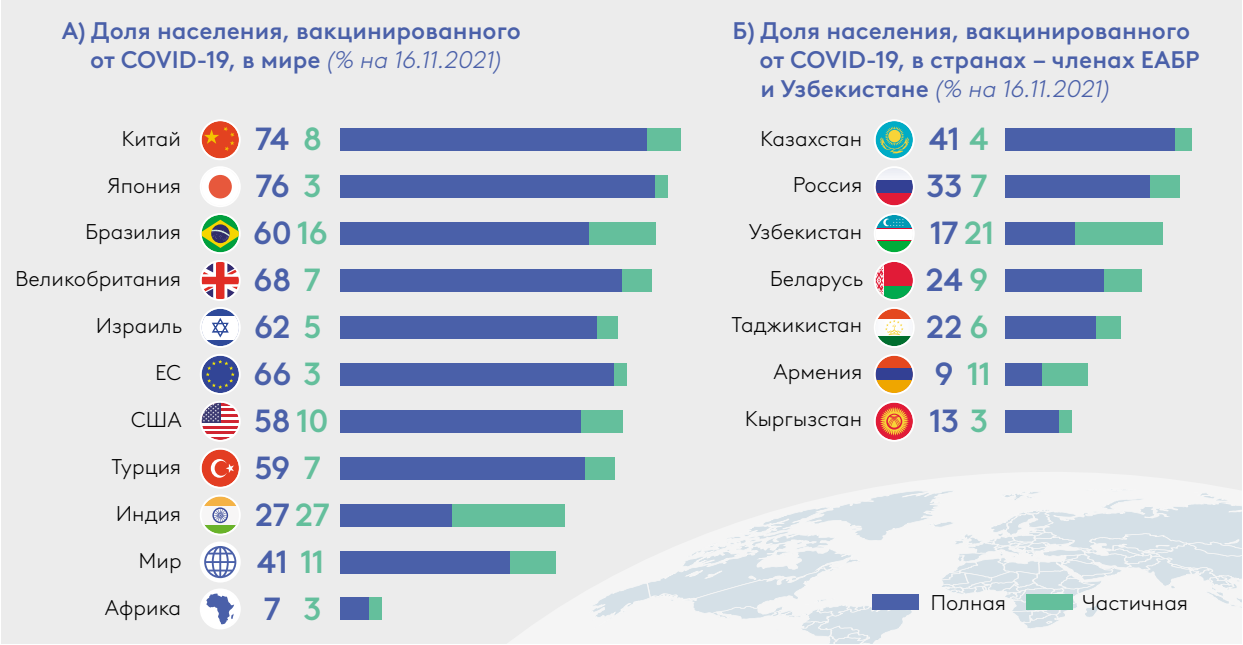
В ФОКУСЕ: МАКРОЭКОНОМИКА И ИНТЕГРАЦИЯ 50
Потенциальные эффекты глобального долгового кризиса на экономику региона операций ЕАБР 50
Пандемия COVID-19 и экономическая активность — ослабление взаимосвязи 55
Международный опыт бюджетных правил и ориентиров в целях регулирования государственного долга 58
Инвестиции в водно-энергетический комплекс Центральной Азии 62
Международный транспортный коридор «Север — Юг»: создание транспортного каркаса Евразии 65
Взаимная торговля стран ЕАЭС: стоимостные объемы восстановились после спада . . . 68
Взаимные прямые инвестиции стран ЕАЭС: углубление корпоративной интеграции . . . 70
Интеграционный бизнес-барометр ЕАБР — 2021: мнение компаний о ЕАЭС и ведении бизнеса в евразийском регионе 74

Список источников 79
Список сокращений 80
Глоссарий 81

РЕЗЮМЕ

Мировая экономика прошла пик восстановления: рост глобального ВВП замедлится к сбалансированным темпам. Наиболее активная фаза постпандемийного восстановления в крупнейших экономиках завершилась в течение II–III кварталов 2021 г. Это естественным образом приведет к постепенному замедлению экономического роста к более умеренным темпам. В базовом сценарии прогнозируем рост ВВП Китая на 5,2% в 2022 г. после 8% в 2021 г. Помимо исчерпания отложенного спроса, ожидаемое замедление динамики китайской экономики связано с появлением явных признаков охлаждения строительного сектора и ужесточением государственного регулирования. В США и еврозоне ожидаем замедления роста ВВП в 2022 г. до 3,7 и 4,3% соответственно с 5,5 и 5,1% в 2021 г. Темпы роста в США и еврозоне останутся выше потенциальных. Их поддержат бюджетные и монетарные стимулы, масштаб которых будет постепенно уменьшаться. Неопределенность развития пандемии остается риском для мировой экономики, однако влияние вспышек заболевания на динамику ВВП существенно снизилось с течением времени, в том числе благодаря кампаниям вакцинации (Рисунок 1) (В фокусе «Пандемия COVID-19 и экономическая активность — ослабление взаимосвязи»).

Рисунок 1. Состояние вакцинации в мире и государствах — участниках ЕАБР



Примечание: на рисунке данные по Узбекистану приведены на 20 октября, по Армении — на 31 октября, по Таджикистану и Беларуси — на 7 ноября, по Китаю — на 12 ноября, по Великобритании — на 15 ноября.
Источник: Our World in Data (Mathieu et al., 2021), расчеты аналитиков ЕАБР.

Инфляционное давление в мире в 2022 г. сохранится, но будет ослабевать по мере нормализации динамики глобального спроса. Ожидаем сохранения высоких цен на энергоносители в начале 2022 г. В дальнейшем они могут снизиться в ходе стабилизации динамики спроса и наращивания предложения, в том числе ОПЕК+. В базовый сценарий заложена средняя цена нефти Urals в 2022 г. в размере 72,5 долл. за баррель. Задержки поставок и нехватка комплектующих продолжат оказывать проинфляционное

влияние. Давление этих факторов будет ослабевать постепенно, по мере замедления роста мировой экономики. В результате инфляция в США и еврозоне замедлится в течение 2022 г., но останется выше уровней, наблюдавшихся до пандемии. В базовом сценарии прогнозируем в 2022 г. среднегодовую инфляцию в США около 4%, в еврозоне — вблизи 3%. В условиях повышенной инфляции ожидаем ослабления монетарных стимулов в развитых странах и закладываем два повышения ставки ФРС на 0,25 п.п. во второй половине 2022 г.

Рост ВВП региона операций ЕАБР в 2021 г. ожидается около 4%. Экономическая активность в целом по региону вернулась к допандемийному уровню к середине 2021 г. По итогам IV квартала 2021 г. ожидаем, что ВВП региона превысит докризисный объем примерно на 1%. Восстановлению экономик государств — участников ЕАБР в текущем году способствовали эффекты от смягчения в 2020 г. бюджетной и денежно-кредитной политики, а также адаптация населения и организаций к условиям пандемии, расширение мирового спроса и взлет цен на ключевые экспортные товары государств региона. Процесс восстановления среди стран региона операций Банка протекает неравномерно. ВВП Беларуси, Казахстана, России и Таджикистана превышают допандемийные уровни, в то время как Армении и Кыргызстану достичь их пока не удалось (Рисунок 2). В силу большего спада в прошлом году экономик Армении и Кыргызстана им требуется больше времени для восстановления. **В целом по итогам 2021 г. рост ВВП Армении прогнозируется в размере 4,5%, Беларуси — 2,1%, Казахстана — 3,8%, Кыргызстана — 3,7%, России — 4,1%, Таджикистана — 7,9%.**

Рисунок 2. Динамика восстановления экономической активности в государствах — участниках ЕАБР

Реальный ВВП

(IV кв. 2019 г. = 100%, с устранением сезонности)

	IV.19	I.20	II.20	III.20	IV.20	I.21	II.21	III.21	IV.21
Агрегированный ВВП	**100**	100	91	96	98	99	100	100	**101**
Армения	**100**	100	85	92	91	96	97	95	**97**
Беларусь	**100**	99	96	99	100	100	102	101	**100**
Казахстан	**100**	100	93	95	98	99	100	101	**104**
Кыргызстан	**100**	98	87	92	87	88	92	94	**97**
Россия	**100**	100	91	96	98	99	100	100	**101**
Таджикистан	**100**	101	101	103	105	108	110	112	**113**

Примечание: по мере добавления новых данных сезонно-сглаженные значения реального ВВП могут корректироваться на историческом периоде. Исходные значения ВВП для III и IV кварталов 2021 г. являются оценками аналитиков ЕАБР.

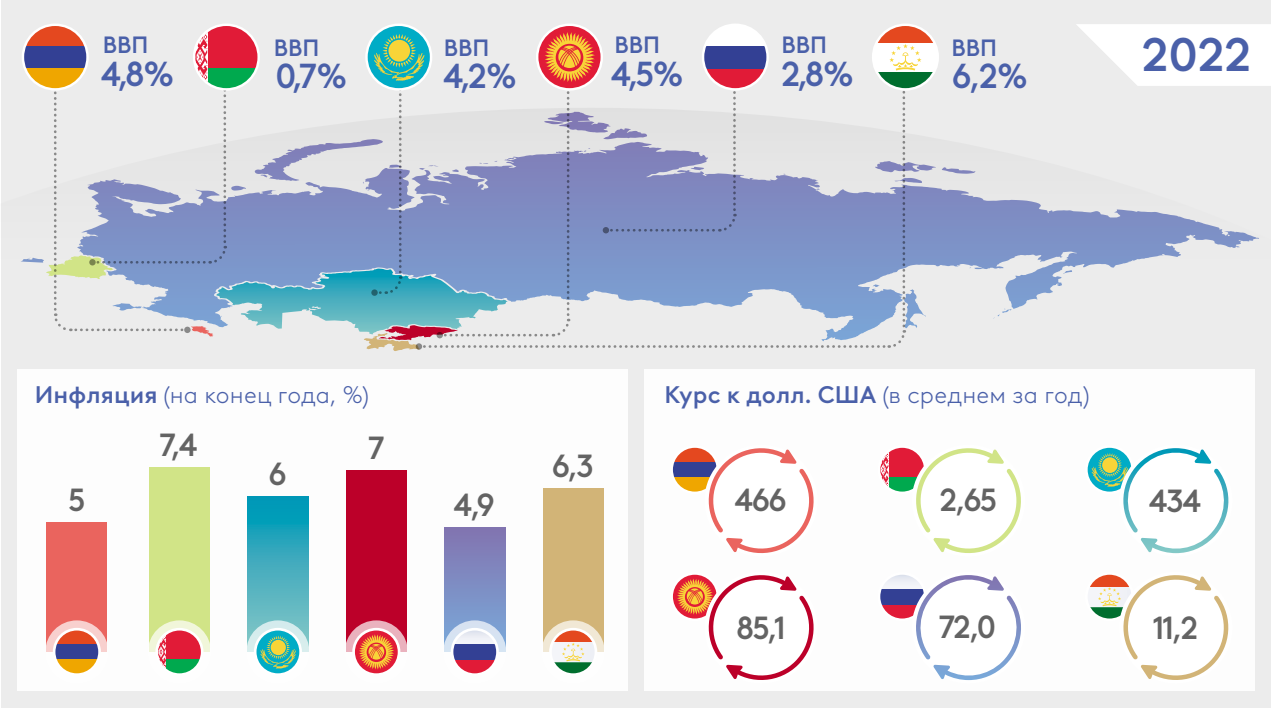
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономический рост в регионе операций ЕАБР в 2022 г. прогнозируется выше допандемийных темпов. После завершения активной фазы восстановления динамика экономической активности в странах региона операций Банка начинает постепенно приближаться к сбалансированным темпам. На этом фоне бюджетные стимулы сокращаются, а монетарные условия ужесточаются для предотвращения перегрева экономик. В результате в базовом сценарии рост ВВП региона в 2022 г. прогнозируется в размере 2,9% — после 4%

в 2021 г. Несмотря на замедление, экономический рост останется выше допандемийных темпов (2,3% в 2019 г.). Этому будут способствовать меры государств по поддержке инвестиций, реализация потенциала усиления активности в сфере услуг, а также наращивание производства нефти. В России прогнозируем рост ВВП на 2,8% в 2022 г., в Казахстане — на 4,2%. Высокие мировые цены на энергоресурсы вкупе с государственными программами развития поддержат экономическую активность в крупнейших экономиках региона. Сильные показатели роста ВВП в 2022 г. прогнозируются в Армении и Кыргызстане — 4,8 и 4,5% соответственно. Экономики этих стран завершат восстановление к допандемийным уровням. В Таджикистане ожидается выход к устойчивым темпам экономического роста — около 6–7% в год. В Беларуси в базовом сценарии ожидаем рост ВВП на 0,7% в 2022 г. Сдерживающее воздействие на деловую активность в Беларуси могут оказать последствия ограничительных мер со стороны ряда западных стран. Адаптации экономики Беларуси к ним может способствовать поддержка России.

Ближайшие несколько лет могут стать периодом активного роста инвестиций. Обеспечение устойчивости экономического роста и повышение его потенциала приобретают ключевое значение после того, как фаза восстановления от потрясений пандемии пройдена. Есть основания полагать, что в мире и государствах — участниках ЕАБР начинается новый инвестиционный цикл. Именно инвестиции способны дать импульс к увеличению долгосрочных темпов роста экономик. Государственные органы стран — участниц Банка активно ведут работу по поддержке инвестиций. Это, например, крупные государственные программы в Казахстане («Экономика простых вещей», «Дорожная карта бизнеса», «10 национальных проектов»), национальные проекты и вложения средств ФНБ в инфраструктурные проекты в России. Для обеспечения устойчивости экономического роста важно дальнейшее улучшение бизнес-климата и формирование стимулов для частных инициатив.

Рисунок 3. Прогноз основных макроэкономических показателей государств — участников ЕАБР



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

В базовом сценарии прогнозируем замедление инфляции в регионе в 2022 г. до 5,3% с 8,2% в 2021 г. Влияние на цены со стороны спроса постепенно ослабнет в связи с завершением восстановительного периода в экономиках. Давление со стороны разрывов поставок в 2022 г. сохранится, но будет постепенно ослабевать. В базовом сценарии ожидаем снижения сырьевых цен в течение 2022 г. Тем не менее возросшие издержки производителей продолжат транслироваться в потребительские цены, и инфляция в большинстве государств — участников ЕАБР останется выше целевых ориентиров в 2022 г. В Армении прогнозируем инфляцию в размере 5% на конец 2022 г. после 8% в 2021 г., в Беларуси — 7,4% после 10%, в Казахстане — 6% после 8,4%, в Кыргызстане — 7% после 9,8%, в России — 4,9% после 7,9%, в Таджикистане — 6,3% после 8,3%. Ожидаем возврата инфляции в государствах — участниках ЕАБР к целевым уровням в 2023 г. по мере нейтрализации проинфляционных факторов.

Денежно-кредитные условия в государствах — участниках ЕАБР будут оказывать дезинфляционное влияние в 2022 г. В условиях высокой инфляции ключевые ставки в государствах — участниках ЕАБР могут быть увеличены до конца 2021 г. В России ожидаем ключевую ставку в диапазоне 8–8,5% на конец текущего года, в Казахстане — 9,75–10%, в Беларуси — около 10%. Длительный период повышенной инфляции, скорее всего, потребует продолжительного нахождения ключевых процентных ставок на уровнях выше их нейтральных значений. Видим возможным начало цикла снижения ставок в России, Казахстане и Беларуси в 2022 г. по мере замедления инфляционных процессов. Ключевая ставка в России может быть понижена до около 7% к концу 2022 г., базовая ставка в Казахстане — до 9,5–9,75%, ставка рефинансирования в Беларуси — до 9–9,5%. Движение к нейтральному уровню, скорее всего, завершится в течение 2023 г. В Армении и Таджикистане также вероятно начало снижения процентных ставок во второй половине 2022 г. с постепенным приближением к нейтральному уровню в 2023 г. В Кыргызской Республике учетная ставка в 2022–2023 гг. прогнозируется в диапазоне 7,5–8%.

Комфортные цены на нефть и высокие процентные ставки по активам в национальных валютах продолжат поддерживать курсы валют государств — участников ЕАБР в 2022 г. В IV квартале 2021 г. валюты большинства стран — участниц ЕАБР перешли в область небольшой переоцененности к доллару. Реальное укрепление валют поддерживают высокие мировые цены на энергоресурсы и металлы, а также повышение ключевых процентных ставок в регионе операций Банка. Эти факторы продолжат действовать на протяжении большей части 2022 г. Вместе с тем по мере сворачивания монетарных стимулов в развитых странах доходности их гособлигаций увеличатся, что может привести к снижению спроса на активы, номинированные в валютах стран — участниц Банка. Этот фактор ограничит пространство для их укрепления в 2022 г. Среднегодовой курс российского рубля к доллару в 2022 г. прогнозируется около 72, казахстанского тенге — вблизи 434.

Угроза сохранения глобальной инфляции на повышенных уровнях несет существенные риски для макроэкономического прогноза государств — участников Банка. Сверхмягкая бюджетная и денежно-кредитная политика в развитых странах в ответ на вызовы пандемии стала причиной существенного повышения инфляции и инфляционных ожиданий. При этом развитие ситуации с контейнерными перевозками и разрывами в цепочках поставок труднопредсказуемо. Сочетание продолжительного действия этих шоков предложения, возросших инфляционных ожиданий и толерантного отношения центральных банков развитых стран к ускорению темпов роста цен рискует вылиться в длительное сохранение инфляции в мире на повышенных уровнях. Нельзя исключать, что в США рост

потребительских цен может остаться вблизи 5% в будущем году и в диапазоне 2–4% в последующие несколько лет. Устойчивое сохранение повышенной инфляции может привести к более активному, чем заложено в базовом сценарии, повышению процентных ставок в развитых странах, прежде всего в США. Реализация такого сценария окажет негативное влияние на рост мировой экономики в 2022 г., приведет к росту премии за риск для развивающихся стран и давлению на их валюты.

Экономика региона операций ЕАБР сохранит уверенные показатели экономического роста в 2022 г. даже при реализации неблагоприятного сценария. Неблагоприятный сценарий предполагает более высокую инфляцию в мире, в том числе более высокие цены на топливные ресурсы, в сочетании с более низкими темпами экономического роста в 2022 г. в сравнении с базовым сценарием. Высокие цены на энергоносители и возможности усиления бюджетных стимулов окажут положительное влияние на экономическую активность в России и Казахстане. Сохранение роста крупнейших экономик региона будет поддерживать деловую активность в других государствах — участниках ЕАБР благодаря тесным торгово-экономическим и финансовым взаимосвязям. В результате, даже несмотря на сдерживающее влияние замедления глобального роста, усиления оттока капитала и неопределенности, ВВП региона операций ЕАБР в рисковом сценарии может вырасти на 2,5% в 2022 г.

ГОСУДАРСТВА — УЧАСТНИКИ ЕАБР

Таблица 1. Прогноз ЕАБР. Основные макроэкономические показатели государств — участников Банка (базовый сценарий)

Показатель	2019	2020	2021П	2022П	2023П
Государства — участники ЕАБР					
Агрегированный реальный ВВП, % г/г	2,3	-2,9	4,0	2,9	2,4
Республика Армения					
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	7,6	–7,4	4,5	4,8	3,4
Инфляция (на конец периода), % г/г	0,7	3,7	8,0	5,0	4,6
Ставка МБК (в среднем за год), %	5,8	4,8	6,3	6,7	6,1
Курс национальной валюты к доллару (в среднем за год)	480	489	505	466	480
Республика Беларусь					
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	1,4	–0,9	2,1	0,7	0,9
Инфляция (на конец периода), % г/г	4,7	7,4	10,0	7,4	5,5
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	9,8	8,2	8,7	9,8	8,9
Курс национальной валюты к доллару (в среднем за год)	2,09	2,43	2,53	2,65	2,82
Республика Казахстан					
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	4,5	–2,5	3,8	4,2	5,0
Инфляция (на конец периода), % г/г	5,4	7,5	8,4	6,0	4,4
Ставка TONIA (в среднем за год), %	8,4	9,0	8,7	9,3	8,5
Курс национальной валюты к доллару (в среднем за год)	382,8	413,0	424,9	434,0	443,0
Кыргызская Республика					
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	4,6	–8,6	3,7	4,5	2,5
Инфляция (на конец периода), % г/г	3,1	9,7	9,8	7,0	5,2
Ставка РЕПО — 7 дней (в среднем за год), %	3,0	3,6	5,7	8,4	8,3
Курс национальной валюты к доллару (в среднем за год)	69,8	77,3	84,6	85,1	85,5
Российская Федерация					
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	2,0	–3,0	4,1	2,8	2,1
Инфляция (на конец периода), % г/г	3,0	4,9	7,9	4,9	4,0
Ставка MIACR (в среднем за год), %	7,2	4,9	5,7	7,7	5,7
Курс национальной валюты к доллару (в среднем за год)	64,7	71,9	73,4	72,0	73,5
Республика Таджикистан					
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	7,4	4,5	7,9	6,2	6,9
Инфляция (на конец периода), % г/г	8,0	9,4	8,3	6,3	6,4
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	13,8	11,5	12,2	12,6	10,9
Курс национальной валюты к доллару (в среднем за год)	9,5	10,3	11,3	11,2	11,8

Источник: национальные ведомства государств — участников ЕАБР, расчеты аналитиков ЕАБР.

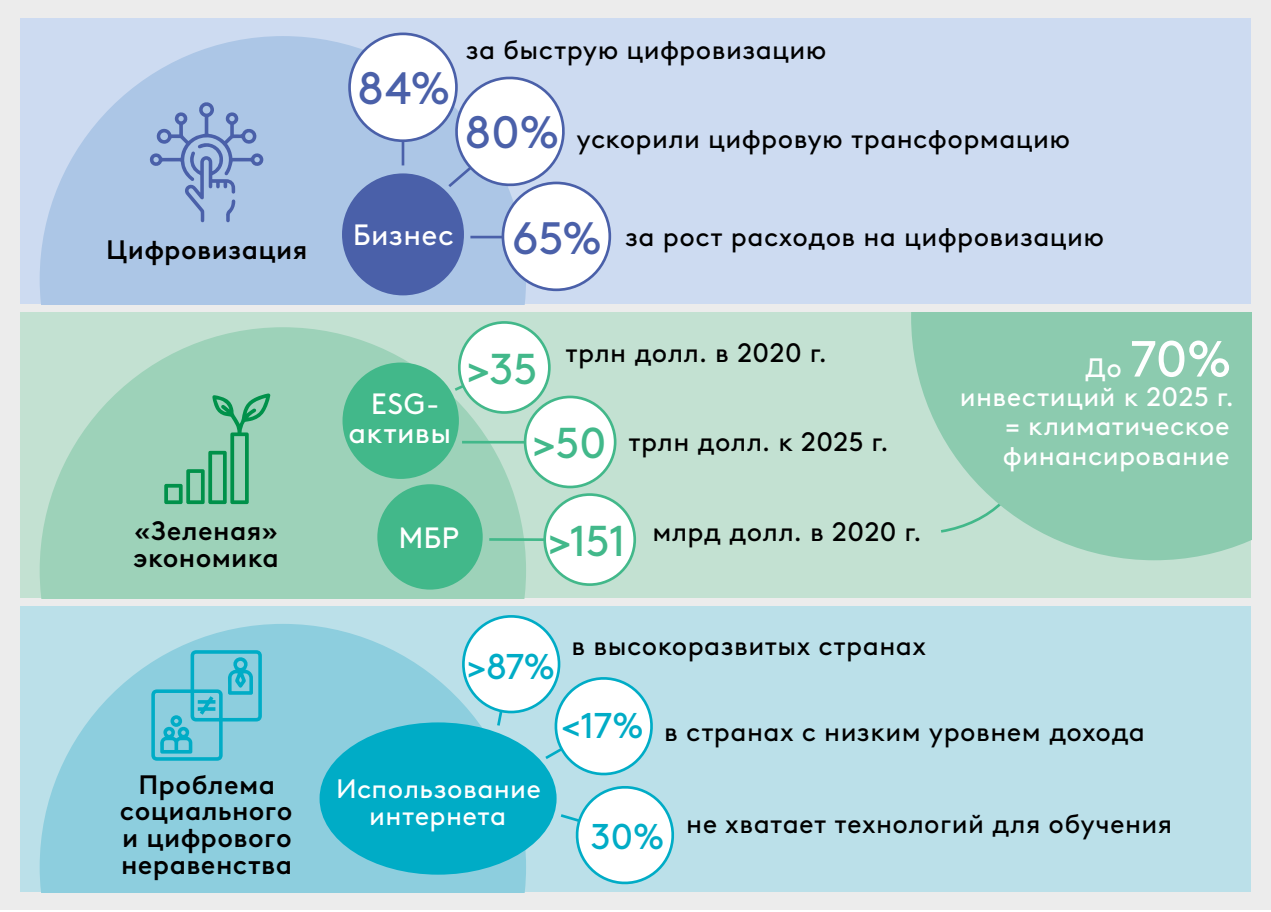
ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

Государства — участники ЕАБР успешно адаптировались к функционированию в условиях пандемии. Экономическая активность в регионе восстановилась и в IV квартале текущего года может примерно на 1% превысить допандемийный уровень. Мы ожидаем, что в следующем — 2022 г. — рост ВВП региона составит 2,9%. Важным драйвером роста выступят меры государств по поддержке инвестиций.

Конечно, неопределенность прогноза остается высокой. Уже почти два года мировая экономика живет в условиях пандемии COVID-19. Новые волны заболевания приходят и уходят, серьезно осложняя макроэкономическое прогнозирование. Тем не менее люди, бизнес и государства адаптируются к вызовам, и **очередные вспышки коронавируса все в меньшей степени влияют на пересмотр прогнозов**.

Кризис, вызванный COVID-19, ускорил трансформацию мировой экономики, но сам по себе не стал причиной новых трендов. Скорее, он кристаллизовал и резко усилил несколько мегатрендов, которые родились до него, но были еще не так заметны. Среди них цифровизация, переход к «зеленой» экономике, нарастание цифрового и социального неравенства.

Рисунок 4. Глобальные тренды



Источник: WEF (2020; 2021), BCG (2020), Bloomberg (2021).

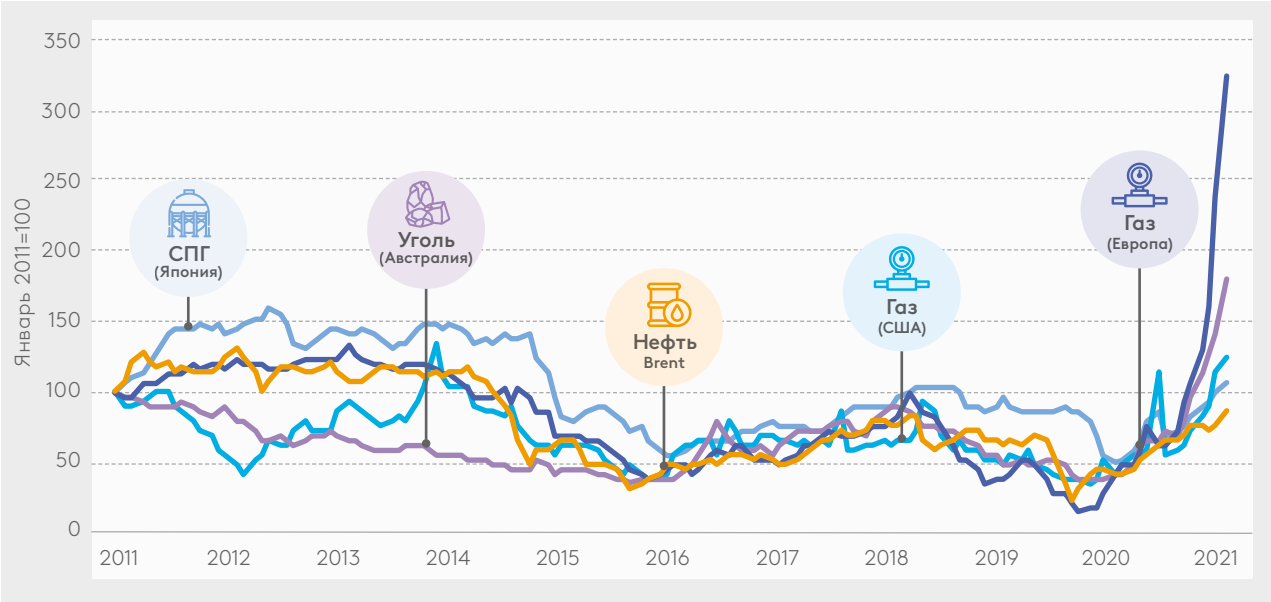
Цифровизация всех сфер жизнедеятельности, от инфраструктуры до медицины, резко ускоряется. 84% работодателей настроены на быструю цифровизацию процессов, а 80% руководителей крупнейших компаний всего мира признали, что пандемия заставила их ускорить цифровую трансформацию бизнеса (WEF, 2020; BCG, 2020).

«Зеленая» экономика получила новый импульс к развитию — ESG вошла в корпоративные, потребительские и финансовые стратегии. ESG-активы по итогам 2020 г. превысили 35 трлн долл. и могут перевалить за 50 трлн долл. к 2025 г. (Bloomberg, 2021).

Проблема социального и цифрового неравенства становится все острее. В высокоразвитых странах интернетом пользуется более 87% населения, в странах с низким уровнем дохода — менее 17%. 30% молодежи не хватает технологий для участия в дистанционном обучении (WEF, 2021). Последствия пандемии могут усугубить тенденцию замедления роста производительности труда: доступ к технологиям неравный, мобильность трудовых ресурсов сократилась, долговая нагрузка растет, производственные цепочки нарушены.

Пожалуй, мы все-таки можем выделить один тренд, который действительно стал следствием пандемии и реакции на нее экономических властей. Это **глобальная инфляция активов**. Первопричиной стремительного взлета цен на активы по всему миру стали масштабные бюджетные и монетарные вливания в развитых странах, которые привели к быстрому восстановлению спроса, опережающему возможности предложения. Поставки товаров удлинились, а их стоимость возросла.

Рисунок 5. Цены на энергоносители



Источник: Всемирный банк, расчеты аналитиков ЕАБР.

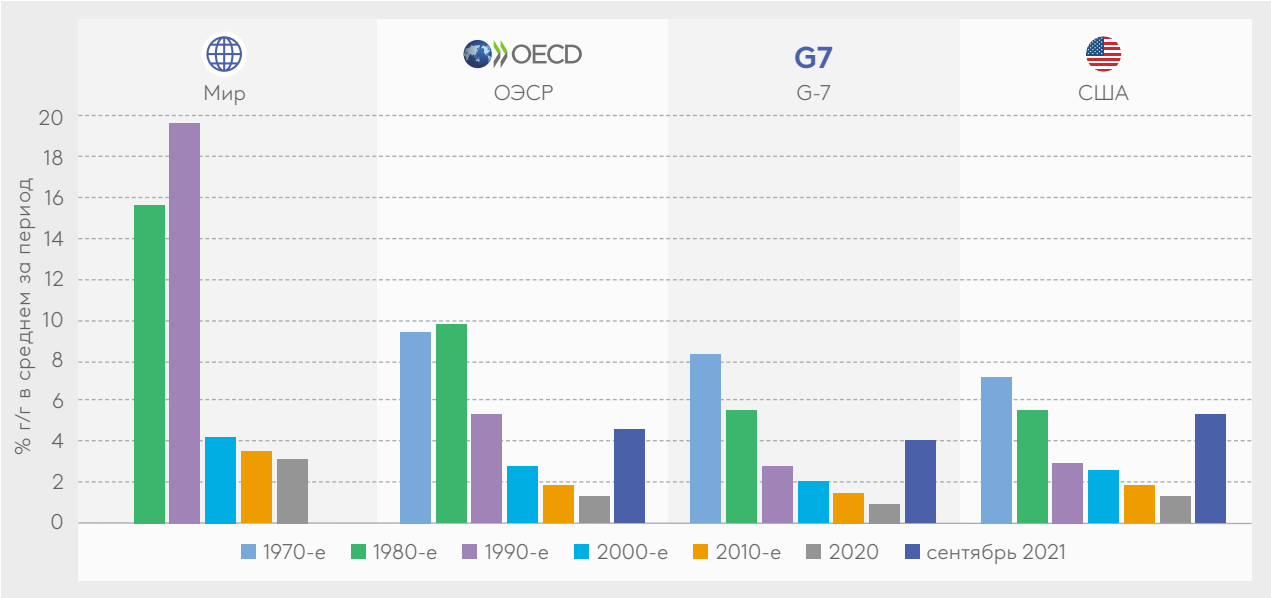
Регулярно происходят выплески по отдельным активам. В последние месяцы особое внимание привлекали газ и другие энергоресурсы. Ценовое ралли на рынке топливных ресурсов экстремально по своим параметрам, хотя и носит частный характер по отношению к общей инфляции активов (Рисунок 5). **Фундаментальным фактором ралли в ценах на энергоресурсы является сверхмягкая монетарная политика центробанков развитых стран.**

На рынки вылились громадные объемы дешевых денег, которые нашли пристанище в том числе и в сырье. Но есть и специфические рыночные факторы. Погодные условия зимы 2020/2021 гг. и лета 2021 г. в Европе привели к сильному росту спроса на газ и опустошению хранилищ. Генерация энергии за счет ветра оказалась недостаточной, учитывая возросшую значимость ВИЭ. А форсирование перехода к «зеленой» энергетике оставляет мало пространства для переключения с газа на уголь, которое могло бы помочь сбалансировать рынок.

Пик цен на энергоресурсы, скорее всего, пройден, но высокая стоимость может сохраниться в ближайшие месяцы. В дальнейшем цены могут снизиться по мере наращивания предложения и нормализации спроса. В базовый сценарий мы закладываем среднюю цену нефти Urals в следующем году около 72,5 долл. за баррель с последующим снижением к 66 долл. в 2023 г.

Высокие цены на энергоресурсы, разрывы поставок, структурные изменения на рынке труда ведут к повышенной потребительской инфляции в мире, что может стать глобальной проблемой в ближайшие годы. В странах ОЭСР инфляция в сентябре достигла 4,6% г/г, при том что ее средний уровень в прошлом десятилетии составил только 1,9% (Рисунок 6). Проблема инфляции не обходит стороной и государства — участники ЕАБР. Так, в России инфляция в октябре подскочила до 8,1% г/г, в Казахстане и Армении — до 8,9% г/г и 9,1% г/г, а в Беларуси — до 10,5% г/г.

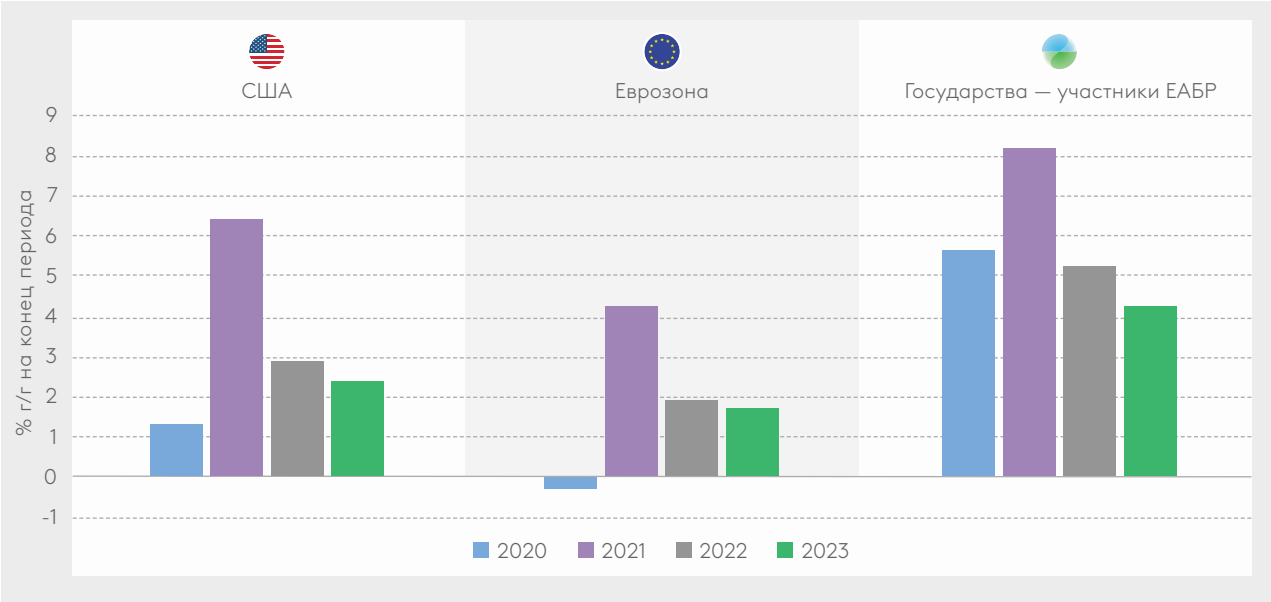
Рисунок 6. Инфляция в мире



Источник: МВФ, ОЭСР, расчеты аналитиков ЕАБР.

Мы по-прежнему считаем, что транспортно-логистические затруднения и всплеск цен на сырье — по своей сути временные явления, а не структурные изменения. Мировая экономика проявит силу и гибкость и нейтрализует эти проблемы. И чипы, и контейнеры, и поставки энергоносителей — это все решаемые задачи. Однако **скрытая сила «ковидных повреждений» в мировой экономике**, а также сильнейшее влияние монетарной политики таковы, что **нейтрализация инфляционного воздействия этих факторов может занять больше времени**, чем ожидалось (Рисунок 7).

Рисунок 7. Прогноз инфляции (базовый сценарий ЕАБР)



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Как уже было отмечено, мы полагаем, что текущие инфляционные факторы постепенно станут нейтральными. Но при этом видим **возможность устойчивого повышения средних темпов инфляции на постоянной основе в 2020-х гг.** Вполне реалистично предположение, что инфляция в развитых странах будет устойчиво выше значений 2010-х гг. Не 0–2%, к которым рынок уже привык за 2010-е гг., а, возможно, 2–4%. Это то, что было в мире нормой до глобального финансового кризиса. Такие постоянные инфляционные темпы не представляют собой структурной проблемы для мировой экономики. Но в моменте они потребуют довольно существенной подстройки финансового и реального сектора.

В наших прогнозах еще с конца предыдущего года мы закладывали благоприятную конъюнктуру на сырьевых рынках в 2021 г. **Возможно, ценовая конъюнктура будет хорошей в течение ближайших лет.** Для региона операций ЕАБР как нетто-экспортера сырьевых товаров складывающаяся ситуация несет очевидные выгоды: увеличиваются экспортные доходы, повышаются доходы бюджета, растет привлекательность национальных валют. Это может стать хорошим подспорьем для набирающего обороты нового инвестиционного цикла. Вместе с тем необходимо продолжать следить за раскручиванием инфляционной спирали. Превращение текущих проблем в настоящий энергокризис не выгодно никому, в том числе и государствам — участникам ЕАБР.

Период восстановления и адаптации к пандемии COVID-19 завершен. Экономическая повестка сместилась с антикризисной в сторону обеспечения устойчивости экономического роста и увеличения его потенциала. **Толчок к повышению долгосрочных темпов роста экономик способны дать инвестиции**, активно поддерживаемые государствами — участниками ЕАБР.

Евгений Винокуров,
Главный экономист ЕАБР и ЕФСР

ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

Мировая экономика продолжает расширяться, однако темпы роста замедляются. Глобальный сводный PMI в сентябре и октябре составил 53 и 54,5 пункта, опустившись с 56,6 и 55,8 в июне и июле соответственно. Наиболее активная фаза восстановления завершилась в середине года, что определяет постепенное снижение темпов роста деловой активности к более сбалансированным уровням. К этому добавляются усиливающиеся задержки поставок, нехватка комплектующих и очередная волна пандемии. Среди крупнейших экономик обращает на себя внимание сильное замедление роста ВВП Китая — до 4,9% г/г в III квартале с 7,9% г/г кварталом ранее. Ослабление динамики в Китае происходит на фоне проблем строительного сектора и «охлаждения» промышленности. В целом по итогам 2021 г. наш базовый прогноз предполагает рост ВВП Китая на 8%, США — на 5,5%, еврозоны — на 5,1%.

Инфляционное давление в мировой экономике остается повышенным. В последние месяцы наблюдается стремительное ралли в ценах на энергоресурсы. Биржевые котировки природного газа в Европе в октябре превышали 1000 долл. за тыс. куб. м. Снизившись впоследствии, они тем не менее остаются на исторически высоких уровнях. Во многом это результат сильного роста спроса в условиях холодной зимы и жаркого лета, а также недостаточной генерации энергии за счет ветра в Европе в этом году с учетом возросшей значимости ВИЭ. На фоне роста цен на газ дорожают уголь и нефть — последняя достигла уровней цен 2014 г. Повышение стоимости энергоносителей ведет к росту цен на металлы, а на продовольствии сказываются опасения относительно урожая. Давят на цены и задержки поставок — индикаторы PMI указывали на продолжавшееся удлинение сроков поставок. Стоимость морских перевозок — Baltic Dry Index — снизилась с максимумов начала октября, но с начала года рост остается значительным.

Факторы со стороны предложения в совокупности с быстрым восстановлением потребительского спроса на товары поддерживают инфляционные процессы в крупнейших экономиках. Потребительская инфляция в США в октябре составила 6,2%, в еврозоне достигла 4,1%, а в Китае производственные цены в октябре выросли на 13,5% г/г — такого не было с 90-х гг. В базовом сценарии ожидаем сохранения инфляции в США и еврозоне соответственно около 6% и 4% г/г в IV квартале текущего года.

Рыночные ожидания начала повышения процентных ставок в США и еврозоне сместились с 2023 на 2022 г. К этому привели возросшие опасения, что период сохранения повышенной инфляции будет длительным. В результате доходности десятилетних американских гособлигаций вновь выросли и могут продолжить рост в ближайшие месяцы. На фоне существенных инфляционных рисков ФРС США с ноября начала сворачивание программы покупки активов. Рост доходностей американских бумаг отразился в снижении стоимости облигаций стран с развивающимся рынком, на динамику которых также повлияли риски замедления мировой экономики.

ПРОГНОЗ

Таблица 2. Прогнозные значения основных внешнеэкономических показателей (базовый сценарий)

прирост в % к предыдущему году, если не указано другое

	Цена нефти марки Urals *(долл. за баррель в среднем за год)*	Цена золота *(долл. за тройскую унцию в среднем за год)*	Реальный ВВП США	Реальный ВВП еврозоны	Реальный ВВП Китая
2021	69	1802	5,5	5,1	8,0
2022	72,5	1707	3,7	4,3	5,2
2023	66	1655	2,0	1,7	5,1

Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Рост мировой экономики в среднесрочной перспективе замедлится к сбалансированным темпам. Ключевой предпосылкой базового сценария является отсутствие на прогнозном горизонте жестких локдаунов в крупнейших мировых экономиках. Этому могут способствовать высокие уровни вакцинации от коронавируса. Такое развитие событий позволит обеспечить дальнейшее восстановление сферы услуг. Мировой спрос, скорее всего, будет смещаться с товаров на услуги, а денежно-кредитные стимулы в развитых странах постепенно ослабнут. В базовом сценарии мы ожидаем снижения в 2022–2023 гг. темпов роста ВВП Китая, США и еврозоны и их приближения к потенциальным уровням. По сравнению с июньским прогнозом, мы понизили оценки по Китаю на 0,4 п.п. в 2022 и 2023 гг. в связи с появлением явных признаков серьезного охлаждения строительного сектора и ужесточением государственного регулирования. Снижены на 0,4 и 0,3 п.п. в 2022 и 2023 гг. прогнозы по еврозоне, что связано с более быстрым, чем ожидалось, восстановлением экономики в 2021 г. Прогнозы роста ВВП США на 2022–2023 гг. не претерпели существенных изменений. Мы по-прежнему ожидаем, что американская экономика в среднесрочном периоде будет функционировать в фазе экспансии благодаря бюджетным стимулам.

Цены на энергоносители останутся повышенными в конце 2021 — начале 2022 г. и нормализуются в 2022–2023 гг. Высокий спрос на топливные ресурсы, скорее всего, сохранится зимой — в начале весны и поддержит их стоимость. В дальнейшем цены могут снизиться по мере наращивания предложения, в том числе в связи с ожидаемым восстановлением добычи нефти ОПЕК+. Динамика спроса на энергоресурсы также, скорее всего, постепенно стабилизируется по мере возвращения мировой экономики на траекторию устойчивого роста. В базовом сценарии ЕАБР заложена средняя цена нефти Urals в размере 72,5 долл. за баррель в 2022 г. и ее снижение до 66 долл. в 2023 г. Мы ожидаем, что цены на промышленные металлы в среднесрочной перспективе несколько снизятся с текущих пиков в условиях замедления роста китайской экономики. В базовом сценарии прогнозируется коррекция цен на продовольствие в 2022–2023 гг.

Инфляция в мире ожидается повышенной в 2022 г. Задержки поставок и нехватка комплектующих продолжат оказывать проинфляционное влияние в 2022 г., которое будет постепенно ослабевать в условиях прохождения пика восстановления мировой экономики

и при контролируемом развитии пандемии. Поддерживать инфляцию высокой в первой половине следующего года будут и цены на энергоносители. Вклад этого фактора заметно снизится во второй половине 2022 г. из-за эффекта высокой базы. В базовом сценарии прогнозируем среднегодовую инфляцию в США около 4% в 2022 г. и вблизи 2,5% в 2023 г. Высокие в сравнении с прошлым десятилетием темпы роста потребительских цен в США в среднесрочной перспективе связаны с ожидаемым положительным разрывом выпуска вследствие масштабных бюджетных вливаний. В еврозоне прогнозируем инфляцию вблизи 3% в среднем за 2022 г.

В базовом сценарии закладываем повышение процентных ставок в США во второй половине 2022 г. В условиях высоких инфляционных рисков программа покупки активов в США может быть завершена к середине следующего года, после чего ФРС начнет процесс повышения ставок. Закладываем два повышения ставки на 0,25 п.п. во второй половине 2022 г. и продолжение цикла в 2023 г. В еврозоне вероятно постепенное уменьшение объемов программ покупки активов в 2022 г.

РИСКИ

Угроза сохранения инфляции на уровнях, значительно превышающих целевые ориентиры центральных банков. Сверхмягкая бюджетная и денежно-кредитная политика в развитых странах в ответ на вызовы пандемии стала причиной существенного повышения инфляция и инфляционных ожиданий. При этом развитие ситуации с контейнерными перевозками и разрывами в цепочках поставок труднопредсказуемо. Сочетание продолжительного действия этих шоков предложения, возросших инфляционных ожиданий и толерантного отношения центральных банков развитых стран к ускорению темпов роста цен рискует вылиться в длительное сохранение инфляции в мире на повышенных уровнях. Нельзя исключать, что в США рост потребительских цен может остаться вблизи 5% в будущем году. Устойчивое сохранение повышенной инфляции может привести к более активному, чем заложено в базовом сценарии, повышению процентных ставок в развитых странах, прежде всего в США. Реализация такого сценария окажет негативное влияние на рост мировой экономики, приведет к росту премии за риск для развивающихся стран и давлению на их валюты.

Повышение процентных ставок на мировом финансовом рынке может стать триггером для реализации угроз долговой устойчивости в развивающихся странах в среднесрочной перспективе. Рост долгового бремени сейчас является вызовом для десятков экономик по всему миру. В развитых странах, по оценкам МВФ, правительственный долг по итогам 2021 г. составит почти 122% ВВП, что на 18 п.п. выше, чем в докризисном 2019 г. В развивающихся странах этот показатель равен 63,4% ВВП, что на 9,4 п.п. выше уровня 2019 г. Новая волна аккумулирования долга в мире началась еще до пандемии. Предыдущие три (1970–1980, 1990–2000 и 2007–2009 гг.) неизменно заканчивались кризисом (Kose et al., 2021). Несмотря на благоприятную среду низких ставок, в этот раз экономический рост и инвестиции слабее. В связи с этим быстрое аккумулирование долга может нести существенные риски для развивающихся стран, в особенности для государств с высоким уровнем задолженности в иностранной валюте. Повышение мировых процентных ставок в сочетании с ослаблением экономического роста может привести к удорожанию рефинансирования и обслуживания долга для развивающихся государств и вызвать череду долговых кризисов уже в 2023–2024 гг. В результате нельзя исключать

появления признаков долгового кризиса в конце 2023 г. и его реализации в 2024 г. (В фокусе «Потенциальные эффекты глобального долгового кризиса на экономику региона операций ЕАБР»).

Вероятность замедления темпов роста мировой экономики из-за неопределенности развития пандемии сохраняется. Скорость массовой вакцинации в развивающихся странах остается низкой. Нельзя исключать вероятность появления и распространения новых штаммов коронавируса или возникновения сильных негативных вторичных эффектов пандемии. Вместе с тем взаимосвязь динамики экономической активности и вспышек COVID-19 существенно ослабла с течением времени (В фокусе «Пандемия COVID-19 и экономическая активность — ослабление взаимосвязи»).

Замедление китайской экономики в 2022–2023 гг. может оказаться сильнее ожидаемого. Риски серьезной коррекции в секторах строительства и операций с недвижимостью достаточно высоки. Кроме того, ужесточение государственного регулирования, в том числе сферы цифровых технологий, может замедлить экономический рост. Демографические тренды остаются неблагоприятными, а возможности накопления капитала высокими темпами ограниченны — его объем в Китае близок к показателю США при существенно более низком уровне развития. В связи с этим нельзя исключать замедления роста китайской экономики в 2022 г. не до 5–5,5%, а до 4–4,5%. Такое развитие событий окажет сдерживающее воздействие на глобальный рост, может привести к значительному снижению цен на металлы и энергоносители.

РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ

ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

Экономическая активность в Армении увеличилась на 4,4% г/г по итогам девяти месяцев текущего года. В сентябре рост составил 2,4% г/г после 2,2% месяцем ранее. Сектора строительства, услуг и торговли продолжают поддерживать экономику. Сокращение промышленного производства (на 1,7% г/г в III квартале), в свою очередь, сдерживает динамику активности. Кроме того, в III квартале текущего года снизились объемы сельскохозяйственной продукции — на 7,7% г/г после роста на 6,8% в первом полугодии по причине сокращения урожая зерновых, картофеля и овощей из-за безводья. В результате стоимостные объемы экспорта товаров в сентябре сократились на 11,5% после увеличения на 14,7% месяцем ранее. Присутствуют риски более сильного, чем прогнозировалось ранее, замедления экономического роста в Армении до конца года в связи со спадом в промышленности и сельском хозяйстве.

Промышленность поддерживают обрабатывающие отрасли — производство алкогольных продуктов и металлов. Однако по итогам III квартала рост обрабатывающей промышленности составил 0,3% г/г, отражая завершение пика восстановления как внутреннего, так и внешнего спроса. Горнодобывающие отрасли сократились на 19,4% г/г в сентябре, что было связано с временной остановкой работ ряда предприятий. В результате снижение выпуска промышленного производства в сентябре текущего года составило 1,2% г/г (рост на 0,7% г/г в январе — сентябре).

Пик восстановления потребительского спроса пройден — активная фаза завершилась на фоне постепенного исчерпания отложенного спроса. Это продолжает влиять на динамику розничной торговли (сокращение на 1,1% г/г в сентябре) и услуг по организации проживания и общественного питания (рост на 64,7% г/г в сентябре против 82,8% месяцем ранее). Сбережения домашних хозяйств и денежные переводы продолжают поддерживать спрос. Сдерживающий фактор — кредитование населения (сокращение на 3,4% г/г в сентябре) в условиях сохранения неопределенности развития экономической ситуации и увеличения процентных ставок.

Устойчивая динамика строительного сектора поддерживает экономику Армении. Объемы строительных работ увеличились на 2,6% г/г в сентябре (на 6,4% г/г — в январе — сентябре). Поддержку строительному сектору оказывает финансирование средствами населения и предприятий, увеличение объемов выдачи ипотеки и строительных кредитов (соответственно на 33,1% г/г и 31,3% г/г в сентябре). Вместе с тем, ипотечное кредитование остается единственным видом кредитования населения, которое сохранило положительную динамику.

Потребительские цены в Армении выросли на 9,1% г/г в октябре после 8,9% г/г в августе — из-за удорожания непродовольственных товаров и продуктов питания[1].

[1] Значительный вклад в цены на продовольствие вносят в том числе сельскохозяйственные продукты из-за увеличения спроса на их экспорт вместе с сокращением урожая в III квартале.

Проинфляционными факторами продолжают выступать мировые задержки поставок и повышение цен на продовольствие и сырье. В декабре прогнозируем замедление роста цен до 8% г/г после ускорения до 9,5% г/г в ноябре.

Центральный банк Республики Армения в ноябре сохранил ставку рефинансирования на уровне 7,25% на фоне стабилизации роста цен, инфляционных ожиданий и потребительского спроса. Влияние денежно-кредитной политики на спрос оценивается нами как нейтральное в IV квартале 2021 г. Ставка МБК, по базовому сценарию прогноза ЕАБР, сформируется вблизи текущих уровней к концу 2021 г.

Дефицит государственного бюджета по итогам девяти месяцев оценивается на уровне 3,1% ВВП (3,6% годом ранее) — за счет более быстрого увеличения доходов по сравнению с расходами**.** Вместе с тем, по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года существенно повысилось финансирование социальных расходов, а также капитальных затрат. Согласно проекту «Закона о государственном бюджете на 2022 г.», дефицит бюджета составит 4,7% ВВП в 2021 г. и 3,1% ВВП в 2022 г. Влияние налогово-бюджетной политики на спрос в текущем году, по нашей оценке, будет иметь сдерживающий характер с учетом сокращения уровня расходов на 2,4 п.п. до 28,2% ВВП. Запланированная властями фискальная консолидация нацелена в первую очередь на снижение в следующем году уровня долга правительства до 60% ВВП — с текущих 63,7%[2]. Контролируемая ситуация с государственным долгом способствует в том числе улучшению кредитных рейтинговых показателей Армении. Так, **агентство Standard and Poor's впервые присвоило Армении кредитный рейтинг —** суверенный рейтинг «B+» с позитивным прогнозом по выпуску долгосрочных обязательств в иностранной и национальной валюте. Присвоен также рейтинг «B» по выпуску краткосрочных облигаций, а предприятия частного сектора и финансовые учреждения могут получать рейтинги от Standard and Poor's на уровне до «BB-». Это положительно отразится на доверии институциональных инвесторов к Армении, доходности еврооблигаций, а также на развитии рынка капитала в стране.

ПРОГНОЗ

Таблица 3. Основные макроэкономические показатели Армении (базовый сценарий)

Показатель	2019	2020	2021П	2022П	2023П
ВВП в сопоставимых ценах *(прирост в % к предыдущему году)*	7,6	–7,4	4,5	4,8	3,4
Индекс потребительских цен *(прирост в % г/г на конец года)*	0,7	3,7	8,0	5,0	4,6
Ставка МБК в драмах *(% годовых в среднем за год)*	5,8	4,8	6,3	6,7	6,1
Курс армянского драма к доллару *(в среднем за год)*	480	489	505	466	480

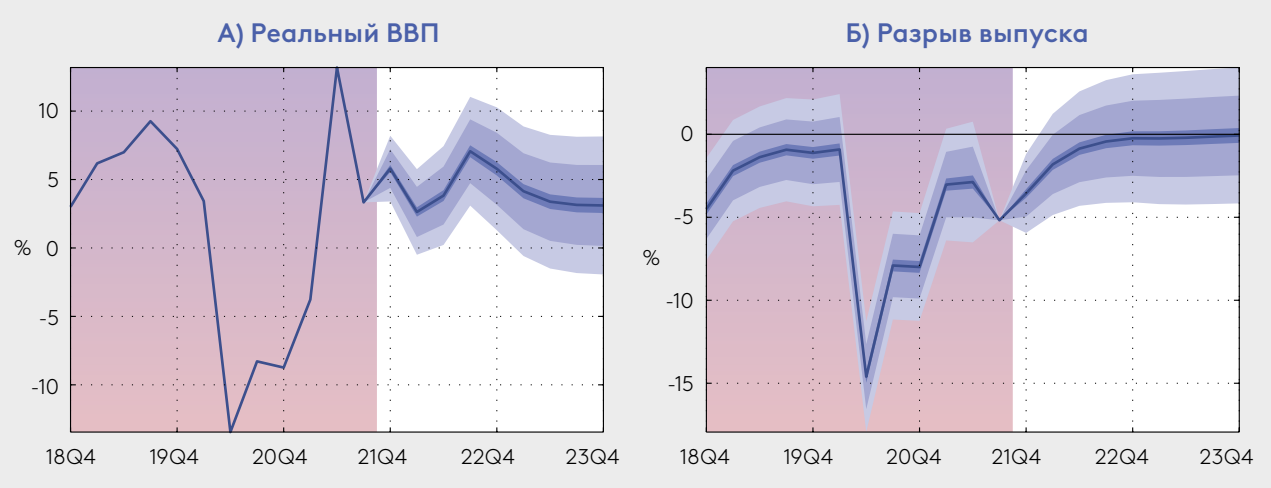
Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

[2] Внутренний и внешний долг правительства РА на конец сентября по отношению к сумме ВВП последних четырех кварталов.

Экономическая активность

В 2022 г. прогнозируется рост экономики на 4,8% после 4,5% в 2021 г. По сравнению с предыдущим прогнозом оценка роста текущего года снижена на 0,4 п.п. из-за отрицательной динамики промышленности и сельского хозяйства в III квартале. Реальные объемы ВВП достигнут предкризисного уровня во II квартале 2022 г. при прогнозируемом росте 4,8% (Рисунок 8.А). Поддержку экономическому росту в следующем году окажут сохранение высокого уровня цен на металлы, восстановление объемов продукции сельского хозяйства, устойчивая динамика обрабатывающих секторов, строительства и услуг. Сдержанная инвестиционная активность в частном секторе, исчерпание отложенного потребительского спроса, сокращение налогово-бюджетных стимулов вместе с завершением фазы восстановительного роста в мире станут ограничивающими факторами роста экономики. В среднесрочной перспективе в базовом сценарии экономика будет расти темпами, близкими к потенциальным (около 3,5% в год) (Рисунок 8.Б). Существенным фактором ускорения потенциального роста ВВП может стать реализация намерений правительства по улучшению бизнес-климата, инвестиционной среды и увеличению уровня капитальных вложений.

Рисунок 8. Прогноз экономической активности в Армении



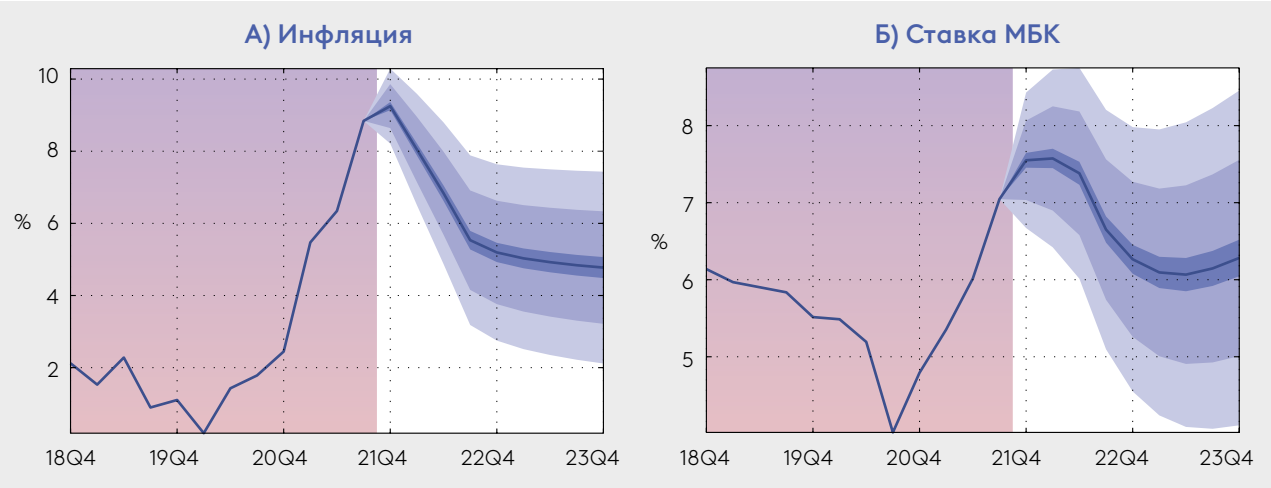
Примечание: здесь и далее данные по ВВП с устранением сезонности. Здесь и далее диапазоны диаграмм соответствуют 10%, 50% и 75% доверительным интервалам.

Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Инфляция

Инфляция в конце 2022 г. прогнозируется вблизи 5% после 8% в декабре 2021 г. Как и в предыдущем прогнозе, ожидается замедление роста цен начиная с декабря текущего года. Замедлению инфляции в следующем году будут способствовать исчерпание отложенного спроса, влияние монетарной политики и устойчивость цен на мировых сырьевых и товарных рынках. Инфляция вернется в целевой интервал к концу II квартала 2022 г. (Рисунок 9.А). Вместе с тем существует риск закрепления продовольственной инфляции на повышенном уровне в первом полугодии следующего года из-за сохранения высоких цен на экспорт сельскохозяйственной продукции. В базовом сценарии прогнозируется инфляция в размере 5% на конец 2022 г. и 4,6% на конец 2023 г. В среднесрочной перспективе инфляция будет находиться в целевом диапазоне Центрального банка Армении — вблизи 4% г/г.

Рисунок 9. Прогноз инфляции и ставки МБК в Армении



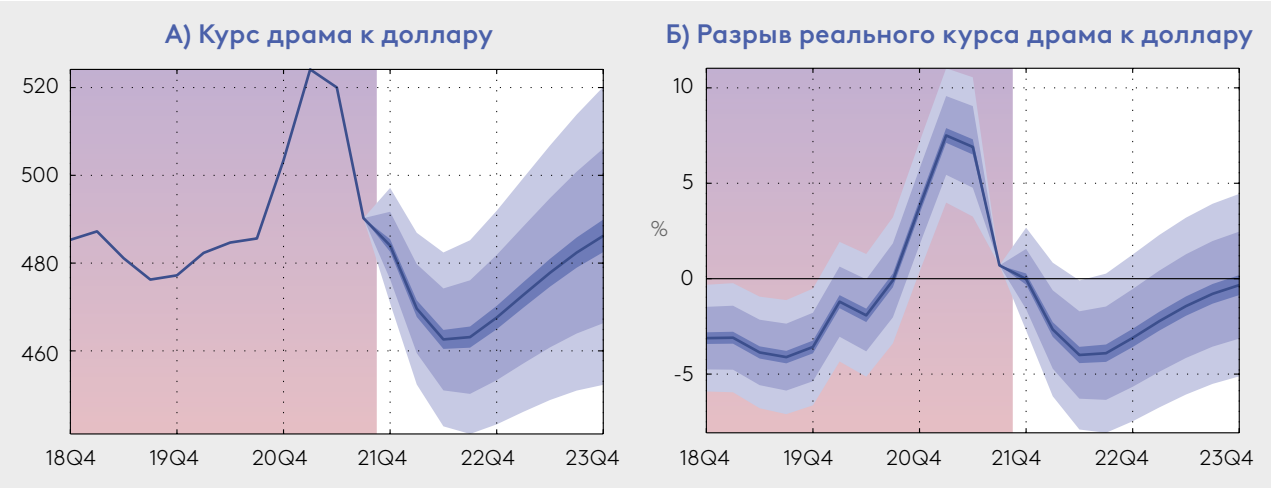
Примечание: здесь и далее данные по инфляции с устранением сезонности.
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс армянского драма

Денежно-кредитные условия будут иметь слабосдерживающий характер в первой половине 2022 г. Ставка МБК, по базовому сценарию прогноза аналитиков ЕАБР, сформируется вблизи текущего уровня к концу 2021 г. В 2022 г., по мере исчерпания инфляционного давления и затухания повышенных инфляционных ожиданий, мы прогнозируем завершение цикла повышения ставки рефинансирования. Существует вероятность снижения уровня ставки до 6,7% в среднем за 2022 г. (Рисунок 9.Б). В результате монетарные условия станут нейтральными к концу следующего года. В 2023 г. ставка МБК прогнозируется в среднем на уровне 6%, который, по нашим расчетам, соответствует стабильному нахождению инфляции в целевом диапазоне ЦБ РА.

Курс армянского драма к доллару прогнозируется на уровне 466 в среднем за 2022 г. после 505 в 2021 г. (Рисунок 10.А). Укреплению национальной валюты будут способствовать приток денежных переводов, доходы от экспорта в условиях высоких цен на металлы и продовольствие, увеличенные объемы международных резервов, в том числе за счет размещения SDR от МВФ. Поддержку курсу национальной валюты будет оказывать также повышенный уровень ставок финансового рынка в Армении. По нашим оценкам, курс драма останется переоцененным, возможно, в течение большей части 2022 г., в том числе за счет более высокого уровня инфляции по сравнению с торговыми партнерами (Рисунок 10.Б). В 2023 г. национальная валюта сформируется вблизи равновесных значений. В базовом сценарии курс прогнозируется в среднем 466 в 2022 г. и 480 в 2023 г.

Рисунок 10. Прогноз курса армянского драма



Примечание: на рисунке 10.Б положительные значения соответствуют недооцененности драма.
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Сокращение масштаба налогово-бюджетного импульса в 2022 г. и нейтральный характер политики в среднесрочной перспективе. Влияние налогово-бюджетной политики на спрос в текущем году, по нашей оценке, будет иметь сдерживающий характер с учетом сокращения уровня расходов на 2,4 п.п. до 28,2% ВВП. В рамках фискальной консолидации, предусмотренной среднесрочной программой расходов правительства на 2022–2024 гг., уровень расходов стабилизируется вблизи 26% ВВП, а налоговые доходы будут расти на 0,4 п.п. в год.

РИСКИ

Главными рисками базового сценария развития экономики Армении остаются неопределенность ситуации с пандемией и закрепление инфляции на повышенных уровнях. Ухудшение эпидемиологической ситуации и замедление мировой экономики отрицательно отразятся и на экономике Армении. В условиях слабой активности в странах — основных торговых партнерах могут снизиться объемы экспорта, денежных переводов, туристических потоков. Ухудшение эпидемиологической ситуации в стране повлияет на динамику секторов услуг. Существуют риски сохранения внешних проинфляционных факторов — удорожания продуктов питания и сырьевых товаров, разрывов логистических цепочек. Кроме того, есть риск закрепления продовольственной инфляции на повышенном уровне в следующем году из-за сохранения высоких цен на экспорт сельскохозяйственной продукции.

РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

Белорусская экономика за девять месяцев 2021 г. выросла на 2,7% г/г. Сильного результата по итогам трех кварталов удалось достичь благодаря существенному расширению внешнего спроса, наиболее активный рост которого пришелся на первое полугодие. Это стало следствием быстрого восстановления экономик стран — торговых партнеров Беларуси после спада прошлого года. В результате ключевой вклад в годовой рост ВВП по итогам девяти месяцев внесла ориентированная на экспорт обрабатывающая промышленность — 1,6 п.п. Сильную динамику продемонстрировал сектор информации и связи, который обеспечил 0,7 п.п. роста ВВП. Еще около 0,7 п.п. добавили остальные сектора сферы услуг, чему в том числе способствовало восстановление потребительского спроса по мере адаптации населения к условиям пандемии. Сдерживающее воздействие на рост ВВП оказали сельское хозяйство (вклад в рост ВВП — минус 0,4 п.п.) и строительство (минус 0,8 п.п.).

Рост ВВП Беларуси по итогам 2021 г. прогнозируется в размере 2,1%. Период активного восстановления завершился во II квартале, по итогам которого ВВП вырос на 5,8% г/г. В результате отрицательный разрыв выпуска закрылся, а к середине года ВВП на 1,5–2% превысил допандемийный уровень[3]. После сильного восстановительного роста естественным процессом является замедление его темпов, которое и происходило в III квартале. Однако действие ряда факторов привело к более активному снижению роста экономики. В июле — сентябре ВВП вырос примерно на 1,2% г/г. Превышение ВВП допандемийного уровня по итогам III квартала оценивается нами около 0,5–1%. Существенное воздействие на ВВП оказало сокращение в III квартале на 10,4% выпуска сельского хозяйства из-за уменьшения урожая. Сдержанной сохранялась динамика строительства и инвестиций — по итогам III квартала их объемы, по нашим расчетам, оставались более чем на 15% ниже докризисных уровней. Оценка роста ВВП в целом по итогам 2021 г. снижена с 2,5 до 2,1%. Это связано с сокращением производства сельского хозяйства и ожидаемым влиянием на экономическую активность очередной волны роста заболеваемости COVID-19.

Положительное сальдо внешней торговли товарами и услугами выросло до 2,7 млрд долл. в январе — сентябре 2021 г. (1,6 млрд годом ранее). Этому способствовало значительное расширение экспорта в условиях восстановления мировой экономики. По нашим расчетам, его стоимостной объем по итогам III квартала примерно на 17–18% превысил допандемийный, в то время как объем импорта — на 7–8%. Сильная динамика экспорта наряду с переходом населения к чистой продаже иностранной валюты способствовала укреплению белорусского рубля. Курс рубля к доллару и валютам стран — торговых партнеров вышел в область переоцененности — около 3–5% в IV квартале. Завершение активной фазы восстановления внешнего спроса, возможное усиление санкционных последствий и переоцененность рубля могут оказать сдерживающее воздействие на экспорт в конце года. Поддержка сохранится со стороны повысившихся мировых цен.

[3] При сравнении значений экономических показателей с их допандемийными (или докризисными) уровнями используются значения экономических показателей с устранением сезонных колебаний. В качестве базы сравнения используется IV квартал 2019 г.

Инфляция на конец 2021 г. прогнозируется в размере 10% г/г. С декабря прошлого года рост потребительских цен ускорился на 3,1 п.п. до 10,5% г/г в октябре — максимум с 2016 г. Снижение урожая зерна и овощей и возросшие мировые цены на продовольствие оказывают давление на продовольственную инфляцию в Беларуси — продукты питания в октябре подорожали на 12,1% г/г. Темпы изменения стоимости продуктов питания, скорее всего, останутся повышенными в ближайшие месяцы. Рост цен на непродовольственные товары, в свою очередь, в последние месяцы замедлился — до 10% г/г в октябре с пика 11,6% г/г в июне — июле. Замедление может быть связано с тем, что вклад в инфляцию со стороны курсового фактора уменьшился в условиях укрепления белорусского рубля. В то же время мы считаем, что влияние укрепления национальной валюты на потребительские цены будет ограниченным в условиях повышенных инфляционных ожиданий населения и предприятий[4]. Сохранится в конце года давление на инфляцию в Беларуси со стороны глобальных задержек поставок и ускорения роста цен в России. В результате в базовом сценарии прогнозируем инфляцию на конец 2021 г. в размере 10% г/г.

Кредитная активность в Беларуси остается сдержанной. За девять месяцев 2021 г. рублевые кредиты приросли на 4,1%, при этом кредиты госсектору — на 11,1%, а частному — на 1,8%. В последние месяцы рост кредитования несколько увеличился, главным образом — в сегменте госсектора. Это может быть связано, в том числе, с наличием профицита банковской ликвидности при ограниченных возможностях ее размещения в Национальном банке. Так, несмотря на возобновление Нацбанком в октябре аукционных операций, объемы изъятия в октябре — первой половине ноября не превышали половины объема заявок банков, а ставка составляла 1–3%. Свободная ликвидность пока выливается на кредитный рынок в ограниченных объемах. Сдерживающим фактором выступает ужесточение условий кредитования, которое банки продолжали фиксировать в III квартале. Мы не ожидаем смягчения условий кредитования в оставшейся части года, учитывая очередное повышение Нацбанком расчетных величин стандартного риска, которые влияют на стоимость кредитования для населения и организаций[5]. Мы допускаем, что на фоне двузначной инфляции Нацбанк может повысить и ставку рефинансирования в ноябре — декабре текущего года — до 10%.

Консолидированный бюджет Республики Беларусь по итогам девяти месяцев исполнен с дефицитом 0,04% ВВП (дефицит 2% ВВП годом ранее). К уменьшению дефицита бюджета привели сокращение объема расходов относительно ВВП на 1,6 п.п. по сравнению с январем — сентябрем 2020 г. и увеличение доходов на 0,4 п.п. Расходы снизились преимущественно из-за уменьшения капитальных бюджетных вложений, в то время как рост доходов объясняется увеличением поступлений от внешнеэкономической деятельности и налогов на доходы и прибыль. К концу года дефицит консолидированного бюджета может расшириться из-за сезонности исполнения расходов.

[4] Кроме того, эффект переноса валютного курса на инфляцию в Беларуси характеризуется выраженной асимметрией — он существенно слабее при укреплении рубля (Кузнецов и др., 2019).

[5] По состоянию на ноябрь 2021 г. РВСР для кредитов юридическим лицам достигла 15,33% (+3,6 п.п. с начала года), а для кредитов физическим лицам — 20,29% (+7 п.п. с начала года).

ПРОГНОЗ

Таблица 4. Основные макроэкономические показатели Беларуси (базовый сценарий)

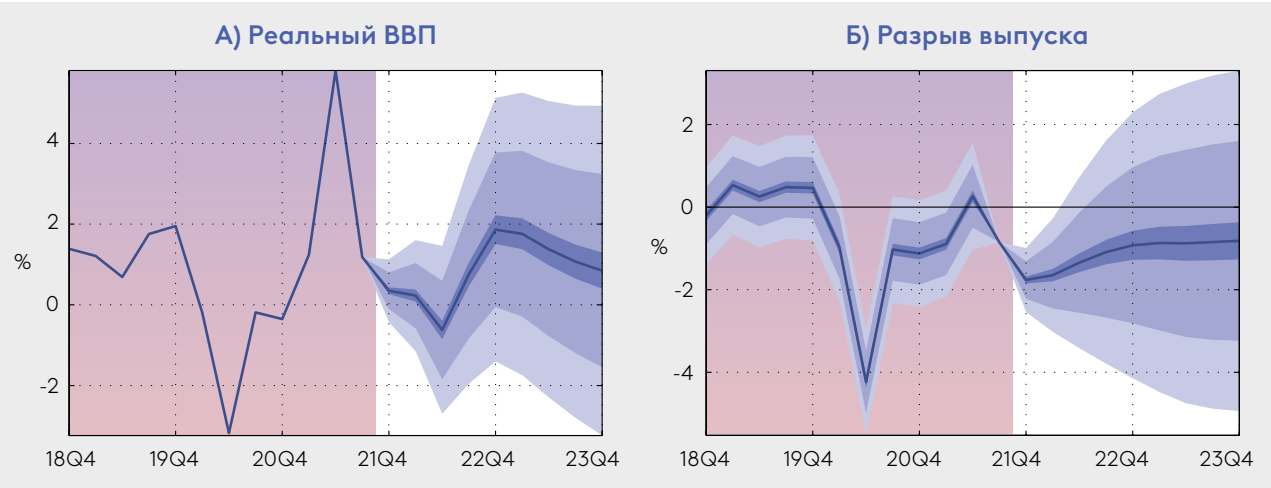
Показатель	2019	2020	2021П	2022П	2023П
ВВП в сопоставимых ценах *(прирост в % к предыдущему году)*	1,4	–0,9	2,1	0,7	0,9
Индекс потребительских цен *(прирост в % г/г на конец года)*	4,7	7,4	10,0	7,4	5,5
Ставка рефинансирования *(% годовых в среднем за год)*	9,8	8,2	8,7	9,8	8,9
Курс белорусского рубля к доллару *(в среднем за год)*	2,09	2,43	2,53	2,65	2,82

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность

Рост белорусской экономики в базовом сценарии прогнозируется в 2022 г. в размере 0,7% (Рисунок 11.А). Импульс со стороны внешнего спроса ослабнет, так как рост ВВП стран — ключевых торговых партнеров замедлится после прохождения активной фазы восстановления. Сохранится в будущем году поддержка для белорусского экспорта со стороны высоких цен на сырье, однако в базовом сценарии мы ожидаем ее постепенного ослабления по мере нормализации мирового спроса. Динамика внутренней инвестиционной и потребительской активности в 2022 г. ожидается сдержанной. Ее могут ограничивать повышенная неопределенность и риски, последствия санкций со стороны ряда западных стран, а также прогнозируемые нами сдерживающие денежно-кредитные условия. Именно действие обозначенных факторов в нашем базовом сценарии ведет к более низкому росту ВВП в 2022 г. в сравнении с его потенциалом и к формированию отрицательного разрыва выпуска (Рисунок 11.Б). По нашим оценкам, темпы роста потенциального ВВП Беларуси в среднесрочной перспективе составляют около 1% в год.

Рисунок 11. Прогноз экономической активности в Беларуси

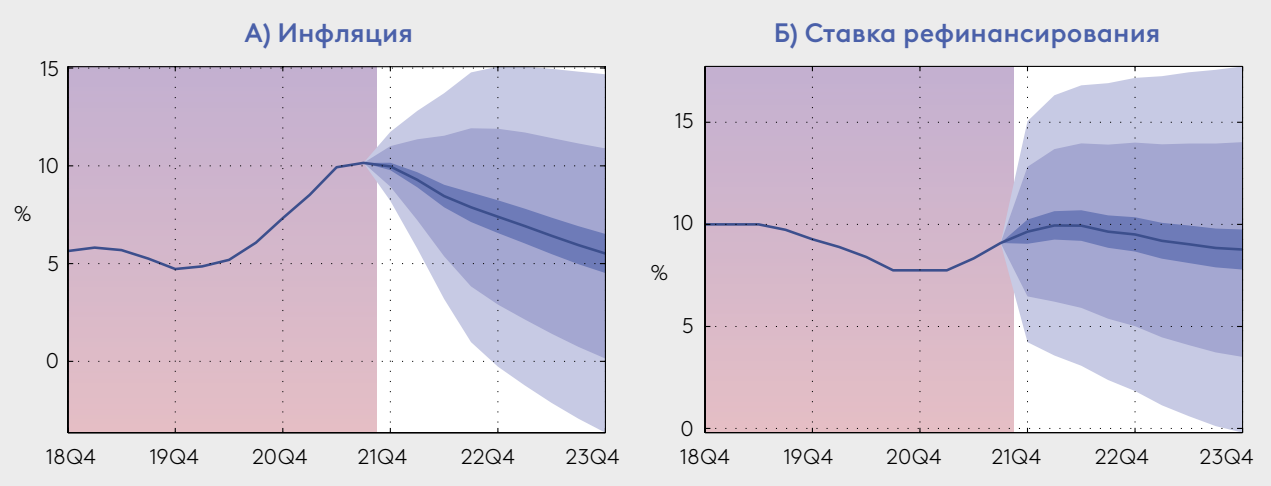


Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Инфляция

Инфляция по итогам 2022 г. прогнозируется в размере 7,4% — после 10% в 2021 г. Мы сохраняем ожидания ее замедления в будущем году (Рисунок 12.А). Этому могут способствовать постепенная нормализация производственно-логистических цепочек в мире, предполагаемая в базовом сценарии стабилизация цен на сырьевых рынках, а также прогнозируемое нами замедление инфляции в России в 2022 г. до 4,9%. Сдержанная динамика внутреннего спроса также будет ограничивать развитие инфляционных процессов в Беларуси. В то же время снижение урожая повлияло на потребительские цены в 2021 г. сильнее, чем ожидалось, и рост стоимости продовольствия может оставаться повышенным в первой половине 2022 г. Инфляционные ожидания населения и бизнеса в среднесрочной перспективе могут сохраняться на высоком уровне из-за неопределенности последствий санкций и рисков значимого ослабления белорусского рубля. Это может замедлять приближение темпов роста потребительских цен в Беларуси к целевым значениям Национального банка. В результате в базовом сценарии прогнозируем инфляцию в размере 7,4% на конец 2022 г. и 5,5% на конец 2023 г.

Рисунок 12. Прогноз инфляции и ставки рефинансирования в Беларуси



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

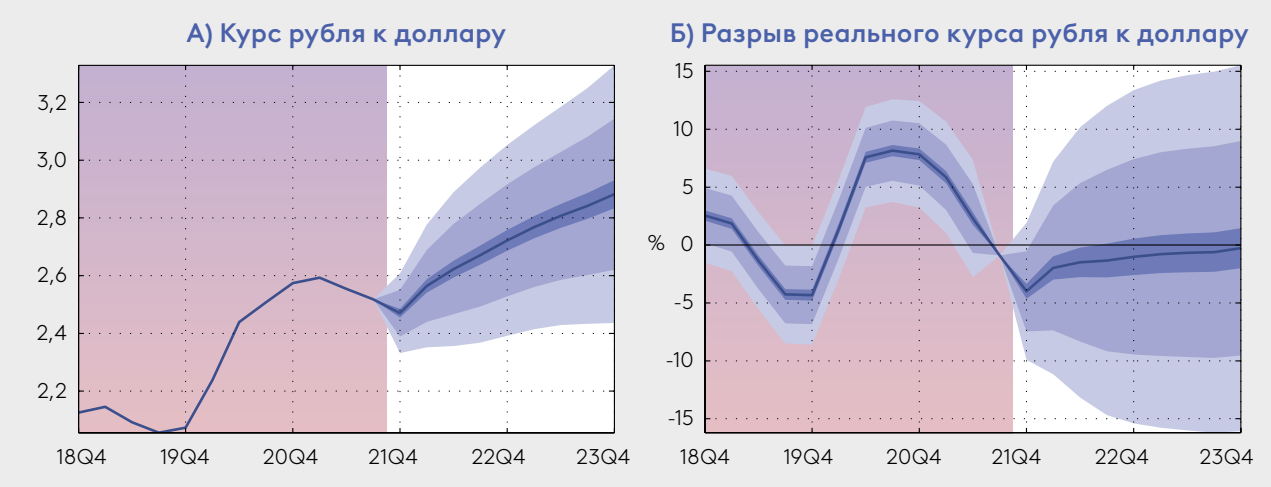
Денежно-кредитная политика и курс белорусского рубля

Денежно-кредитные условия прогнозируются сдерживающими в 2022 г. В базовом сценарии ожидаем ставку рефинансирования около 10% в первой половине следующего года (Рисунок 12.Б). Такой уровень индикатора, по нашим расчетам, соответствует постепенному замедлению инфляции в течение 2022 г. При условии ослабления инфляционного давления, обеспечения финансовой стабильности и отсутствия сильных шоков на валютном рынке мы допускаем снижение ставки рефинансирования ближе к 9–9,5% к концу 2022 г. и ее динамику около 9% в 2023 г. Доступность рыночного кредитования в 2022 г., скорее всего, останется ограниченной в условиях возросших процентных ставок, повышенной неопределенности и рисков.

Курс белорусского рубля к доллару в базовом сценарии прогнозируется на уровне 2,65 в среднем за 2022 г. По нашим расчетам, рубль в IV квартале 2021 г. переоценен

к доллару и в среднем к валютам стран — основных торговых партнеров (Рисунок 13.Б). В связи с этим поддержка белорусских производителей со стороны курсового фактора снижается. Импульс для экспорта со стороны внешнего спроса также уменьшается, а последствия санкционного давления могут оказать дополнительное воздействие на динамику поставок за рубеж. Инфляция в Беларуси прогнозируется выше, чем в странах — основных торговых партнерах, а девальвационные ожидания продолжат влиять на белорусскую валюту. В результате действия обозначенных факторов в базовом сценарии мы ожидаем постепенного ослабления рубля к доллару в среднесрочной перспективе (Рисунок 13.А). Ограничивать масштаб снижения стоимости рубля может прогнозируемое нами в Беларуси сохранение сдержанного внутреннего спроса и, следовательно, импорта. Неопределенность прогноза остается высокой из-за сложности оценки потенциального влияния западных ограничений на белорусский экспорт, приток инвестиций и поведение домашних хозяйств.

Рисунок 13. Прогноз курса белорусского рубля



Примечание: на рисунке 13.Б положительные значения соответствуют недооцененности белорусского рубля.
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

РИСКИ

Дальнейшая политика западных стран и последствия введенных ограничительных мер для белорусской экономики имеют высокую степень неопределенности. Наш базовый сценарий предполагает быструю адаптацию Беларуси к введенным санкциям, в том числе благодаря поддержке России. Вместе с тем нельзя исключать, что процесс адаптации окажется продолжительным. В полную силу ограничения со стороны ряда западных стран заработают ближе к концу 2021 г. или в первой половине 2022 г. При неблагоприятном развитии событий в 2022 г. нельзя исключать экономического спада, масштаб которого может составить 1–4%. В случае реализации риска можно ожидать давления на курс белорусского рубля из-за уменьшения экспортных доходов, повышения девальвационных ожиданий и ухудшения инвестиционного климата. Инфляционные риски при неблагоприятном развитии событий возрастут. В случае усиления ограничительных мер со стороны западных стран и ответных ограничений белорусских властей возможны нарушения устоявшихся производственных цепочек. Это не только будет влиять на объемы выпуска

товаров и услуг, но и может привести к значительному повышению издержек предприятий Беларуси, в том числе связанных с поиском новых партнеров и рынков сбыта. При неблагоприятном развитии событий возможна актуализация угроз долговой и финансовой стабильности.

Государственный долг Беларуси подвержен валютному риску и риску ликвидности. Размер белорусского госдолга с учетом гарантий и обязательств местных органов власти составляет около 42%, что в целом является приемлемым уровнем[6]. Вместе с тем госдолг Беларуси подвержен валютному риску и риску ликвидности. Так, более 95% долга центрального правительства номинировано в иностранных валютах, а приблизительно 40% обязательств привлечено под плавающие процентные ставки. В 2022–2024 гг. ожидается увеличение платежей по долговым обязательствам более чем до 3,5 млрд долл. в год. В условиях сравнительно низкого потенциала экономического роста, ограниченных бюджетных и золотовалютных резервов безусловное выполнение долговых обязательств потребует ежегодного рефинансирования значительной их части.

Вероятность существенного наращивания нерыночного кредитования для стимулирования роста ВВП сохраняется. Здесь следует еще раз отметить, что этот инструмент может стимулировать экономическую активность лишь в краткосрочном периоде. Устойчивое повышение темпов экономического роста требует структурных преобразований, направленных на увеличение производительности труда и конкурентоспособности белорусской экономики. Эмиссионное кредитование не способно увеличить потенциал роста в долгосрочном периоде и может привести к девальвации национальной валюты и ускорению инфляции. Формирование стимулов для появления и внедрения в экономику новых идей и технологий является первичным импульсом для повышения потенциала экономического роста. Ключевую роль в этом процессе играют институты, а денежно-кредитная политика может способствовать внедрению новых идей и технологий в экономику, обеспечивая благоприятные условия финансирования. А это, в свою очередь, возможно при стабильной и низкой инфляции.

[6] Размер белорусского госдолга ненамного превышает оцененный в работе ЕФСР (Винокуров и др., 2020) оптимальный уровень в 37% ВВП для стран с низким уровнем развития институтов.

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

Экономика уверенно превысит допандемийный уровень по итогам 2021 г. В середине 2021 г. ВВП РК вышел на уровень IV квартала 2019 г. Ключевой импульс экономике придали меры властей по поддержке деловой активности, обеспечившие стабильную внутригодовую динамику роста обрабатывающей промышленности и сектора строительства. Сельское хозяйство во второй половине года также получило поддержку правительства, что позволило нивелировать урон, нанесенный засухой[7]. По оценкам аналитиков ЕАБР, в IV квартале 2021 г. можно ожидать восстановления объемов добычи нефти, что может внести порядка 0,2 п.п. в рост ВВП в 2021 г. Возврат на траекторию роста в секторе услуг происходил неравномерно и дольше, чем ожидалось, вследствие действия ограничительных мер, которые усиливались в периоды новых вспышек COVID-19. Сильная динамика внутреннего потребления непродовольственных товаров определялась реализацией отложенного спроса, а также реальным ростом заработной платы и высокими темпами кредитования физических лиц. Инвестиции без учета горнодобывающего сектора демонстрировали уверенный рост. По оценкам аналитиков ЕАБР, ВВП Казахстана в 2021 г. увеличится на 3,8% после падения на 2,5% в 2020 г.

Инфляция по итогам 2021 г. сложится выше целевого ориентира 4–6%. Рост индекса потребительских цен ускорился в течение 2021 г. Во многом это обусловлено дисбалансами на товарных рынках, перебоями в мировых транспортных сетях и отчасти эффектом низкой базы предыдущего года. Внутренние и внешние цены на продовольствие в 2021 г. выросли из-за неблагоприятных погодных условий и ограничений на международные передвижения[8]. Энергоресурсы подорожали на глобальных рынках вследствие восстановления деловой активности и аномальных погодных условий (жаркое лето, ранняя зима). Дополнительное влияние на внутренние цены оказало ускорение инфляции в странах — торговых партнерах Казахстана. Внутренними проинфляционными факторами выступили повышение акцизов на табачные изделия, рост тарифов на коммунальные услуги и стоимости образовательных услуг, а также реализация отложенного спроса на непродовольственные товары. По оценкам аналитиков ЕАБР, в конце года инфляция начнет замедляться из-за эффекта высокой базы. Мы полагаем, что на конец 2021 г. инфляция сложится на уровне 8,4%.

Тенге в 2021 г. получил поддержку на фоне улучшения экономической активности за рубежом. Положительное сальдо торговли товарами РК в январе — августе 2021 г. увеличилось до 12,1 млрд долл. (с 7,4 млрд долл. годом ранее) на фоне опережающего роста экспорта по сравнению с импортом. Улучшение динамики экспорта преимущественно

[7] Правительством РК выделено 1,9 млрд тенге на частичное возмещение затрат на корма, сформирован стабилизационный фонд для приобретения и доставки фермерским хозяйствам сена и кормов (Primeminister.kz, 2021).

[8] Так, например, рост мировых цен на пальмовое масло отчасти обусловлен низким объемом его производства в Малайзии, где сохраняется нехватка рабочих-мигрантов.

определялось возросшими поставками в страны — участницы ЕАЭС. Благоприятная ценовая конъюнктура на мировых рынках увеличила выручку от экспорта металлов и изделий из них. По оценкам аналитиков ЕАБР, в IV квартале 2021 г. темпы роста экспорта могут еще повыситься вследствие восстановления объемов добычи нефти и удорожания мировых цен на энергоресурсы. Дополнительными факторами поддержки тенге выступили покупка нерезидентами долговых ценных бумаг, номинированных в тенге, и операции по конвертации средств Национального фонда. Однако укреплению тенге препятствовали сильные негативные настроения на глобальных финансовых рынках, увеличившийся внутренний спрос на иностранную валюту и более высокая инфляция в Казахстане по сравнению со странами — торговыми партнерами. В результате тенге к середине ноября ослаб по отношению к доллару на 2,1% с начала года (за 2020 г. — на 10,4%). До середины ноября НБ РК не проводил валютных интервенций, тогда как годом ранее объем чистой продажи иностранной валюты НБ РК составил 1,9 млн долл.

Базовая ставка повышена на 0,25 п.п. до 9,75% в октябре 2021 г. Это третье повышение с начала года. Инфляционные риски стали усиливаться во второй половине 2021 г., в то время как рост экономики приобрел более устойчивый характер. Данное обстоятельство увеличило пространство для проведения Национальным банком дезинфляционной денежно-кредитной политики. Ценовое давление формируется за счет внешних и внутренних факторов, и, по оценке регулятора, инфляция превысит прогнозный диапазон 7,5–8,5% в 2021 г. НБ РК пересмотрел свои ожидания и полагает, что действие проинфляционных факторов продлится дольше. Аналитики ЕАБР не исключают, что в декабре 2021 г. базовая ставка может быть повышена еще на 0,25 п.п. — до 10%.

Постепенная консолидация налогово-бюджетной политики. Дефицит государственного бюджета составил 1,7 трлн тенге по итогам девяти месяцев 2021 г., что на 12,5% меньше уровня за аналогичный период предыдущего года. В текущем году ключевой вклад в увеличение доходов вносят налоговые поступления — это объясняется расширением деловой активности и повышением мировых цен на ключевые экспортные товары. Хотя вклад трансферта из Национального фонда в номинальный рост доходов снизился по сравнению с девятью месяцами 2020 г., его объем все еще в 1,3 раза выше уровня января — сентября 2019 г. Номинальные темпы роста расходов в текущем году замедлились в 2,9 раза по сравнению с предыдущим годом. Тем не менее ассигнования на социальную поддержку оставались приоритетным направлением бюджетных трат. Согласно планам правительства, дефицит бюджета по итогам текущего года составит 3,5% ВВП, что на 0,5% ВВП меньше показателя 2020 г. По нашим оценкам, вклад налогово-бюджетной политики в экономический рост снизится на 0,3 п.п.

Государственный долг на 1 октября 2021 г. составил 51,3 млрд долл., увеличившись с начала года на 4,6%. Повышение внутреннего долга произошло главным образом за счет выпуска государственных долгосрочных казначейских обязательств. Внешняя задолженность увеличилась из-за привлечения кредитов у «Эксим банка» Китая, а также размещения государственных ценных бумаг на российском рынке.

ПРОГНОЗ

Таблица 5. Основные макроэкономические показатели Республики Казахстан (базовый сценарий)

Показатель	2019	2020	2021П	2022П	2023П
ВВП в сопоставимых ценах *(прирост в % к предыдущему году)*	4,5	–2,5	3,8	4,2	5,0
Индекс потребительских цен *(прирост в % г/г на конец года)*	5,4	7,5	8,4	6,0	4,4
Ставка TONIA *(% годовых в среднем за год)*	8,4	9,0	8,7	9,3	8,5
Курс казахстанского тенге к доллару *(в среднем за год)*	382,8	413,0	424,9	434,0	443,0

Примечание: П — прогноз.

Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Рост ВВП РК прогнозируется на уровне 4,2% в 2022 г. По сравнению с предыдущим прогнозом оценка не изменена. В 2022 г. поддержка деловой активности будет оказана через программы «Экономика простых вещей» и «Дорожная карта бизнеса», на реализацию которых дополнительно выделено 1 трлн тенге (1,2% ВВП). Внутренний спрос будет усилен в том числе за счет повышения минимальной заработной платы и оплаты труда работников бюджетной сферы. Положительное влияние высоких цен на нефть продлится в первой половине 2022 г. В дальнейшем, по нашим оценкам, следует ожидать их постепенного снижения. Восстановление в секторе услуг приобрело более затяжной характер, чем ранее ожидалось, из-за периодических всплесков пандемии и действия связанных с ней ограничений. Мы полагаем, что выход к допандемийным уровням в ряде секторов сферы услуг состоится в 2022 г. Денежно-кредитная политика уже не будет оказывать стимулирующего воздействия на экономический рост, а будет направлена на удержание инфляционных рисков.

Ускорение роста ВВП в 2023 г. по мере введения новых мощностей (Рисунок 14.А). В 2023 г. ожидается, что добыча нефти на месторождении Тенгиз будет увеличена в результате реализации проекта по его расширению. Таким образом, по оценкам ЕАБР, рост ВВП РК в 2023 г. ускорится до 5% соответственно. В конце 2021 г. утверждено 10 национальных проектов продолжительностью до 2025 г. включительно. Они призваны заменить государственные программы с целью повысить эффективность реализации стратегии «Казахстан-2050». Финансирование проектов предполагает выделение 16 трлн тенге из бюджета и привлечение 33 трлн тенге частных инвестиций в течение 2021–2025 гг.[9]. Мероприятия включают в себя модернизацию материальной инфраструктуры и повышение качества нематериальной инфраструктуры[10]. В среднесрочной перспективе

[9] TALAP. Talks — подкаст с Кайратом Келимбетовым, председателем Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан, управляющим Международным финансовым центром «Астана».

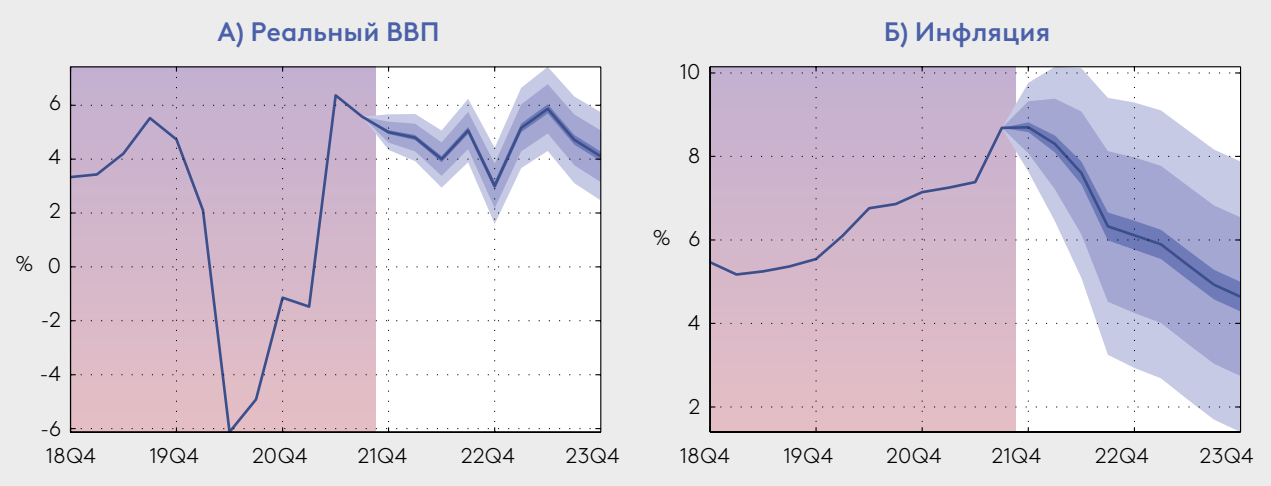
[10] Нематериальная инфраструктура — комплекс услуг, необходимых для поддержания стандартов жизни населения. Включает в себя нефизические активы систем образования, здравоохранения, государственного управления, правоохранительных органов и службы экстренной помощи.

будут реализованы ранее запланированные цели с использованием новых подходов в системе государственного управления. Как и ожидалось ранее, следование стратегии «Казахстан-2050» окажет положительное влияние на потенциальный рост экономики.

Замедление инфляции в 2022 г. (Рисунок 14.Б). По оценкам аналитиков ЕАБР, инфляция осенью 2021 г. приблизилась к пиковым значениям. Разворот в ее динамике мы ожидаем в конце 2021 — начале 2022 г. Однако, в отличие от предыдущего прогноза, ее оценка повышена. Это объясняется резким ростом мировых цен на энергоресурсы. Мы также ожидаем более затяжного возврата к целевому ориентиру. Проблемы с логистическими поставками в мировых цепях, вероятнее всего, сохранятся и в течение 2022 г., обуславливая рост издержек производителей и нехватку товаров. Сдерживанию инфляционного давления будет способствовать как повышение базовой ставки, состоявшееся в 2021 г., так и действие мер регуляторного характера, принятых правительством.

Инфляция стабилизируется в пределах целевых ориентиров в 2023 г. Восстановление полноценного функционирования логистических цепей снизит проинфляционное давление со стороны мировых товарных рынков. Это, в свою очередь, будет способствовать закреплению инфляционных ожиданий на устойчивом уровне. Динамика инфляции в 2023 г. будет оставаться в пределах целевого ориентира Национального банка.

Рисунок 14. Экономическая активность и инфляция в Республике Казахстан

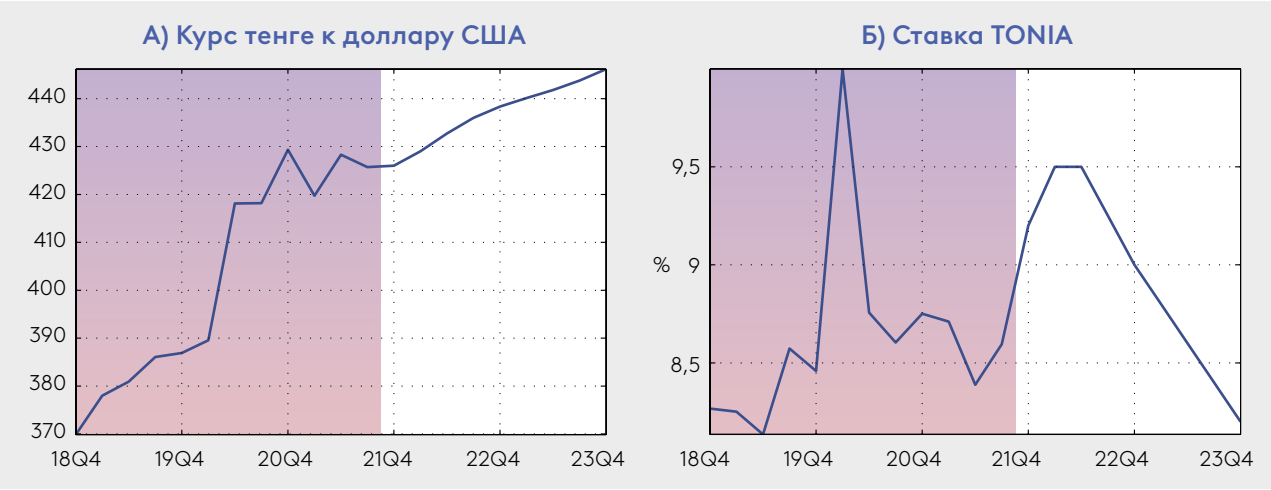


Примечание: сезонно скорректированные данные.
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика будет носить дезинфляционный характер. В отличие от 2021 г., восстановление экономического роста уже не будет выступать ограничительным фактором при принятии решений в отношении базовой ставки. Хотя инфляция, по нашим оценкам, будет замедляться в течение 2022 г., большую часть года она будет оставаться выше целевого ориентира. Риски ускорения роста внутренних цен сохранят свою актуальность, особенно в первой половине года. В этих условиях базовая ставка может остаться на уровне 10% в первом полугодии. По мере того как инфляционные ожидания будут заякорены, возможно ее снижение до 9,5–9,75% на конец 2022 г. В 2023 г. с целью сохранения нейтральных денежно-кредитных условий возможно дальнейшее снижение базовой ставки.

Умеренные темпы ослабления казахстанского тенге (Рисунок 15.А). В 2022–2023 гг. в номинальном выражении казахстанский тенге продолжит обесцениваться умеренными темпами (около 1–2% в год), главным образом из-за более высокой инфляции в РК по сравнению со странами — торговыми партнерами.

Рисунок 15. Курс казахстанского тенге и ставка TONIA



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

РИСКИ

Неопределенность в отношении развития эпидемиологической ситуации в мире. Динамика распространения COVID-19 приобрела волнообразный характер. Это сдерживает трансграничные перемещения в мире, а также проявляется в периодическом усилении карантинных мер в некоторых странах — торговых партнерах и в Казахстане. Если данные процессы будут длительнее, чем мы ожидаем, то экономический рост в Казахстане может сложиться ниже прогнозного сценария.

Проинфляционные риски РК повысились. Проблемы с поставками в мировой транспортной сети приняли затяжной характер, повышая издержки производителей. По всей вероятности, они получат дальнейшее развитие и в 2022 г. Рост цен на энергоресурсы может оказать давление и на внутренние цены РК через увеличение стоимости горючесмазочных материалов. Дополнительное ценовое давление может формироваться за счет того, что тенденция расширения внутреннего потребительского спроса будет сохраняться.

Ужесточение денежно-кредитных условий на мировых финансовых рынках. Ряд центральных банков крупнейших экономик мира ужесточил свою риторику в отношении перспектив изменения ключевых ставок. Некоторые банки уже приступили к сворачиванию денежно-кредитных стимулов. Это усилит отток капитала с развивающихся рынков, в том числе и Казахстана. В случае форсированного повышения ставок центральными банками развитых стран курс казахстанского тенге на прогнозном горизонте может обесцениться сильнее базового сценария. Инфляция, как следствие, сложится выше, что обусловит более жесткие денежно-кредитные условия. Рост экономики Казахстана в 2023 г. в рисковом сценарии замедлится примерно на 0,3 п.п. в сравнении с базовым прогнозом и составит около 4,7%.

КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

Выход на траекторию положительного роста. Драйверами восстановления экономической активности в 2021 г. выступили: сектор услуг, добывающие отрасли и предприятия обрабатывающей промышленности, исключая Кумтор. Снижение выпуска в сельском хозяйстве объясняется засухой, а в строительном секторе — неопределенностью в отношении перспектив развития. По оценкам аналитиков ЕАБР, производство золота на руднике Кумтор по итогам января — сентября 2021 г. осуществлялось согласно долгосрочному плану, опубликованному Centerra Gold в феврале 2021 г. (Centerra Gold, 2021). Мы полагаем, что пик восстановления экономики придется на конец 2021 — начало 2022 г., что будет обусловлено возобновлением роста производства золота, а также эффектом низкой базы IV квартала 2020 г. в других отраслях. По нашим оценкам, в 2021 г. ВВП увеличится на 3,7% — при условии, что реализуются ключевые предпосылки (социально-политическая стабильность в стране и выполнение производственного плана на руднике Кумтор). При этом отмечаем высокую степень неопределенности. По нашим оценкам, если в IV квартале 2021 г. на руднике Кумтор не будет произведено золота, то рост экономики может составить 1–2% по итогам 2021 г.

Инфляция остается выше целевого ориентира. По оценкам ЕАБР, индекс потребительских цен КР вырастет на 9,8% по итогам 2021 г. Проинфляционные факторы, возникшие в середине осени, будут оказывать дополнительное повышательное давление на внутренние цены КР в оставшейся части 2021 г. и в начале 2022 г. Более высокий, чем ожидалось, рост мировых цен на энергоресурсы, а также более длительное проявление проблем в мировых цепях поставок, по всей видимости, останутся в числе ключевых проинфляционных факторов и в 2022 г. Внутренние факторы в 2021 г., как и перечисленные внешние, имели временный характер: ограниченное предложение, разовые всплески спроса, повышение акцизов. Потребительский спрос, на наш взгляд, оказывал ограниченное влияние на увеличение инфляции. Это обусловлено тем, что рост притока денежных переводов и увеличение объема потребительского кредитования компенсированы снижением реальной заработной платы.

Стабильность валютного курса. Котировки национальной валюты КР по отношению к доллару США в январе — октябре 2021 г. колебались в диапазоне 83–84,8 сома за доллар. Для сравнения, в 2020 г. диапазон колебаний валютного курса составлял 69,5–84,9. При этом объем продаж иностранной валюты НБ КР в январе — октябре 2021 г. сложился примерно на уровне аналогичного периода предыдущего года. Спрос на иностранную валюту среди прочего исходил со стороны внешнеторговых операций. Так, отрицательное сальдо торгового баланса в январе — августе 2021 г. составило 47,8% ВВП, тогда как годом ранее — 23,7% ВВП. Увеличение дефицита торгового баланса обусловлено ростом импорта преимущественно инвестиционных, промежуточных и в меньшей степени потребительских товаров. Снижение экспорта в долларовом эквиваленте обусловлено сокращением физических поставок золота, тогда как без его учета поставки за рубеж увеличились до 17,1% ВВП с 14,2% ВВП в январе — августе 2020 г. Дополнительно спрос на иностранную валюту формировался по операциям финансового счета, где был зафиксирован отток капитала. Поступления трудовых

мигрантов и операции с резервными активами позволили сбалансировать внутренний валютный рынок.

Учетная ставка сохранена на уровне 7,5% на октябрьском заседании НБ КР. На начало 2021 г. ставка составляла 5%. Раунд повышений пришелся на первую половину 2021 г., когда отмечалось ускорение инфляции с 9,7% г/г в декабре 2020 г. до 14,6% г/г в июле 2021 г. Осенью инфляция начала замедляться, что позволило удерживать паузу в принятии решений относительно денежно-кредитных условий. Внутренний потребительский спрос еще не окреп, экономика пока находится в стадии восстановления после провала в 2020 г. При этом инфляционные риски имеют тенденцию к усилению, что может осложнить задачу регулятору в поддержании баланса экономического роста и инфляции. Аналитики ЕАБР считают, что на ноябрьском заседании НБ КР ставка может быть сохранена на уровне 7,5%.

Налогово-бюджетная политика окажет сдержанное влияние на экономический рост в 2021 г. Профицит государственного бюджета КР в январе — августе 2021 г. составил 1,1% ВВП. Годом ранее дефицит составил 4,1% ВВП. Увеличение доходов до 31,4% ВВП с 25,8% ВВП в январе — августе 2020 г. обусловлено ростом налоговых сборов — в большей степени подоходного и налога на добавленную стоимость. Улучшению показателя способствовали эффект низкой базы и цифровизация процесса налогообложения. Расходы в январе — августе 2021 г. повысились до 30,3% ВВП, годом ранее было 29,9% ВВП. Динамика показателя определялась повышением ассигнований на цели государственной службы общего назначения, а также на здравоохранение и образование, что отчасти связано с повышением заработной платы. С учетом того, что по итогам 2021 г. дефицит бюджета запланирован на уровне 1,2% ВВП, в оставшейся части года следует ожидать повышения государственных расходов, которые окажут поддержку внутреннему потребительскому спросу. Однако влияние фискального импульса будет меньше, чем годом ранее.

Государственный долг на 1 августа 2021 г. снизился до 65,1% ВВП с 68,5% ВВП на конец 2020 г. Динамика объясняется выплатой внешнего долга, а также повышением размера ВВП. К концу года можно ожидать дальнейшего снижения уровня долга вследствие списания задолженности перед МВФ в размере 12,6 млн долл. (0,2% ВВП).

ПРОГНОЗ

Таблица 6. Основные макроэкономические показатели Кыргызской Республики (базовый сценарий)

Показатель	2019	2020	2021П	2022П	2023П
ВВП в сопоставимых ценах *(прирост в % к предыдущему году)*	4,6	–8,6	3,7	4,5	2,5
Индекс потребительских цен *(прирост в % г/г на конец года)*	3,1	9,7	9,8	7,0	5,2
Ставка РЕПО — 7 дней *(% годовых в среднем за год)*	3,0	3,6	5,7	8,4	8,3
Курс кыргызского сома к доллару *(в среднем за год)*	69,8	77,3	84,6	85,1	85,5

Примечание: П — прогноз.

Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

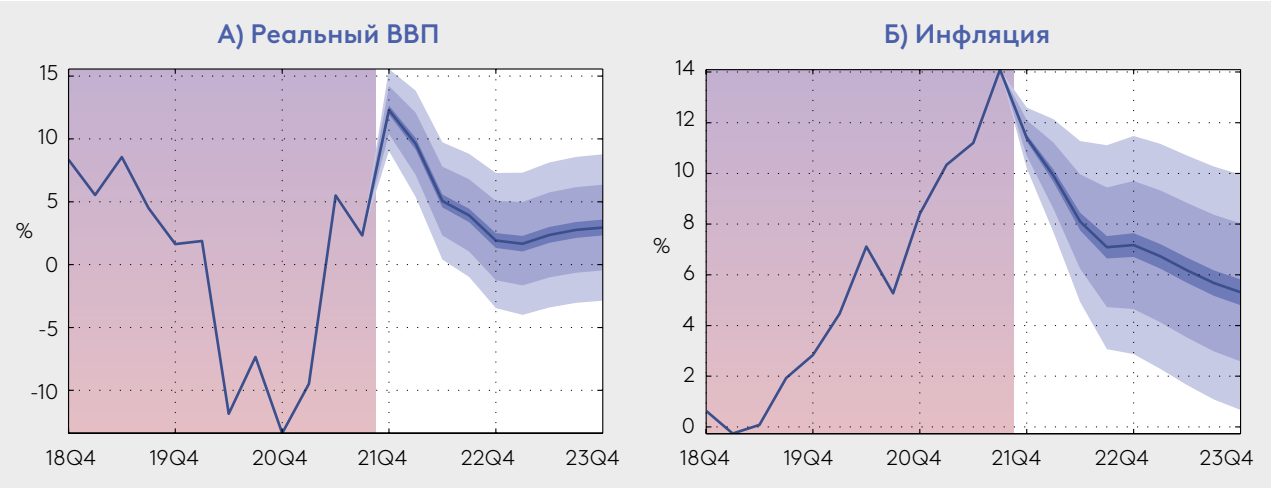
Повышение темпов роста в 2022 г. По нашим оценкам, рост ВВП КР в 2022 г. составит 4,5%. По сравнению с предыдущим прогнозом оценка понижена. Маловодье оказало более выраженное, чем ожидалось, влияние на показатели сельского хозяйства, что привело к пересмотру оценок ВВП в 2021–2022 гг. Мы полагаем, что негативные последствия продолжат сдерживать экономическую активность и в первой половине 2022 г. Слабая динамика инвестиций на фоне неопределенности может продолжить ограничивать экономическую активность. Налогово-бюджетная политика приобретет более сдержанный характер. В 2022 г. планируется снижение дефицита бюджета до 1,1% ВВП с 1,2% ВВП в 2021 г. Меры денежно-кредитного стимулирования будут постепенно сворачиваться. Приток денежных переводов положительным образом скажется на внутреннем потребительском спросе. В базовом сценарии мы полагаем, что производство на руднике Кумтор будет осуществляться согласно долгосрочным планам (Centerra Gold, 2021). Это обеспечит 1,2 п.п. роста ВВП в 2022 г. При этом данная предпосылка здесь и далее сопряжена с высокой степенью неопределенности.

Замедление роста в 2023 г. Динамика роста в среднесрочной перспективе во многом будет определяться производственными показателями на руднике Кумтор, где предполагается увеличение выпуска золота на 15,3% и 1,8% в 2022 и 2023 гг. соответственно (Centerra Gold, 2021). Как следствие, ожидается замедление темпов роста ВВП до 2,5% в 2023 г. (Рисунок 16.А). Дефицит государственного бюджета будет снижен до 0,8% ВВП, что указывает на сдерживающее воздействие со стороны налогово-бюджетной политики. Меры денежно-кредитной политики перейдут к слабостимулирующим, близко к нейтральным. Мы полагаем, что внутренний потребительский спрос получит поддержку благодаря увеличению притока денежных переводов. Экспортные поставки будут сдерживаться снижением в среднесрочной перспективе мировых цен на золото и укреплением реального эффективного обменного курса для других экспортеров. Действие названных факторов отчасти нивелирует усиление внешнего спроса на фоне нормализации эпидемиологической ситуации в мире и возврата к полноценному функционированию глобальных транспортных цепочек.

Инфляция замедлится до 7% г/г на конец 2022 г. Проинфляционные факторы со стороны мировых рынков энергоресурсов и зерна усилились в октябре 2021 г. Это обстоятельство замедлит динамику возврата инфляции к целевому ориентиру в 2022 г. Разрывы в цепях поставок продолжат оказывать повышательное давление на цены производителей в первой половине 2022 г. С учетом засухи в 2021 г. можно ожидать весной — в начале лета 2022 г. временного повышения цен на плодоовощную продукцию. Замедлению инфляции будут способствовать ослабление давления на мировых рынках продовольствия и улучшение ситуации с мировыми логистическими цепочками.

Возврат инфляции к целевому ориентиру прогнозируется в 2023 г. (Рисунок 16.Б). В среднесрочном периоде аналитики ЕАБР прогнозируют замедление темпов роста ИПЦ. Это станет возможным в условиях стабильности номинального курса сома по отношению к доллару. Данный фактор будет определяющим, но его влияние отчасти компенсирует постепенное восстановление внутреннего спроса и доходов населения. Ситуация на мировых рынках продовольствия может оказать нейтральное влияние на динамику внутренних цен. Давление со стороны рынка нефти также ослабнет в среднесрочной перспективе. В результате инфляция в 2023 г. сложится в пределах целевого ориентира.

Рисунок 16. Экономическая активность и инфляция в Кыргызской Республике

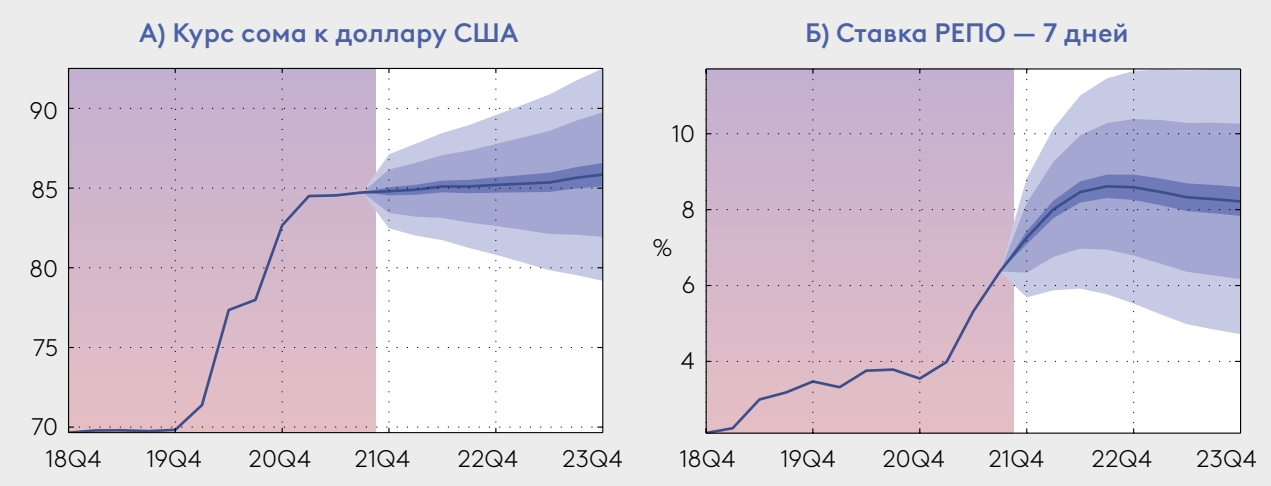


Примечание: сезонно скорректированные данные.
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Повышение учетной ставки в 2022–2023 гг. Учетная ставка, по базовому сценарию прогноза, может сложиться в диапазоне 7,5–8% в 2022–2023 гг. При целевом ориентире по инфляции 5–7% указанный уровень номинальной процентной ставки близок к нейтральному. Риски замедления экономического роста и ускорения инфляции уравновешивают друг друга.

Стабильность сома. В базовом сценарии прогноза мы ожидаем, что текущая валютная политика сохранится в среднесрочной перспективе. Монетарные власти продолжат проводить валютные интервенции для предотвращения резких колебаний обменного курса. Таким образом, мы полагаем, что курс национальной валюты в прогнозируемом периоде будет варьироваться в коридоре 84–86 сомов за доллар (Рисунок 17.А).

Рисунок 17. Курс кыргызского сома и ставка РЕПО



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

РИСКИ

Риски более медленного восстановления экономики в первую очередь связаны с ходом пандемии. Динамику экспорта товаров и услуг, а также денежных переводов могут сдерживать ограничения на трансграничные передвижения и периодическое усиление карантинных мер в странах — торговых партнерах. Дополнительное влияние может оказать более длительный, чем мы ожидаем, период маловодья. В случае реализации данного сценария низкие объемы производства в сельском хозяйстве и энергосекторе будут дополнены эффектами второго раунда. Веерные отключения могут негативным образом сказаться и на объемах выпуска в других секторах экономики. Производство золота на руднике Кумтор также сопряжено с высокой степенью неопределенности.

Риски ускорения инфляции увеличились. Проинфляционные риски дополнились ростом мировых цен на энергоресурсы и плохим урожаем зерновых в регионе. Дальнейшее повышение мировых цен на нефть и зерно может замедлить процесс возврата инфляции КР к целевому ориентиру. Задержки с поставками в мире могут сохраниться на более длительном горизонте, чем мы предполагаем, что, в свою очередь, усилит дисбалансы спроса и предложения потребительских товаров и повысит уровень инфляции.

Возможность наращивания государственного долга ограниченна. Государственный долг по итогам 2020 г. превысил пороговое значение по стандартам МВФ в 60% ВВП, оставляя возможность лишь для привлечения кредитных ресурсов на льготных условиях. Это окажет сдерживающее влияние на рост ВВП в среднесрочной перспективе, замедлив восстановление экономики.

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

Российская экономика за девять месяцев текущего года выросла на 4,6% г/г. Активному росту способствовало быстрое восстановление внутренней потребительской и инвестиционной активности, а также расширение внешнего спроса и благоприятная конъюнктура на сырьевых рынках. Во многом это стало результатом широкомасштабных программ бюджетной и монетарной поддержки экономик в прошлом году, в том числе в России, и адаптации населения и бизнеса к функционированию в условиях пандемии. Допандемийный объем выпуска по итогам III квартала превышен в обрабатывающей промышленности (на 5,1% в сентябре)[11], строительстве и транспорте (примерно на 3,3% в сентябре)[11], розничной торговле. Вблизи докризисных уровней находится добыча полезных ископаемых, а сфера платных услуг населению еще их не достигла. В первом случае выпуск сдерживается ограничениями по добыче нефти в рамках ОПЕК+, во втором — сохранением санитарных ограничений. Сдерживающее воздействие на ВВП в III квартале оказало сокращение на 6,2% г/г производства сельского хозяйства из-за снижения урожая ряда культур.

Рост ВВП России по итогам 2021 г. прогнозируется в размере 4,1%. Наиболее активная фаза восстановления экономики завершилась к середине года, после чего динамика деловой активности начала замедляться. Во II квартале объем ВВП вернулся к допандемийному уровню и по итогам III квартала, по нашим расчетам, оставался около докризисного объема[12]. Совокупный PMI в начале IV квартала оставался около нейтральной отметки 50 пунктов — 49,5 в октябре после 50,5 в сентябре. В октябре снизилась активность в сфере услуг в связи с ослаблением спроса. Это коррелирует с данными СберИндекса (2021), согласно которым потребительские расходы населения в октябре уменьшились на 1,7% к сентябрю в реальном выражении (с устранением сезонности). Ослабление активности в сфере услуг в октябре частично компенсировано ее усилением в обрабатывающих отраслях. При этом задержки поставок продолжают оказывать сдерживающее воздействие на производство, что сохранится в ближайшие месяцы. Усиление санитарных мер в конце октября — начале ноября, по нашим расчетам, окажет ограниченное воздействие на деловую активность. С учетом этого фактора, а также из-за сильного снижения выпуска в сельском хозяйстве и проблем с поставками мы уменьшили оценку роста ВВП по итогам 2021 г. на 0,2 п.п. — до 4,1%.

Профицит текущего счета платежного баланса достиг рекордного уровня — 40,8 млрд долл. в III квартале 2021 г. (3,9 млрд в III квартале 2020 г. и 10,6 млрд в III квартале 2019 г.). По итогам десяти месяцев текущего года Банк России оценивает положительное сальдо в размере 94,4 млрд долл., что более чем на 64 млрд больше, чем в аналогичном периоде 2020 г. Улучшение текущего счета во многом стало следствием быстрого восстановления

[11] По расчетам Минэкономразвития РФ (2021).

[12] При сравнении объема ВВП с допандемийным уровнем используются значения ВВП с устранением сезонных колебаний. В качестве базы сравнения используется IV квартал 2019 г.

мирового спроса, сопряженного с взрывным ростом цен на ключевые товары российского экспорта (нефть, газ, металлы и др.). Ценовой фактор продолжит оказывать поддержку российскому экспорту в этом и следующем году, однако его влияние будет постепенно уменьшаться по мере нормализации глобального спроса. Взлет цен на энергоресурсы и металлы, повышение ключевой ставки и сохранение жесткой риторики ЦБ РФ способствовали нейтрализации недооцененности рубля в начале IV квартала.

Инфляция по итогам 2021 г. прогнозируется в размере 7,9% г/г. В октябре инфляция достигла 8,1% г/г — это максимум с начала 2016 г. Месячный аннуализированный прирост потребительских цен с устранением сезонности, по нашим расчетам, превысил 12% — максимум с 2015 г. Драйвером ускорения инфляции остаются продукты питания в условиях снижения урожая зерна в России, а также роста цен на продовольствие в мире. Динамика цен на продукты во многом формирует инфляционные ожидания населения, которые в октябре вернулись к максимумам за пять лет — 13,6%. Сохраняется давление на цены непродовольственных товаров, в том числе из-за удлинения сроков поставок, дефицита отдельных комплектующих. В таких условиях мы ожидаем сохранения повышенного инфляционного давления и прогнозируем инфляцию в размере 7,9% г/г в декабре.

Условия банковского кредитования ужесточились, а ключевая ставка к концу года может быть повышена до 8–8,5%. Согласно результатам обследования Банка России, снижение доступности кредитов в III квартале отмечено для всех групп заемщиков. Главным образом это связано с влиянием процентных ставок, которые повышаются вслед за ключевой. Так, средние ставки по рублевым кредитам нефинансовым организациям за девять месяцев выросли почти на 1,7 п.п. Ставки по кредитам (и депозитам) продолжат увеличиваться в IV квартале, реагируя на рост ключевой ставки. Мы ожидаем, что в условиях инфляционного давления и повышенных проинфляционных рисков ключевая ставка в декабре будет увеличена до 8–8,5%. Ужесточение условий выдачи кредитов и макропруденциальных требований может несколько «охладить» кредитование.

Федеральный бюджет остается профицитным. В январе — октябре он исполнен с профицитом в 2,1 трлн рублей (дефицит 1,7 трлн рублей годом ранее). Позитивное влияние ценовой конъюнктуры на рынке нефти и газа привело к значительному росту нефтегазовых поступлений — 68,5% г/г по итогам десяти месяцев. В условиях активного восстановления экономики ненефтегазовые доходы приросли на 21,5% г/г. Расходы в 2021 г. также увеличиваются, однако их темпы роста замедлились в сравнении с прошлым годом — с 25,3% г/г до 8,6% г/г. Такая динамика расходов свидетельствует о постепенном ослаблении бюджетных стимулов.

ПРОГНОЗ

Таблица 7. Основные макроэкономические показатели России (базовый сценарий)

Показатель	2019	2020	2021П	2022П	2023П
ВВП в сопоставимых ценах *(прирост в % к предыдущему году)*	2,0	–3,0	4,1	2,8	2,1
Индекс потребительских цен *(прирост в % г/г на конец года)*	3,0	4,9	7,9	4,9	4,0
Ставка MIACR в рублях *(% годовых в среднем за год)*	7,2	4,9	5,7	7,7	5,7
Курс российского рубля к доллару *(в среднем за год)*	64,7	71,9	73,4	72,0	73,5

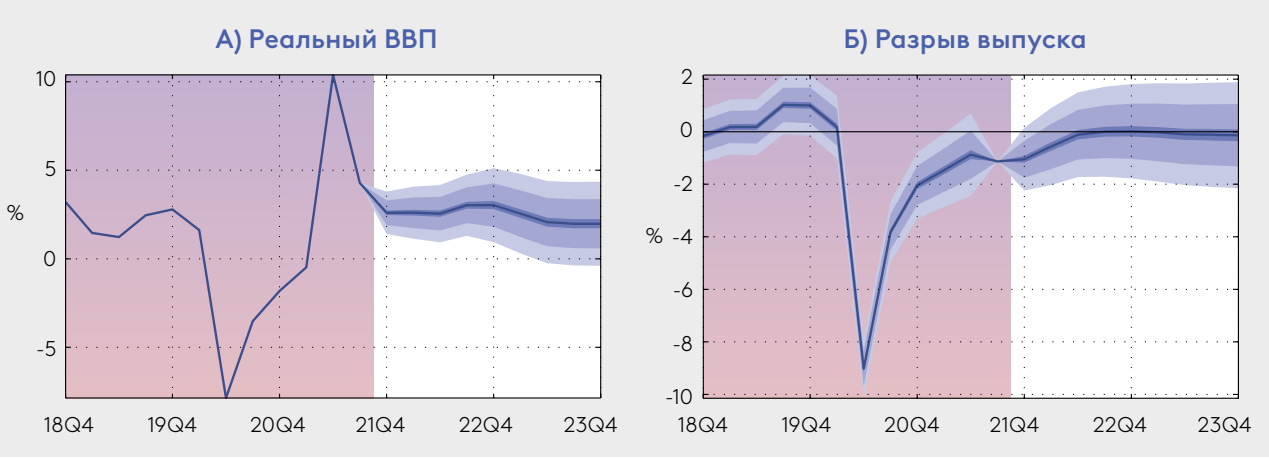
Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность

Рост российской экономики в 2022 г. прогнозируется в размере 2,8% — после 4,1% в 2021 г. (Рисунок 18.А). Замедление динамики связано с завершением большей части восстановительного процесса. При этом ВВП России в 2022 г. продолжит увеличиваться темпами, превосходящими потенциальные, которые оцениваются нами около 2% в среднем в год в 2022–2023 гг. Такая динамика станет возможной благодаря ожидаемому наращиванию добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК+ и восстановлению потребления услуг — когда санитарные ограничения будут постепенно смягчаться. Высокие цены и спрос на энергоносители окажут дополнительную поддержку российской экономике. В результате в базовом сценарии ожидаем закрытия отрицательного разрыва выпуска в течение II квартала 2022 г. (Рисунок 18.Б). Мы считаем, что перегрева российской экономики в 2022 г. не произойдет. Ужесточение денежно-кредитной политики и возврат к стандартным параметрам бюджетного правила будут ограничивать расширение внутреннего спроса. Дополнительное сдерживающее воздействие на несырьевой экспорт может оказать прогнозируемая нами переоцененность рубля.

По сравнению с предыдущим прогнозом оценка роста ВВП России на 2022 г. повышена на 0,1 п.п. Повышение связано в первую очередь с ожидаемым сохранением в 2022 г. более высоких цен на энергоресурсы, чем прогнозировалось ранее. Так, мы повысили прогноз по средней цене нефти Urals на 2022 г. с 66 до 72,5 долл. за баррель. Кроме того, из-за усиления ограничительных мер в конце октября — ноябре 2021 г. восстановление сферы услуг может растянуться и в большей степени проявиться в динамике ВВП уже в 2022 г. В свою очередь, более сдерживающие, чем прогнозировалось ранее, монетарные условия могут частично компенсировать положительный эффект обозначенных выше факторов на ВВП в 2022 г. В 2023 г. рост российской экономики прогнозируется вблизи потенциальных темпов в размере 2,1%. Повышение темпов потенциального роста возможно благодаря реализации государственных программ развития, в том числе в результате инвестирования средств ФНБ в инфраструктурные проекты.

Рисунок 18. Прогноз экономической активности в России

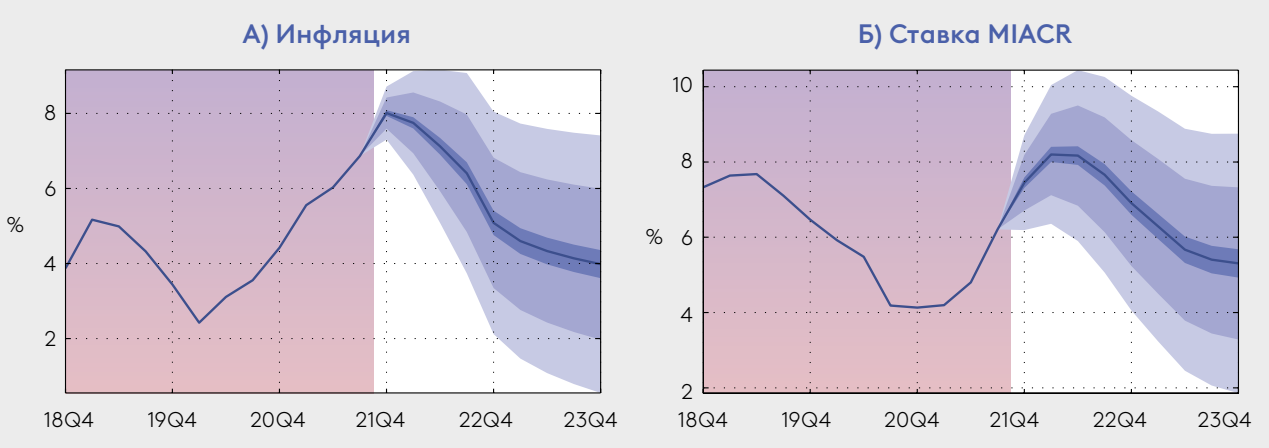


Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Инфляция

В базовом сценарии прогнозируется замедление инфляции до 4,9% г/г к концу 2022 г. и выход к целевому уровню 4% в 2023 г. Мы повысили прогноз на 2022 г. на 0,8 п.п. Пересмотр связан с действием ряда факторов. Снижение в текущем году урожая ряда культур оказало более сильное влияние на инфляцию, чем ожидалось, и рост продовольственных цен может остаться повышенным в первой половине 2022 г. Более продолжительными оказались и проблемы с поставками. Мы ожидаем, что ситуация будет постепенно нормализоваться, однако проинфляционное влияние этого фактора сохранится в будущем году. Кроме того, в базовом сценарии повышены прогнозы роста потребительских цен на 2022 г. в странах — торговых партнерах России. Дезинфляционное влияние в будущем году ожидается со стороны курса российского рубля. Возвращение инфляции к целевому уровню 4% прогнозируется в 2023 г. (Рисунок 19.А), чему будут способствовать завершение восстановительного периода в российской экономике и постепенная нормализация производственно-логистических цепочек. Инфляционные ожидания в среднесрочной перспективе могут оставаться повышенными, однако по мере ослабления ценового давления мы допускаем их постепенное снижение.

Рисунок 19. Прогноз инфляции и ставки MIACR в России



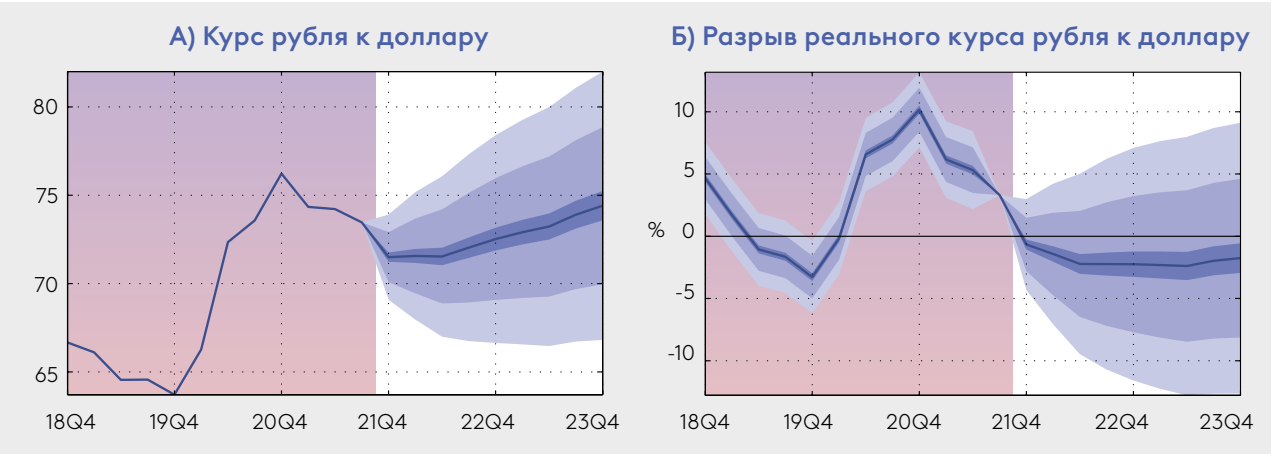
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс российского рубля

В базовом сценарии прогнозируем начало цикла снижения ключевой ставки во второй половине следующего года и ее значение около 6,5–7% на конец 2022 г. Мы ожидаем ключевую ставку около 8–8,5% в первом полугодии 2022 г. При условии устойчивого замедления инфляции и инфляционных ожиданий видим возможным переход к циклу снижения ставки во второй половине года. К концу 2022 г. значение индикатора может опуститься примерно до 6,5–7%. В 2023 г. в базовом сценарии прогнозируем выход ставки к уровню 5,5%, который мы считаем оптимальным в среднесрочной перспективе. Динамика ставки MIACR прогнозируется вблизи ключевой (Рисунок 19.Б).

Курс российского рубля прогнозируется в размере 72 за доллар в среднем за 2022 г. (Рисунок 20.А). Высокие цены на энергоносители будут оказывать поддержку российской валюте в будущем году, как и более высокие ставки по рублевым активам в сравнении с финансовыми инструментами, номинированными в долларах и евро. Действие обозначенных факторов, по нашим оценкам, приведет к сохранению небольшой переоцененности рубля к доллару и евро на среднесрочном горизонте (Рисунок 20.Б). Мы считаем, что взлет цен на энергоресурсы, скорее всего, будет временным, а цикл повышения ключевой ставки в будущем сменится циклом ее снижения. В связи с этим возможное укрепление российской валюты к доллару до 70 или даже ниже может оказаться краткосрочным. По мере сворачивания монетарных стимулов в развитых странах, в первую очередь в США, доходности их государственных облигаций увеличатся. В результате в базовом сценарии уже со второй половины 2022 г. прогнозируется постепенное ослабление рубля к доллару, а средний курс по итогам 2023 г. ожидается в размере 73,5.

Рисунок 20. Прогноз курса российского рубля



Примечание: на рисунке 20.Б положительные значения соответствуют недооцененности российского рубля.
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

РИСКИ

Угроза сохранения инфляции в 2022 г. на уровне, значительно превышающем цель 4%. Сочетание продолжительного действия шоков предложения, возросших инфляционных ожиданий и толерантного отношения центральных банков развитых стран к ускорению темпов роста цен рискует вылиться в длительное сохранение инфляции в мире на

повышенных уровнях, в том числе в России. Кроме того, устойчивое сохранение повышенной инфляции может привести к более активному, чем заложено в базовом сценарии, повышению процентных ставок в развитых странах, прежде всего в США. Это может усилить отток капитала из России, что окажет давление на курс российского рубля. Мы провели моделирование рискового сценария, при котором инфляция в США останется выше 4% в среднем по 2022 г., средняя цена нефти Urals составит 75 долл. за баррель, а рост мировой экономики в 2022 г. сложится на 0,7 п.п. ниже базового прогноза из-за воздействия шоков предложения (прежде всего разрывов производственных цепочек). Кроме того, в рисковом сценарии предполагается, что темпы роста потенциального ВВП России останутся на достигнутых в IV квартале 2021 г. уровнях. В результате реализации рискового сценария инфляция в России может составить 6–7% по итогам 2022 г., а среднегодовой курс рубля окажется на 3% слабее базового прогноза. Ключевая ставка в рисковом сценарии, скорее всего, будет повышена до 8,5–9% и может оставаться на этом уровне на протяжении 2022 г. Рост экономики России в 2022 г. в рисковом сценарии замедлится примерно на 0,5 п.п. в сравнении с базовым прогнозом.

В случае завершения пандемии в следующем году и высокой эффективности государственных программ развития в России рост ВВП в 2022 г. может сложиться в диапазоне 3–3,5%. Инвестиции, стимулируемые усилиями властей по запуску нового инвестиционного цикла и улучшению бизнес-климата, станут мощным драйвером экономического развития в среднесрочном периоде при подобном развитии событий. В результате станет возможным поддержание темпов роста российской экономики после 2022 г. на уровне около 3,5% в год.

РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН

ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

Рост экономики Таджикистана достиг 8,9% г/г по итогам января — сентября 2021 г., ускорившись с 4,5%[13] по итогам 2020 г. Этому способствовала постепенная нормализация экономической ситуации в мире, ставшая возможной благодаря расширению арсенала средств борьбы с распространением COVID-19 по мере увеличения доступности антикоронавирусных вакцин. Государственные расходы, прежде всего инвестиционного характера, существенно возросли в III квартале, что также поддержало динамику экономики Таджикистана. В 2021 г. высокие показатели роста демонстрируют все основные отрасли. Производство в промышленности увеличилось за январь — сентябрь на 22,6% г/г, в сельском хозяйстве — на 6,3% г/г, оборот розничной торговли — на 12,8% г/г. Объем инвестиций повысился по сравнению с первыми девятью месяцами 2020 г. на 29,6%. В IV квартале мы ожидаем некоторого замедления роста этих показателей и экономики в целом под влиянием повышения базы сравнения — в 2020 г. максимально высокий рост ВВП имел место в последние месяцы года. Мы считаем, что по итогам текущего года таджикская экономика вырастет на 7,9%. Это больше, чем предусматривал более ранний прогноз (мы принимаем во внимание сильный рост инвестиций и расширение сельскохозяйственного производства по итогам января — сентября).

Инфляция остается высокой, но мы ожидаем ее снижения до конца года. Она составила 9,6% г/г по итогам сентября 2021 г., немного ускорившись с 9,4% г/г в декабре прошлого года. По сравнению с 2020 г. рост цен принял более широкий характер: в сентябре продовольствие подорожало на 10,4% г/г, непродовольственные товары — на 7,8% г/г, услуги — на 9,3% г/г, тогда как в декабре 2020 г. рост был 13% г/г, 5,8% г/г и 4% г/г соответственно (в конце прошлого года лишь продовольственная инфляция превышала целевые параметры Национального банка — 6±2%). Вклад в инфляцию продовольственных цен уменьшился благодаря росту сельскохозяйственного производства в стране. Вклад цен на другие товары и услуги увеличился — прежде всего в связи с тем, что ускорился рост стоимости энергоносителей на внешних рынках и сократились поставки из соседних стран сжиженного газа, широко используемого в Таджикистане для нужд как транспорта, так и коммунального сектора. Это топливо подорожало на 80% с начала 2021 г. Возобновление его поставок благодаря новым контрактам[14] создает предпосылки для стабилизации цен на этот и другие виды горючего в стране и, как следствие, для снижения инфляции в октябре — ноябре текущего года. Как результат, инфляция составит 8,3% по итогам 2021 г. Прогноз на этот год не меняется по сравнению со сделанным в сентябре.

[13] Рост «краткосрочного показателя развития основных отраслей экономики», публикуемого национальным Агентством по статистике.

[14] См., например, «Соглашение о поставке туркменских ГСМ подписано. О чем договорились страны?», Asia-Plus, 27 августа 2021 г.

Национальный банк Таджикистана четыре раза поднимал ставку рефинансирования в 2021 г. К настоящему моменту[15] она составляет 13,25%[16] годовых (повышение на 2,5 п.п. с 10,75% на конец прошлого года). Ужесточение политики НБТ стало одним из факторов, способствовавших сохранению инфляции в стране ниже отметки 10% в течение всей прошедшей части года. Принимая во внимание, что заседания Комитета по денежно-кредитной политике на ноябрь и декабрь Национальным банком не запланированы, мы ожидаем, что ставка останется на уровне 13,25% до конца 2021 г.

Национальная валюта сохраняла стабильность относительно доллара в 2021 г. Ее курс оставался в пределах 11,3–11,32 сомони за доллар в течение первых трех кварталов этого года. В конце сентября и октябре наметилось ограниченное укрепление сомони к доллару — по состоянию на 5 ноября его курс составил 11,28 за доллар. Поводом для этого стало общее укрепление валют стран региона (прежде всего российского рубля). Такая динамика может получить продолжение до конца 2021 г., однако масштаб номинального укрепления сомони в этот период, скорее всего, останется скромным.

Бюджетная политика приняла более стимулирующий, чем годом ранее, характер. Профицит[17] государственного бюджета за январь — август 2021 г. составил 301,4 млн сомони, уменьшившись по сравнению с 579,6 млн сомони за январь — август прошлого года. Доходы повысились с 14,4 до 18,2 млрд сомони на фоне роста экономики и высокой инфляции, а расходы — с 13,8 до 17,9 млрд сомони. Увеличение расходов отражает повышение финансирования большинства статей, но, в частности, выраженный рост продемонстрировали ассигнования на нужды развития топливно-энергетического комплекса — по итогам первых восьми месяцев 2021 г. расходы на них превысили на 2,8% план на январь — сентябрь 2021 г. Ускоренное финансирование капитальных статей бюджета стало фактором высокого роста экономики в январе — сентябре текущего года.

Внешнеторговый дефицит увеличился по сравнению с прошлым годом. Отрицательное сальдо торговли товарами с зарубежными странами составило за январь — сентябрь 2021 г. 1,5 млрд долл. (24,4% ВВП), увеличившись с 1,04 млрд долл. (17,9% ВВП) годом ранее. Этот показатель приблизился к уровням аналогичных периодов 2018 и 2019 гг. (27,5 и 27,7% ВВП соответственно). Данная динамика стала результатом более сдержанного, чем в течение большей части 2020 г. и первой половины 2021 г., роста экспорта драгоценных металлов и увеличения импорта по большинству статей внешней торговли, причиной которого послужило расширение внутреннего спроса. Существенный вклад в последнее внес рост инвестиций, поддерживаемый экспансией расходов бюджета. Значимость этого фактора должна уменьшиться в 2022–2023 гг. в условиях выхода экономики на устойчивые темпы роста.

[15] На 27 октября 2021 г.

[16] Последнее заседание состоялось 22 октября 2021 г.

[17] Текущий профицит бюджета носит сезонный характер. По итогам 2021 г. можно ожидать исполнения государственного бюджета РТ с умеренным дефицитом.

ПРОГНОЗ

Таблица 8. Основные макроэкономические показатели (базовый сценарий)

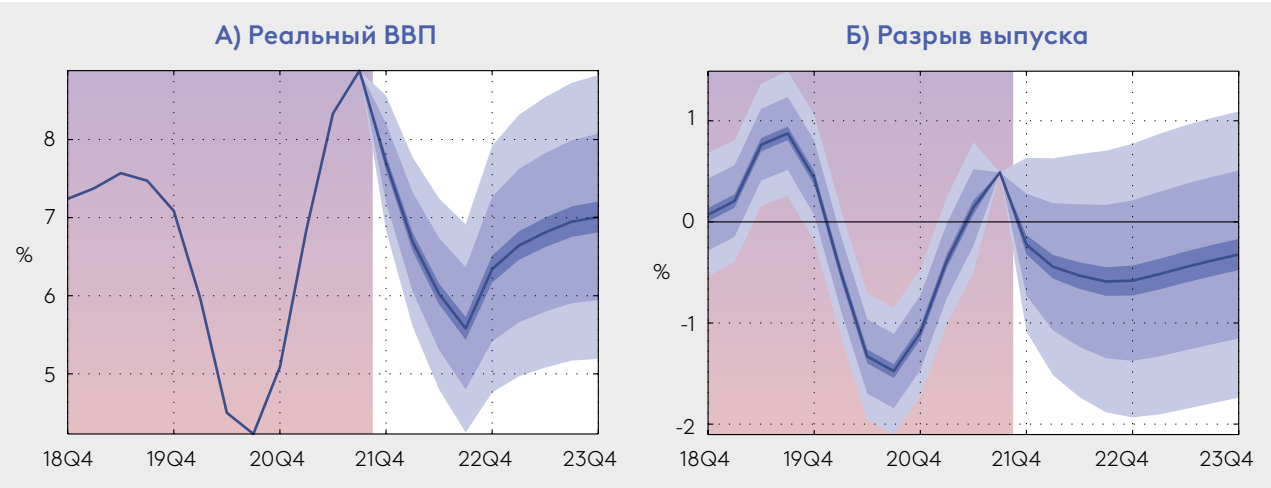
Показатель	2019	2020	2021П	2022П	2023П
ВВП в сопоставимых ценах *(прирост в % к предыдущему году)*	7,4	4,5	7,9	6,2	6,9
Индекс потребительских цен *(прирост в % г/г на конец года)*	8,0	9,4	8,3	6,3	6,4
Ставка рефинансирования *(% годовых в среднем за год)*	13,8	11,5	12,2	12,6	10,9
Курс сомони к доллару *(в среднем за год)*	9,5	10,3	11,3	11,2	11,8

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность

В 2022 и 2023 гг. динамика ВВП примет более умеренный характер, чем в 2021 г., — рост составит 6,2 и 6,9% соответственно. После замедления в 2022 г. под влиянием более сдерживающей денежно-кредитной и бюджетной[18] политики экономика Таджикистана выйдет на устойчивые темпы развития (Рисунок 21.А). Они останутся высокими благодаря действию долгосрочных структурных факторов — быстрого роста населения и общей недоинвестированности таджикской экономики, вследствие которой вложения капитала в страну генерируют более интенсивный рост ВВП, чем тот, который возможен в государствах, где уровни доходов выше (Рисунок 21.Б).

Рисунок 21. Прогноз экономической активности в Таджикистане



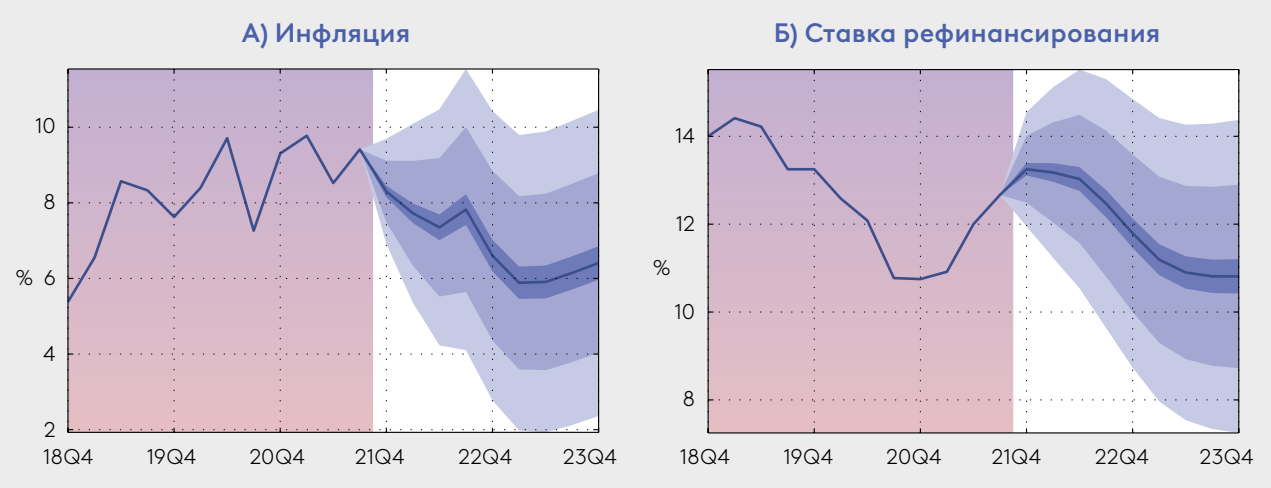
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

[18] Проект государственного бюджета на 2022 г. предполагает рост доходов на 18,6% по сравнению с 2021 г., а расходов — на 15,8%. См.: «Правительство Таджикистана определило приоритет бюджета на 2022 г.», Спутник Таджикистан, 26 октября 2021 г.

Инфляция

Рост индекса потребительских цен в 2022 и 2023 гг. прогнозируется на уровне 6,3% и 6,4%. Инфляция снизится, вернувшись в границы целевого интервала НБТ (6±2%). Этому будет способствовать денежно-кредитная политика Национального банка. Повышение прогноза по сравнению со сделанным ранее объясняется необходимостью учесть отложенные эффекты более сильного, чем закладывался в предыдущий базовый сценарий, роста цен на энергоносители осенью текущего года.

Рисунок 22. Прогноз инфляции и ставки рефинансирования



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс национальной валюты

Мы ожидаем, что ограниченный рост сомони относительно доллара, который мы наблюдаем осенью 2021 г., сменится плавным ослаблением в 2022 г. В противном случае реальное укрепление таджикской валюты в условиях более высокой инфляции, чем в государствах — торговых партнерах, может отрицательно сказаться на состоянии платежного баланса страны. В 2022–2023 гг. таджикская валюта возобновит снижение по траектории, близкой к спрогнозированной нами ранее.

Процесс ужесточения денежной политики остановится в 2022 г. Дополнительное повышение ставки рефинансирования в первом полугодии может потребоваться для обеспечения стабильности инфляционных ожиданий, которая может быть нарушена в результате быстрого роста цен в 2020–2021 гг. Во втором полугодии 2022 г. у НБТ появится возможность приступить к снижению ставки рефинансирования на фоне сближения инфляции с целевыми параметрами политики Национального банка.

РИСКИ

Быстрое ужесточение денежно-кредитной политики в мире может иметь дестабилизирующее влияние на макроэкономическую ситуацию в Таджикистане. В частности, более раннее и интенсивное, чем мы ожидаем, сворачивание политики количественного

смягчения и повышение процентной ставки ФРС США окажет влияние на монетарные условия в государствах — источниках финансовых ресурсов для Таджикистана, а также на конъюнктуру на рынках экспортируемых им товаров, включая золото. Последствиями могут стать волатильность на валютном рынке в стране, более значительное, чем предусмотрено нашим базовым прогнозом, ужесточение политики НБТ, а также более медленный рост таджикской экономики.

Ход пандемии COVID-19 также остается источником рисков. С наибольшей вероятностью он может сказаться на таких важных для экономики Таджикистана параметрах, как объемы поступающих в страну денежных переводов и инвестиций, а также на скорости возобновления процессов трудовой миграции. Вероятность существенного влияния пандемии непосредственно на экономическую жизнь в стране постепенно снижается — процесс вакцинации против COVID-19 продвинулся во второй половине года (доля населения, частично или полностью привитого от коронавируса, составила 27,9%[19], аналогичный показатель на конец[20] июня 2021 г. составлял 2,1%).

[19] По состоянию на 7 ноября 2021 г., по данным Our World in Data.

[20] На 27 июня 2021 г. — данные доступны на недельной основе.

В ФОКУСЕ: МАКРОЭКОНОМИКА И ИНТЕГРАЦИЯ

ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ ЭФФЕКТЫ ГЛОБАЛЬНОГО ДОЛГОВОГО КРИЗИСА НА ЭКОНОМИКУ РЕГИОНА ОПЕРАЦИЙ ЕАБР

Алексей Кузнецов, Айгуль Бердигулова, Анатолий Харитончик, Виктория Бабаджанян

Сверхмягкая бюджетная и денежно-кредитная политика в развитых странах в ответ на вызовы пандемии стала причиной существенного повышения инфляции и инфляционных ожиданий. В складывающихся условиях возрастает вероятность сворачивания монетарных стимулов в ближайшей перспективе, что может стать триггером быстрого замедления глобального роста. Развивающиеся страны могут оказаться под ударом. Последствия пандемии привели к наращиванию долга, а повышение процентных ставок в сочетании с ослаблением экономического роста сделают его обслуживание и рефинансирование затруднительным. В результате нельзя исключать появления признаков долгового кризиса в конце 2023 г. и его реализации в 2024 г. Для государств — участников ЕАБР реализация такого неблагоприятного сценария приведет к замедлению экономического роста, ослаблению национальных валют и повышению инфляции.

Актуальность проблемы

После финансового кризиса 2008–2009 гг. в мировой экономике наметилась тенденция устойчивого роста долговых обязательств — четвертая волна аккумуляции долга. Наращивание долгового бремени сейчас является вызовом для десятков экономик по всему миру. В развитых странах, по оценкам МВФ, правительственный долг по итогам 2021 г. составит почти 122% ВВП, что на 18 п.п. выше в сравнении с докризисным 2019 г. В развивающихся странах — 63,4% ВВП, что на 9,4 п.п. выше уровня 2019 г. Новая, четвертая волна аккумулирования долга в мире началась еще до пандемии. Предшествующие три завершились финансовыми кризисами регионального или мирового масштаба[21] (Kose et al., 2021). Четвертая волна охватывает большее число заемщиков (государственный сектор, корпоративный, домохозяйства, международные и национальные институты развития) и кредиторов (развитие теневого банковского сектора). Ситуация усугубляется необходимостью дополнительного наращивания государственного долга с целью смягчения негативного влияния пандемии COVID-19. Это усиливает риски долговой устойчивости и повышает вероятность возникновения долгового кризиса в мире. Первый и второй долговые кризисы носили региональный характер. Их реализация не оказывала существенного влияния на динамику роста мирового ВВП и инфляцию в разгар кризиса. Однако в период восстановления рост мировой экономики замедлялся и не достигал предкризисного уровня в течение последующих шести-семи лет. Третья волна накопления долга носила масштабный характер, и ее завершение привело к сокращению глобальной

[21] Первая долговая волна (1970–1989 гг.) возникла вследствие накопления долга в латиноамериканских и африканских странах, закончилась кризисом в 1991 г. Вторая волна (1990–2001 гг.) зародилась в Восточной Азии, привела к стагнации мировой экономики. Третья волна (2002–2009 гг.) была вызвана резким ростом заимствований частного сектора в Европе, Центральной Азии и ряде развитых экономик. Завершилась в канун мирового финансового кризиса 2008–2009 гг.

экономики и снижению цен на сырьевые товары. Инфляция в развитых странах уменьшилась вследствие падения экономической активности. В государствах с развивающимся рынком ужесточение условий внешнего финансирования привело к обесценению национальных валют и повышению инфляции. Снижение цен на нефть оказало дополнительное давление на валюты стран — экспортеров энергоресурсов.

Низкие процентные ставки в мире обеспечивают хрупкое равновесие на рынке глобального долга в настоящее время. В текущих условиях развивающиеся страны имеют возможности для рефинансирования долгов и даже накопления новых обязательств. Однако ускорение глобальной инфляции в условиях существенных объемов свободной ликвидности в мире и возросших инфляционных ожиданий повышает вероятность сворачивания денежно-кредитных стимулов в развитых странах в перспективе двух лет. Нельзя исключать, что в США рост потребительских цен может остаться вблизи 5% в будущем году и в диапазоне 2–4% в последующие несколько лет. При таком развитии событий ФРС, скорее всего, может пойти на быстрое сворачивание количественного смягчения и агрессивное повышение ставки. Это может усилить отток капитала с развивающихся рынков и привести к существенному увеличению стоимости обслуживания их долговых обязательств[22] (Mishra et al., 2014). При развитии такого сценария уже в 2023 г. повышается вероятность возникновения проблем с рефинансированием долга развивающихся стран, что может вылиться в глобальный долговой кризис в 2024 г.

Текущая долговая ситуация в странах — участницах ЕАБР

В условиях пандемии задолженность правительств всех стран — участниц ЕАБР увеличилась, при этом риски в большинстве государств региона остаются управляемыми.

Риски долговой устойчивости в России и Казахстане низкие. Размер государственного долга России составляет около 20%, а Казахстана — 30%. Для сравнения, в странах с развивающейся экономикой отношение государственного долга к ВВП на конец 2020 г. сложилось на уровне 64%. Оба государства обладают достаточными резервами. По оценкам Минфина РФ, размер Фонда национального благосостояния по итогам 2021 г. превысит 11% ВВП и будет расти в дальнейшем. Отношение резервных активов Национального банка Республики Казахстан и зарубежных активов Национального фонда к долгу со сроком погашения в течение 12 месяцев на конец 2020 г. составило 370,3%. В целом сектор государственных финансов в этих странах обладает достаточным пространством для использования бюджетных стимулов при необходимости.

Отношение государственного долга к ВВП в Беларуси ниже среднемирового уровня, но риски для долговой устойчивости присутствуют. Государственный долг (с учетом гарантий и обязательств местных органов власти) составляет около 42% ВВП. Уровень долга сравнительно небольшой, однако угрозу для долговой устойчивости представляет подверженность долга валютному риску и рискам ликвидности. Более 95% долга правительства номинировано в иностранных валютах. Платежи по погашению и обслуживанию

[22] В мае 2013 г. неожиданный сигнал ФРС о предстоящем снижении объемов покупки активов привел к ослаблению валют 21 развивающейся страны в среднем на 3% к доллару за период с 22 мая по конец июня 2013 г. При этом валюты Турции, Бразилии, Индии, Индонезии и Южной Африки в среднем потеряли с 22 мая по конец августа 2013 г. 13,5% стоимости, а доходности их гособлигаций выросли на 2,5 п.п. Российский рубль с конца мая по конец сентября 2013 г. ослаб на 2,4% к доллару, а тенге — на 1,7%.

долга в 2022–2024 гг. оцениваются более чем в 3,5 млрд долл. в год. В условиях сравнительно низкого потенциала экономического роста, ограниченных бюджетных и золотовалютных резервов безусловное выполнение долговых обязательств потребует ежегодного рефинансирования их большей части.

В Армении, Кыргызстане и Таджикистане отношение долга к ВВП является самым высоким в регионе, но риски долговой устойчивости во всех трех республиках управляемы. Большая часть долга представлена долгосрочными льготными обязательствами. Кроме того, правительства государств предпринимают шаги для смягчения рисков. Так, согласно планам властей Армении, размер госдолга должен вернуться к цели 60% ВВП уже в 2022 г. за счет увеличения налоговых доходов и сокращения текущих расходов относительно ВВП. В Таджикистане государственный долг относительно ВВП снизился до 44,6% по состоянию на 1 июля 2021 г. (на начало 2021 г. он составлял 46,8% ВВП). Быстрый рост экономики и умеренный дефицит государственного бюджета способствовали улучшению показателя. В Кыргызской Республике запланировано снижение дефицита бюджета на фоне увеличения расходов на выплату долга в предстоящие годы. Существенным риском для трех стран является риск курсовой переоценки, так как большая часть госдолга номинирована в иностранных валютах. При этом власти Армении намерены снизить долю валютных обязательств до 62,5% к 2024 г. Политика накопления внешних резервов также способствует смягчению рисков долговой устойчивости в рассматриваемых странах.

Рисунок 23. Сравнение сценариев: базовый vs долговой кризис

Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Внешние предпосылки сценария долгового кризиса

Сценарий долгового кризиса предполагает существенное замедление роста мировой экономики в 2023–2024 гг. Инфляционное давление в 2022 г. останется повышенным из-за возросших инфляционных ожиданий и продолжительного влияния шоков предложения (разрывы в цепочках поставок, удорожание морских перевозок, структурные изменения на рынке труда). Одновременно начнется активное замедление роста мировой экономики, в том числе в Китае из-за проблем строительного сектора и структурных факторов. В таких условиях центробанки развитых стран останутся толерантными к инфляции до

середины 2022 г. Однако ее устойчивое сохранение на высоких уровнях может привести к началу активного повышения процентных ставок в развитых странах, в первую очередь в США, со второй половины 2022 г. Доходность американских гособлигаций может повыситься примерно на 1–1,5 п.п. до середины 2023 г. В результате отток капитала с развивающихся рынков будет увеличиваться, стоимость обслуживания долга и привлечения новых обязательств станет повышаться. В результате экономическая активность в мире, в первую очередь в развивающихся странах, будет постепенно ослабевать, хотя рост мирового ВВП в 2022 — первой половине 2023 г. все еще будет оставаться достаточно высоким. В отличие от стран, получивших льготное финансирование, развивающиеся рынки и страны со средними доходами будут более уязвимы к глобальному росту процентных ставок из-за высокой значимости рыночных инструментов в политике управления госдолгом. Мы закладываем в рисковый сценарий появление признаков долгового кризиса в конце 2023 г. и его полноценную реализацию в 2024 г. В результате в рисковом сценарии предполагаем замедление роста глобальной экономики до 2,2% в 2023 г. и примерно до 0% в 2024 г. — в сравнении с ростом примерно на 3% в эти годы в базовом варианте. Спрос на нефть при таком развитии начнет снижаться в 2023 г., цена нефти Urals может упасть до 40 долл. за баррель в 2024 г.

Последствия потенциального долгового кризиса в мире для стран — участниц ЕАБР

Полагаем, что в странах — ключевых торговых партнерах региона операций ЕАБР долговой кризис не реализуется. Внешний долг еврозоны не подвержен валютным рискам, а государственный долг находится на устойчивой траектории снижения. В Китае риски долговой устойчивости повышены, однако предпринимаемые властями меры по укреплению финансовой дисциплины позволят избежать долгового кризиса. В данном случае торговые партнеры стран — участниц ЕАБР будут подвержены влиянию последствий долгового кризиса преимущественно через торговые каналы, но не будут испытывать дополнительных шоков, связанных с кризисом суверенного долга.

Снижение деловой активности в мире, резкий рост волатильности на рынках и падение цен на сырьевые товары при реализации рискового сценария окажут существенное влияние на экономику стран — участниц ЕАБР в 2023–2024 гг. В 2022 г. рост ВВП региона останется достаточно высоким, а основные эффекты проявятся в 2023–2024 гг. Ослабление глобальной экономической активности в 2023–2024 гг. и падение цен на нефть окажут негативное влияние на экспорт и инвестиционную активность в странах — участницах Банка. В результате прогнозируется замедление роста ВВП региона операций ЕАБР до 1,4% в 2023 г. и примерно до 0% в 2024 г. (2,4% и 2,5% по базовому сценарию) (Рисунок 23). Замедление экономической активности может негативным образом сказаться на возможности генерировать бюджетные доходы, а следовательно, и на способности обслуживать будущий долг.

Ускорение инфляции на фоне ослабления национальных валют и роста инфляционных ожиданий. В сценарии долгового кризиса падение мировых цен на нефть во второй половине 2023-го — 2024 г. приведет к снижению экспортной выручки в России и Казахстане, что окажет давление на их национальные валюты. Дополнительное влияние на российскую валюту и в меньшей степени на казахстанскую окажет отток капитала в защитные активы на фоне повышения доходностей гособлигаций развитых стран и возрастания неопределенности. Валюты остальных государств — участников ЕАБР также окажутся под давлением. Инфляция ускорится на фоне обесценения национальных валют и роста

инфляционных ожиданий. В рисковом сценарии прогнозируется повышение инфляции в регионе на 2 п.п. по сравнению с базовым сценарием. Это может привести к ужесточению денежно-кредитных условий в странах — участницах Банка, что будет сдерживать экономическую активность.

Укрепление макроэкономической политики, наблюдавшееся с 2014 г., смягчит последствия долгового кризиса для государств — участников ЕАБР. Переход к инфляционному таргетированию и режиму плавающего обменного курса в большинстве стран региона операций Банка позволяет экономикам более эффективно абсорбировать внешние шоки и избегать накопления дисбалансов. В последние годы усилены меры макропруденциального надзора, а банковский сектор очищен от неработающих кредитов. Правительства стран предпринимают шаги в сторону усиления налогово-бюджетной политики. Все это в совокупности создает существенный запас прочности для смягчения внешних шоков, особенно в России и Казахстане. На наш взгляд, дальнейшие шаги правительств в продвижении рыночных принципов, диверсификации и улучшении условий ведения бизнеса могут усилить позиции экономик государств — участников Банка и снизить их зависимость от сырьевого сектора.

ПАНДЕМИЯ COVID-19 И ЭКОНОМИЧЕСКАЯ АКТИВНОСТЬ — ОСЛАБЛЕНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ

Константин Федоров, Анатолий Харитончик

Мы используем доступную на ноябрь 2021 г. статистику для того, чтобы понять взаимосвязь вспышек COVID-19 и динамики экономической активности затронутых пандемией стран в 2020 и 2021 гг. Анализ дает основания полагать, что эта взаимосвязь изменялась по ходу пандемии и существенно ослабла с течением времени. Это заключение носит предварительный характер. Имеющиеся на текущий момент данные позволяют изучить три вспышки коронавирусной инфекции, а анализ фокусируется только на краткосрочной взаимосвязи заболеваемости и экономической активности.

В настоящий момент становится доступным объем информации, позволяющий получить предварительные оценки взаимосвязи заболеваемости COVID-19 и динамики экономической активности, а также изменения этой взаимосвязи с течением времени. Эти вопросы важны — процесс распространения коронавирусной инфекции стал одним из главных рисков, которые экономисты и политики вынуждены были принимать во внимание с начала 2020 г.

С начала 2020 г. по ноябрь 2021 г. большинство стран испытало несколько вспышек коронавирусной инфекции[23]. Как правило, их было три или (чаще) четыре. Встречаются страны, где таких эпизодов было меньше или больше. Мы собрали данные, характеризующие силу[24] вспышек и сопровождавшие их отклонения реального роста[25] ВВП от среднего за 2018–2019 гг. На основе анализа собранных данных изучена связь колебаний экономической активности со вспышками коронавируса для числа стран[26], достаточного для получения статистически обоснованных выводов. Преобразованные данные представлены на Рисунке 24.

Ключевой вывод по результатам исследования заключается в том, что взаимосвязь вспышек заболеваемости коронавирусом и динамики экономической активности уменьшилась по ходу пандемии.

---

[23] Под вспышкой коронавируса понимается эпизод как минимум двукратного увеличения количества зафиксированных случаев заболевания COVID-19 за месяц в результате последовательного роста с начального до конечного месяца вспышки. Длина вспышек была различной — большинство заняли один-два квартала.

[24] В качестве показателя, характеризующего силу вспышки заболеваемости, мы используем разницу между максимальным **среднемесячным числом случаев на 1 тыс. человек в стране за один день** в ходе вспышки и их минимальным среднемесячным числом за период, прошедший с предыдущей вспышки или с начала пандемии.

[25] Мы используем **аннуализированный рост ВВП по сравнению с предыдущим кварталом**, очищенный от влияния сезонного фактора. Этот показатель наилучшим образом характеризует рост экономики в каждый момент времени.

[26] В выборку входят все экономики Европы, большинство экономик Азии, а также экономики Северной Америки. Размеры выборок уменьшаются от первой к третьей диаграмме — это связано с тем, что число вспышек в странах было разным, а также с доступностью данных.

Во время первых вспышек повсюду в мире наблюдался чрезвычайно сильный спад в экономиках, но его масштаб между странами не различался значимым образом в зависимости от силы вспышки[27]. Это может объясняться тем, что первые вспышки во всех странах были близки по времени и их последствия для экономик в значительной степени определялись взаимным экономическим влиянием государств. Кроме того, начало пандемии стало периодом жестких, зачастую превентивных антиэпидемических мер, которые искажали связь между заболеваемостью и экономической активностью.

Вторые вспышки сопровождались замедлением динамики экономической активности, однако не привели к остановке роста экономик ни в большинстве стран, ни в мире в целом. При этом начала наблюдаться корреляция между масштабом замедления экономической активности и силой вспышки коронавируса в стране. В условиях уменьшения синхронности волн COVID-19 различия в показателях заболеваемости между странами стали иметь значение.

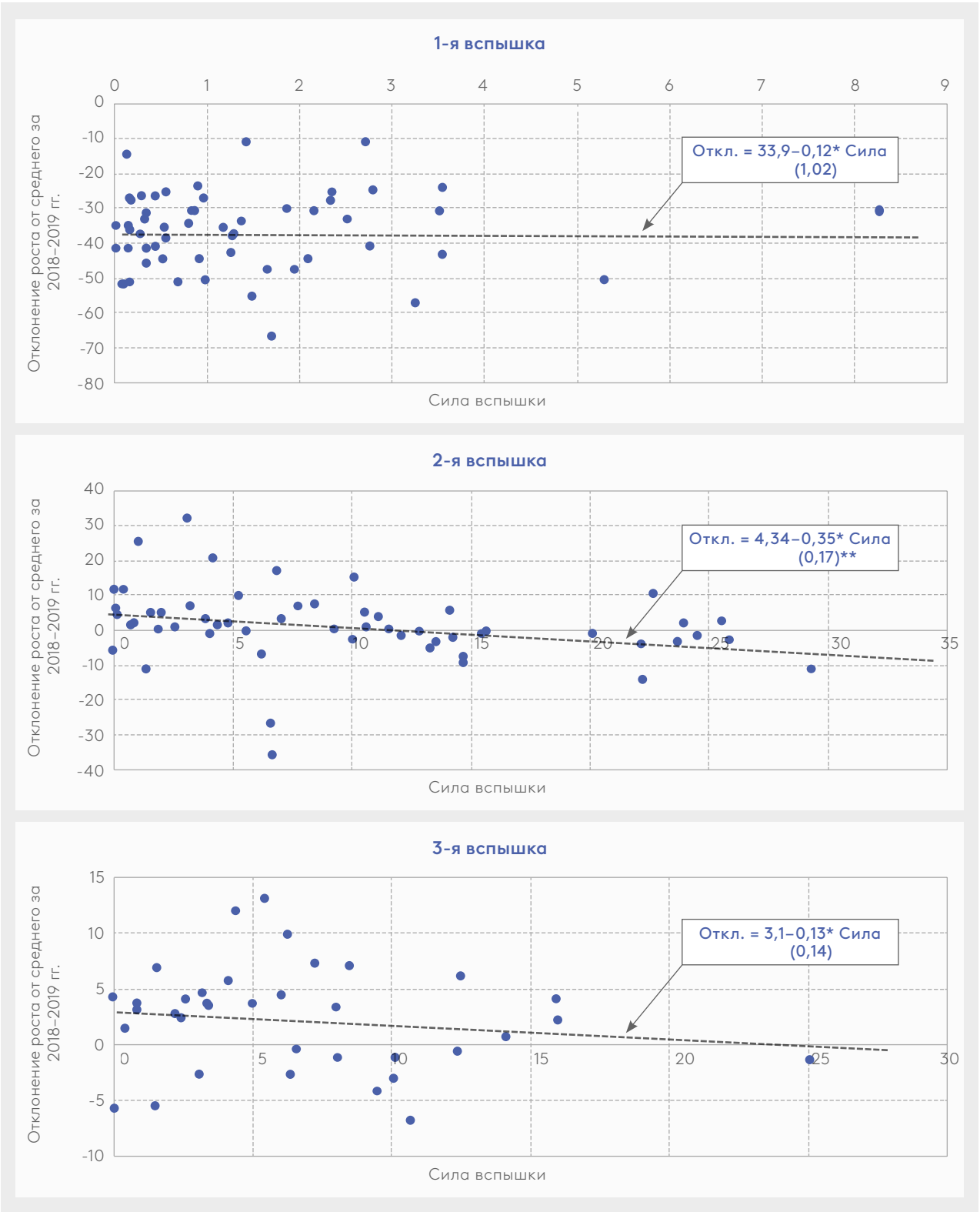
Третьи вспышки не имели значимой корреляции с динамикой экономической активности. Для этого могут быть разные причины, в том числе: продвижение кампаний вакцинации, использование более выверенных, чем в начале пандемии, антиэпидемических мер, адаптация бизнеса и населения (использование технологий удаленной занятости и обслуживания, уменьшение неопределенности и пр.), изменение структуры экономик (сжатие отраслей, возможности адаптации которых к санитарным мерам невелики).

Если взаимосвязь вспышек COVID-19 с динамикой экономической активности действительно ослабла, значение этого факта для экономического анализа и прогнозирования, а также для разработки и реализации политики велико[28]. Пандемия постепенно утрачивает характер универсального риска, который следует принимать во внимание экономистам, политикам и бизнесу в первую очередь. Значимость пандемии как фактора макроэкономической политики, в том числе денежно-кредитной, снижается, поскольку вспышки заболеваемости все меньше коррелируют с динамикой деловой активности. Стоит отметить, что наш анализ сфокусирован на изучении краткосрочной взаимосвязи между вспышками заболеваемости и экономической активностью. Долгосрочные последствия пандемии для экономики не исследовались.

[27] На рисунке 24 представлены первые, вторые и третьи по счету вспышки коронавируса в разных странах. Вспышки, представленные на каждой диаграмме, не обязательно произошли одновременно. Мы атрибутируем вспышки периодом их начала — то есть кварталом, на который пришлось начало быстрого роста числа заболевших. Продолжительность вспышек в показателях, которыми мы оперируем, в большинстве случаев находилась в пределах одного-двух кварталов.

[28] Мы не можем с полной уверенностью сказать, что вспышки коронавируса и колебания экономической активности перестали быть взаимосвязанными. Для этого пока недостаточно данных — мы смогли проанализировать до трех вспышек коронавируса в разных странах. До конца года появится статистика, позволяющая рассмотреть четыре вспышки.

Рисунок 24. Взаимосвязь динамики экономической активности и вспышек пандемии COVID-19



Примечание: показатели в скобках — стандартные отклонения. ** — коэффициент статистически значим (5% уровень значимости).

Источник: расчеты аналитиков ЕАБР на основе данных CEIC Data.

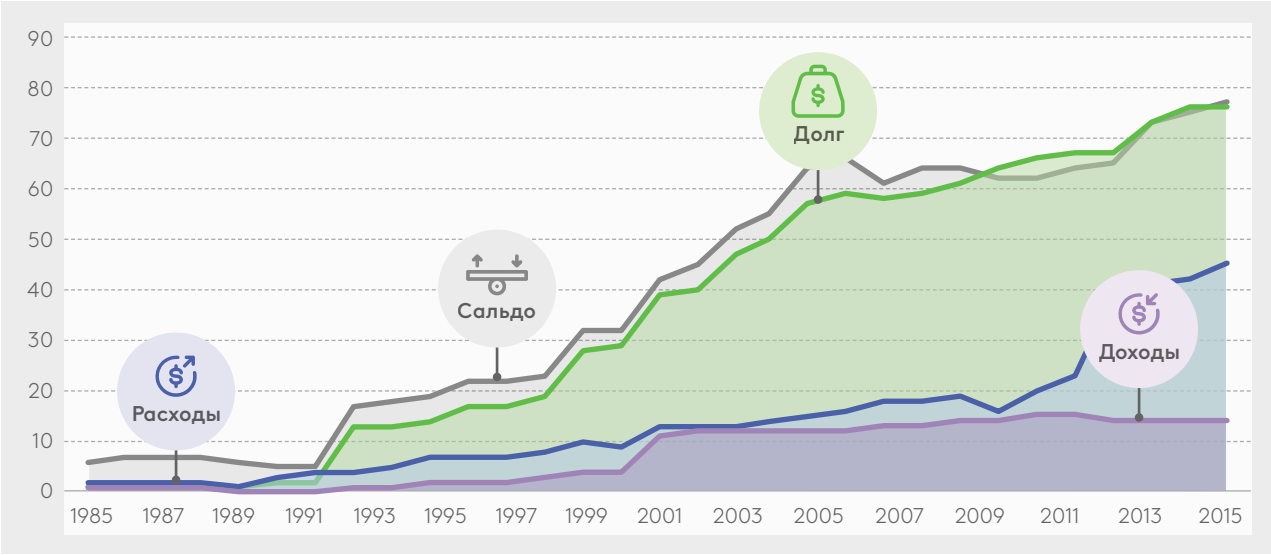
МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ БЮДЖЕТНЫХ ПРАВИЛ И ОРИЕНТИРОВ В ЦЕЛЯХ РЕГУЛИРОВАНИЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА

Евгений Винокуров, Наталья Лаврова, Дмитрий Талтаев

За последние 30 лет количество бюджетных/долговых правил значительно увеличилось. Однако опыт внедрения бюджетных/долговых ориентиров остается неоднозначным. Происходит их постоянная трансформация, вводятся корректировки, что снижает эффективность их применения. Вместе с тем многие страны в условиях кризиса вынуждены отказываться от выбранных ориентиров, поскольку правила не обеспечивают необходимой контрцикличности бюджетной политики.

Все более острым становится вопрос о выборе бюджетных и долговых правил, способствующих макроэкономической стабильности и поддержанию экономического роста. Бюджетные правила активно внедряются по всему миру (Рисунок 25). **В целом бюджетные правила предусматривают регулирование четырех параметров: сальдо бюджета, уровня доходов и расходов, а также долговых параметров.** Наиболее популярным механизмом бюджетного контроля остаются правила, регулирующие баланс бюджета. Однако только 20% стран ограничиваются использованием одного параметра при формировании бюджетных правил. Большинство государств сочетают два, три и более параметров (Рисунок 26). Кроме того, в последние годы наблюдается активное расширение используемых механизмов. Если до 2000 г. менее 10 государств ориентировались на три и более параметра при формировании бюджетных правил, то в 2015 г. число этих стран увеличилось как минимум до 44.

Рисунок 25. Динамика применения бюджетных правил, число стран

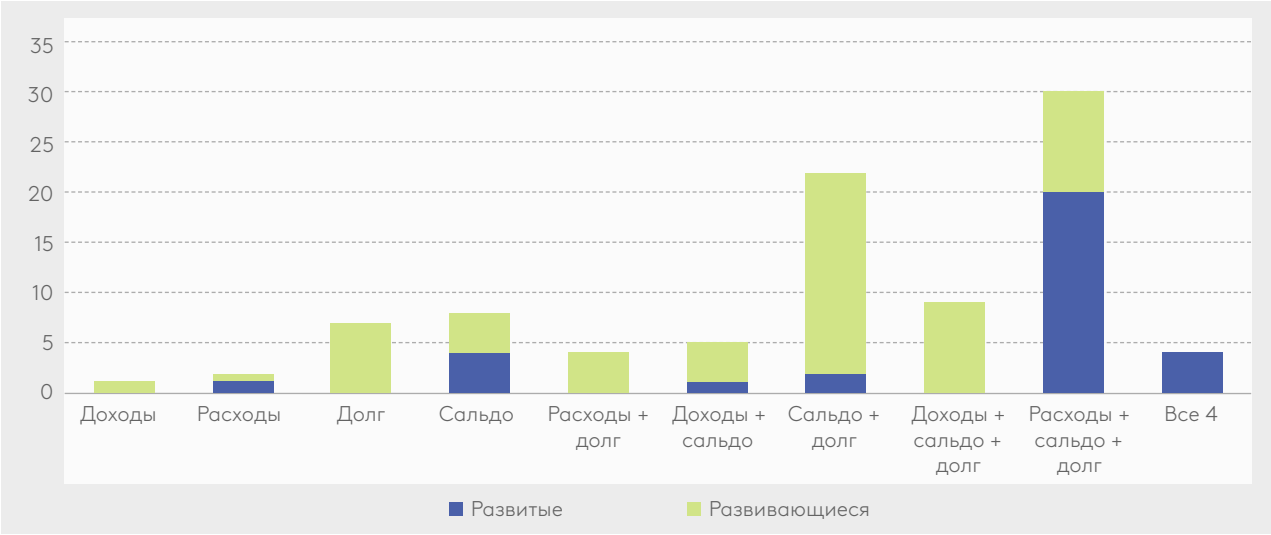


Источник: FAD Fiscal Rules database.

Сырьевые страны выстраивают свою политику в основном исходя из бюджетных правил, регулирующих уровень расходов и сальдо бюджета. Большинство этих стран ввели правила в начале 2000-х, доминирующим типом были правила, регулирующие сальдо бюджета (кроме Бразилии и Колумбии, которые изначально ввели правила по расходам). Однако череда кризисов заставила некоторые государства отказаться от бюджетных правил или

трансформировать их в новые формы. В результате с 2007 г. ряд стран — экспортеров нефти, в том числе Россия и Мексика, перешли к использованию правил, регулирующих уровень расходов бюджета. Правила по бюджетным расходам демонстрировали более высокую степень исполнения относительно правил бюджетного сальдо. При этом важно отметить, что только 50% сырьевых стран следовали изначально выбранным ориентирам по регулированию бюджетного сальдо, без внедрения дополнительных модификаций.

Рисунок 26. Комбинация используемых бюджетных правил по группам стран



Источник: НИФИ МФ РФ.

Успешный опыт сырьевых стран подтверждает, что введение бюджетных правил способствует улучшению долговой устойчивости. Опыт Норвегии, сырьевой страны, имеющей репутацию одной из наиболее эффективных в управлении бюджетным правилом, указывает на возможность контролировать волатильность расходов и проводить контрциклическую бюджетную политику. Например, бюджетные расходы Норвегии росли в среднем на 4% г/г в реальном выражении в те годы, когда цены на нефть снижались, и на 3% г/г — в годы, когда цены на нефть повышались, что отражает контрцикличность бюджетной политики. Государственный долг Норвегии в 2020 г., несмотря на кризис, оставался на уровне 2019 г., составляя 41% ВВП. В целом ограничение бюджетных расходов и размера сальдо бюджета в сырьевых странах позволяет не только координировать бюджетные программы, но и контролировать уровень обязательств.

Правила, регулирующие уровень долга, могут определять не только пороговое значение обязательств, но и размер привлечений и погашений. Условно долговые правила можно разделить на три группы: регулирующие размер долга, размер привлечений и размер погашений. Ориентиры по уровню долга являются наиболее распространенными, ограничивая абсолютный и относительный размер государственного долга (Эквадор) и его компонентов (Беларусь, Кыргызстан). Правила, регулирующие объем привлечений, в большей степени ориентированы на финансовые потребности стран — они позволяют эффективно управлять среднесрочными траекториями ожидаемых затрат на обслуживание долга (Бразилия, Словения — на уровне местных бюджетов). К правилам, регулирующим погашения, в основном относятся пороговые значения по расходам на обслуживание и погашение обязательств (Болгария, Польша).

Из стран, выбравших в качестве ориентира регулирование госдолга, большинство впоследствии отказались от этого правила. Из 47 стран[29], где изначально действовал ориентир по госдолгу, 26 были вынуждены от него отказаться в среднем через пять-шесть лет после введения. Более трети всех отказов приходится на кризисный и посткризисный период 2008–2011 гг. Это дополнительно поднимает вопрос об устойчивости бюджетных правил и их возможности обеспечивать контрцикличность в период значительных макроэкономических шоков.

Рейтинговые агентства, как и рынок в целом, положительно оценивают наличие бюджетных и долговых ориентиров, обеспечивающих макроэкономическую устойчивость. Реализуемое бюджетное правило было важным фактором, повлиявшим на решение Fitch повысить кредитный рейтинг России в августе 2019 г. (РБК, 2020). При этом важными являются в целом приверженность страны долгосрочным целям макроэкономической стабильности и прозрачность существующих ориентиров. Принятые нормы должны быть понятны и лицам, принимающим решения, и общественности. От этого зависит, преобразуются ли эти нормы в четкое руководство, координирующее бюджетный процесс. Кроме того, введение бюджетного правила — не единственный шаг для создания эффективной налогово-бюджетной основы. Решающее значение имеет фактическое соблюдение правила. Фискальные правила, как национальные, так и наднациональные, имеют большее влияние на устойчивое сокращение долга, если они встроены в более строгие национальные институциональные рамки.

В странах — участницах ЕФСР накоплен опыт применения долговых правил, однако кризис 2020 г. заставил многих из них существенно отклониться от существующих ориентиров. В частности, **Армения** по итогам 2020 г. значительно превысила порог 60% по уровню госдолга, однако переход к жесткой фискальной консолидации в ближайшей перспективе не рассматривается. Согласно текущему бюджетному правилу, Армения должна корректировать разные категории расходов в зависимости от уровня долга правительства на конец периода (Таблица 9). Исключением из этих правил могут стать только масштабные природные и техногенные катастрофы, военные действия, экономический шок.

Таблица 9. Фискальные правила Армении

Уровень долга правительства на конец периода	Превышает 40% ВВП	В диапазоне 50–60% ВВП	Превышает 60% ВВП
Текущие расходы		Половина прироста текущих расходов* бюджета года t+1 по отношению к году t-1 не должна превышать среднего прироста номинального ВВП за предыдущие 7 лет	1. Половина прироста текущих расходов* бюджета года t+1 по отношению к году t-1 не должна превышать среднего прироста номинального ВВП за предыдущие 7 лет, скорректированного в сторону уменьшения на 0.5 п.п. 2. Общий объем текущих расходов бюджета года t+1 (включая обслуживание долга) не должен превышать запланированный объем налоговых доходов и сборов на год t+1
Капитальные расходы	объем капитальных расходов бюджета года t+1 должен быть не меньше объема дефицита этого же года		

Примечание. *В этом пункте текущие расходы не включают выплаты по обслуживанию долга правительства.

Источники: Закон РА о государственном долге, Закон РА о бюджетной системе Республики Армения, Постановление Правительства РА 942 — Н от 23.08.2018, Бюджетное послание Правительства РА на 2022 г.

[29] Составлено на основе баз данных МВФ, Еврокомиссии и данных по странам СНГ.

В ***Беларуси*** ограничение государственного долга (в узком понимании, без гарантий и обязательств местных бюджетов) установлено на уровне 40% в период 2021–2023 гг. Помимо этого, в госпрограмме «Управление государственными финансами и регулирование финансового рынка» на 2020 г. и на период до 2025 г. предусмотрено ограничение гарантий до 5% ВВП. Годовая сумма новых внешних связанных займов не превышает 400 млн долл. Размер рефинансирования несвязанных займов должен составлять 75% суммы погашения государственного долга.

В ***Кыргызстане*** ориентиры по долговым параметрам также учитывают несколько направлений. Установлены ограничения доли коммерческих кредитов — минимальный уровень льготности (грант-элемент) составляет 35%. Предусмотрено развитие диверсификации портфеля внешнего долга: максимальный уровень долга от одного кредитора не может превышать 50% всей суммы государственного внешнего долга.

ИНВЕСТИЦИИ В ВОДНО-ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ КОМПЛЕКС ЦЕНТРАЛЬНОЙ АЗИИ

Более подробно об инвестициях в водно-энергетический комплекс Центральной Азии — в докладе Евразийского банка развития.

Нерешенные проблемы водно-энергетического комплекса Центральной Азии (ВЭК ЦА) сохраняют свою актуальность на протяжении нескольких десятилетий. В условиях стремительного изменения климата они требуют значительных инвестиций и согласованных совместных усилий. В этой связи в исследовании дана оценка текущей ситуации и уровню сотрудничества, проведена диагностика основных вызовов и инвестиционной активности в комплексе по итогам более 30 лет независимости пяти республик (Казахстана, Кыргызстана, Таджикистана, Туркменистана, Узбекистана).

В советское время ВЭК ЦА формировался и развивался комплексно, как важный компонент союзного среднеазиатского экономического района. В соответствии с этим предназначением разрабатывались и осуществлялись планы управления водными и топливно-энергетическими ресурсами ЦА, предусматривающие механизм компенсации затрат и распределения выгод между странами региона. После распада СССР нарушился режим ВЭК ЦА. Из-за недостатка собственных энергоресурсов страны с преобладающей гидроэнергетикой стали выпускать из водохранилищ больше воды в зимнее время для покрытия в этот период возросших потребностей в электроэнергии. Это привело к нарушению правил эксплуатации ГЭС и их расчетных водных и энергетических режимов, потере многолетней регулирующей способности водохранилищ и нарастанию критического недостатка воды на ирригационные цели даже в многоводные годы, а также к росту числа аварийных ситуаций на энергосистемах и снижению надежности энергоснабжения в регионе.

Сложившаяся ситуация в ВЭК ЦА на сегодняшний день характеризуется недостаточным уровнем сотрудничества и значительными экономическими потерями. Ежегодный экономический ущерб и нереализованные экономические выгоды, по экспертным оценкам, достигают 4,5 млрд долл. Это соответствует 1,5% регионального ВВП. Потери в сельском хозяйстве оцениваются в 0,6% ВВП ЦА, в энергетическом комплексе — 0,9% ВВП ЦА. Согласно предварительным оценкам ЕАБР, если проблема неэффективности ВЭК будет устранена, положительное воздействие на ВВП ЦА может составить 7% ВВП региона на пятилетнем горизонте (22 млрд долл.).

Резкое ослабление сотрудничества в ВЭК ЦА в 2000-х гг. совпало с периодом значительного увеличения нагрузки на энергетический сектор. Это произошло в условиях ускорения темпов роста промышленности, которая характеризуется высокой энергоемкостью, и высокого демографического роста. При значительном снижении взаимных среднегодовых перетоков электроэнергии страны ЦА активно строили новые и модернизировали действующие генерирующие мощности. Это позволило удовлетворять увеличивающиеся потребности за счет собственной генерации. Фактически за последние два десятилетия реализован курс на самодостаточность энергосистем. В результате совокупные энергетические мощности стран Центральной Азии увеличились с 42,2 ГВт в 1992 г. до 53,8 ГВт в 2020 г.

Формирование энергосектора ЦА происходило в контексте реализации государственных программ в регионе. С учетом структуры собственности и специфики инвестиционных проектов в ВЭК государство играет ключевую роль в его развитии. В 2020 г. лидерами по объемам инвестиций в ВЭК являлись Казахстан (2,783 млрд долл., или 1,6% ВВП) и Узбекистан (1,377 млрд долл., или 2,4% ВВП). В Таджикистане и Кыргызстане инвестиции в капитал ВЭК составили 507 млн долл. (6,3% ВВП) и 89 млн долл. (1,2% ВПП) соответственно.

В условиях недостаточной инвестиционной привлекательности ВЭК большинства стран ЦА для частного капитала и иностранных инвесторов **важным источником финансовых ресурсов для государственных инициатив выступают многосторонние банки развития (МБР)** (Рисунок 27). На данный момент в стадии реализации находится 104 проекта на сумму 10,2 млрд долл. Лидером по объему финансирования является ЕБРР с портфелем 3,3 млрд долл., или 32,7% от общего объема финансирования МБР в ЦА. Следом идут ВБ — 3 млрд долл. (29,6%) и АБР — 2,6 млрд долл. (26,2%). На долю ЕАБР и ЕФСР, ЕИБ и АБИИ в совокупности приходится 1,2 млрд долл. (11,5%). В разрезе стран наибольший объем финансирования МБР приходится на Узбекистан — 4,7 млрд долл., или 46,3%.

Рисунок 27. Участие МБР в финансировании инвестиционных проектов ВЭК ЦА

Источник: Винокуров и др. (2021).

Выявленные совокупные инвестиционные предложения в энергетическом сегменте ВЭК ЦА оцениваются на текущий момент в 52,8 млрд долл. Из них 45,4 млрд долл. (86%) приходится на сегмент генерации и 7,4 млрд долл. (14%) — на электросетевой комплекс. Ожидается, что реализация запланированных в ближайшее десятилетие инвестиционных проектов позволит избежать дефицита электроэнергии в регионе, несмотря на увеличение ее потребления. Во всех странах ЦА выявленные инвестиционные проекты направлены в большинстве случаев на удовлетворение потребностей национальной экономики и не обязательно учитывают региональные интересы, что является следствием нескоординированного характера развития ВЭК.

Вызовы устойчивости энергетического сегмента ВЭК ЦА многочисленны, и для противодействия им каждая страна региона ищет свое решение в рамках собственных национальных интересов. В перспективе основные проблемы в ВЭК ЦА будут связаны с нарастающим дефицитом водных ресурсов. Потребление водных ресурсов в ЦА, особенно после 1960 г., характеризуется высокими темпами роста, что обусловлено как демографическими факторами, так и развитием промышленности и сельского хозяйства — главным образом увеличением ирригации.

Достижение целей устойчивого социально-экономического развития ЦА в значительной степени связано с состоянием водных ресурсов и, соответственно, со способностью стран ЦА прийти к консенсусу по вопросам межгосударственного водораспределения в бассейнах трансграничных рек. Укрепление торгово-экономических связей стран региона и их тесная кооперация, в которой водная политика становится действующим фактором экономической интеграции, должны способствовать решению проблемы совместного использования трансграничных водных ресурсов.

Прежние принципы регулирования ВЭК ЦА были достаточно эффективны в условиях планового хозяйства и централизованной экономики. Однако в текущих условиях их необходимо адаптировать к новым политическим и экономическим реалиям и новым технологическим возможностям. ЦА требуются современные подходы к формированию регионального рынка электроэнергии и регулированию водных вопросов, отвечающие интересам каждой страны региона. Новые подходы должны способствовать удовлетворению потребностей в электроэнергии и водных ресурсах наиболее экономичными и экологичными способами, а также содействовать сближению подходов к ценообразованию и тарифов в электроэнергетике, применению современных технологических и цифровых решений.

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ТРАНСПОРТНЫЙ КОРИДОР «СЕВЕР — ЮГ»: СОЗДАНИЕ ТРАНСПОРТНОГО КАРКАСА ЕВРАЗИИ

Более подробно об МТК «Север — Юг» — в докладе Евразийского банка развития, публикация которого запланирована на конец ноября 2021 г.

Несмотря на то, что с момента подписания соглашения о создании мультимодального международного транспортного коридора «Север — Юг» прошло 20 лет, данный коридор до сих пор не заработал. Однако в настоящее время существует ряд факторов, способствующих успешному функционированию МТК «Север — Юг». В их числе активизация взаимодействия ЕАЭС с Индией и Ираном и другими странами Южной Азии и Персидского залива, наличие значительного потенциала сопряжения МТК «Север — Юг» с широтными транспортными маршрутами, ускорение процессов цифровизации и резкое усиление климатической повестки. В этой связи в исследовании дана оценка грузового потенциала МТК «Север — Юг», который составляет от 14,6 до 24,7 млн т в перспективе к 2030 г.

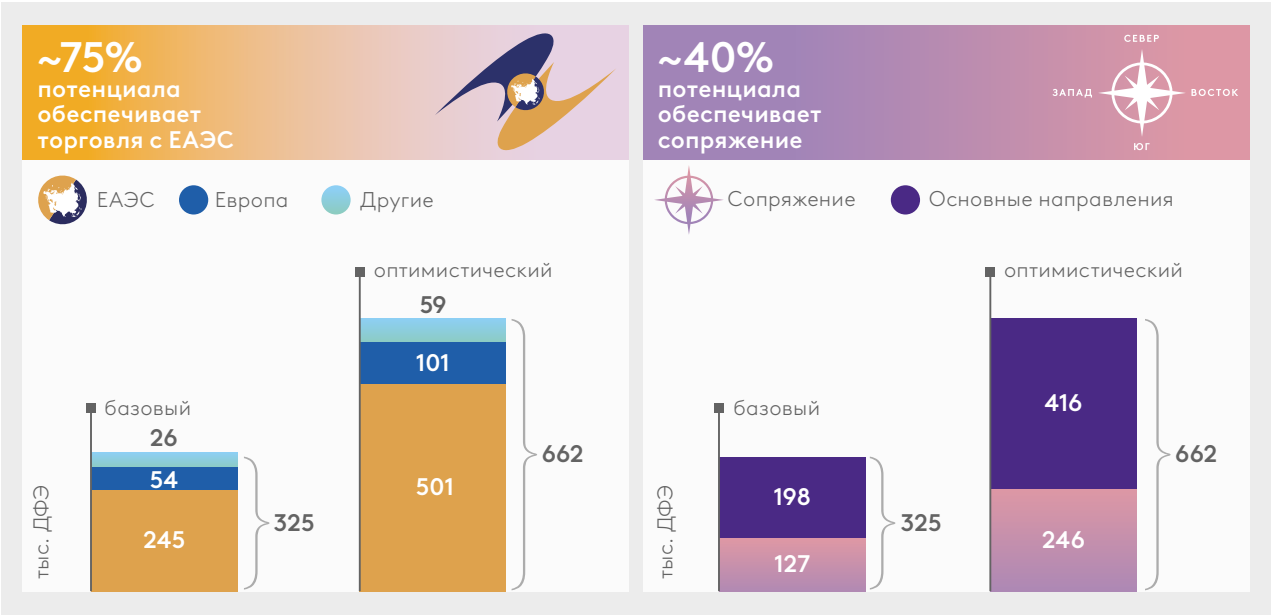
Мультимодальный МТК «Север — Юг» связывает Скандинавские страны и северо-западную часть ЕАЭС с государствами Персидского залива и Индийского океана через страны Кавказа и Средней Азии. Коридор включает инфраструктуру железнодорожного, автомобильного, воздушного, морского и речного транспорта. **Уникальное направление МТК «Север — Юг» создает возможности для стыковки с другими глобальными и региональными широтными транспортными коридорами, проходящими с востока на запад.** В их числе евразийский коридор «Транссиб», международный транспортный маршрут Европа — Западный Китай, коридоры №5 и №8 Организации сотрудничества железных дорог, Международный транспортный коридор «Европа — Кавказ — Азия», международный «Лазуритовый» транспортный коридор и транспортные коридоры Центрально-Азиатского регионального экономического сотрудничества. Таким образом, запуск МТК «Север — Юг» содействует формированию макрорегиональной транспортно-логистической системы — евразийского транспортного каркаса. Сооружение данного каркаса выступает основой для развития торгового и инвестиционного партнерства внутри Евразии и позволяет учесть долгосрочные экономические интересы многих стран Евразийского континента, особенно не имеющих выхода к морю.

Главное преимущество МТК «Север — Юг» перед другими маршрутами, в том числе перед морским маршрутом через Суэцкий канал, — значительное сокращение временных затрат на осуществление перевозок. Так, сроки доставки грузов из Мумбаи в Санкт-Петербург по традиционному маршруту, проходящему через Суэцкий канал, составляют от 30 до 45 дней, в то время как сроки доставки по сухопутному маршруту МТК «Север — Юг» могут варьироваться от 15 до 24 дней. Доставка же грузов по Восточной ветви коридора, проходящей через Казахстан и Туркменистан, займет 15–18 дней. Сокращение сроков доставки является критически важным фактором для целого ряда товаров — продовольствия, изделий из текстиля, бытовой техники, электроники.

В рамках исследования были оценены базовый и оптимистический сценарии развития контейнерных перевозок по МТК «Север — Юг», который может составить от 325 до 662 тыс. ДФЭ (от 5,9 до 11,9 млн т) к 2030 г. При этом эффект сопряжения МТК «Север — Юг» с евразийскими широтными транспортными коридорами, связывающими восток и запад, обеспечивает от 127 до 246 тыс. ДФЭ (от 2,3 до 4,4 млн т), или порядка

40% совокупного потенциала контейнерных перевозок (Рисунок 28). Основными товарными категориями МТК «Север — Юг», пригодными для контейнеризации на данный момент, являются продовольствие (за исключением зерна и масла наливом), металлы (черные и цветные, изделия из металлов), древесина, изделия из дерева, бумага, машины и оборудование, минеральные удобрения, текстиль, текстильные изделия и обувь и др.

Рисунок 28. Потенциал контейнерных перевозок по МТК «Север — Юг»



Источник: ЕАБР.

Будущее контейнерных перевозок по МТК «Север — Юг» представляет значительный интерес для государств — членов ЕАЭС. Развитие перевозок между ними и странами Южной Азии и Персидского залива может обеспечить от 245 до 501 тыс. ДФЭ к 2030 г. (от 4,4 до 9 млн т), или порядка 75% потенциального объема контейнерных перевозок (Рисунок 28). Основной вклад в потенциальный объем контейнерных перевозок внесут грузовые потоки ЕАЭС с Азербайджаном, Ираном, Индией и Пакистаном. Значительным для стран ЕАЭС является также благоприятный эффект сопряжения МТК «Север — Юг» с широтным железнодорожным маршрутом Баку — Тбилиси — Карс. В результате такой стыковки становится возможным развитие железнодорожных контейнерных перевозок между ЕАЭС, Грузией и Турцией.

Все три маршрута следования МТК «Север — Юг» имеют значение для реализации транспортно-транзитного потенциала. Однако наибольшие возможности связаны с развитием двух железнодорожных маршрутов — Западного и Восточного, удельный вес которых составляет, соответственно, порядка 60% и 24% потенциала контейнерных грузопотоков. Следует отметить, что железнодорожные перевозки сопоставимы с глубоководными морскими перевозками по объемам прямых и косвенных выбросов парниковых газов, при этом можно смело утверждать, что по выбросам твердых частиц и монооксидов азота они являются наиболее экологичными. При этом грузовой потенциал автомобильных перевозок и внутреннего водного транспорта МТК «Север — Юг» значительно уступает железнодорожным перевозкам и оценивается соответственно в 45–50 тыс. ДФЭ (или 0,8–0,9 млн т) и 10–20 тыс. ДФЭ (0,2–0,4 млн т) к 2030 г. в зависимости от сценария.

Основным товаром, доставляемым по МТК «Север — Юг», является зерно, которое классифицируется как непригодный для контейнеризации груз. Согласно прогнозным оценкам, поток зерновых грузов по МТК «Север — Юг» может составить от 8,7 до 12,8 млн т к 2030 г. Таким образом, объемы перевозки будут продолжать превосходить потенциал контейнерных перевозок по всем другим товарным категориям в совокупности (от 5,9 до 11,9 млн т). В конечном итоге, с учетом потенциала двух видов товарных категорий — пригодных и непригодных для контейнеризации, общий потенциал грузовых перевозок по МТК «Север — Юг» составляет от 14,6 до 24,7 млн т к 2030 г.

Результаты исследования также свидетельствуют о том, что тарифные и нетарифные барьеры сдерживают потенциал привлечения грузопотоков по МТК «Север — Юг». Так, гравитационная модель показывает: если денежные затраты на получение, подготовку и сдачу документов для пограничного и таможенного контроля в странах — участницах Соглашения о МТК «Север — Юг» снизятся с текущих 376,12 долл. до среднего европейского показателя в 79,65 долл., объем внешней торговли в этих странах может увеличиться на 5,9% от уровня 2019 г. (или на 59,08 млрд долл.). Кроме того, цифровизация оказывает положительный и статистически значимый эффект на увеличение внешней торговли, способствуя достижению «бесшовности» транспортных маршрутов.

В перспективе МТК «Север — Юг» может стать коридором развития для ЕАЭС. Так, помимо увеличения объемов торговли, развитие МТК «Север — Юг» содействует строительству индустриальных парков, специальных экономических зон вдоль транзитного пути, а также производственной кооперации и выстраиванию производственно-логистических цепочек с крупными развивающимися странами Персидского залива и Индийского океана.

ВЗАИМНАЯ ТОРГОВЛЯ СТРАН ЕАЭС: СТОИМОСТНЫЕ ОБЪЕМЫ ВОССТАНОВИЛИСЬ ПОСЛЕ СПАДА

Тарас Цукарев, Антон Малахов

Стоимостные объемы взаимной торговли быстро восстановились в 2021 г. Значимое влияние на позитивную динамику взаимной торговли оказал ценовой фактор — рост мировых цен на биржевые товары. Внутри ЕАЭС драйвером роста взаимной торговли стали сырье и товары металлургической промышленности. На фоне восстановления экономик региона увеличился внутренний экспорт потребительских товаров.

Взаимная торговля товарами между странами ЕАЭС в 2021 г. выросла на 31,3% г/г[30]. Динамика торговли определялась особенностями пандемийного года: эффектом низкой базы предыдущего периода. В 2020 г. наибольший спад произошел в апреле и мае, когда месячный объем взаимной торговли снизился до 3,5–4 млрд долл. при среднем значении до пандемии около 5 млрд долл. Сокращение в остальные месяцы прошлого года не было столь сильным. В целом за 2020 г. торговля упала на 10,7%. Учитывая сильный спад в апреле — мае, накопленные темпы роста в 2021 г. достигли максимального уровня в мае (33,2%).

Географическая структура взаимной торговли в ЕАЭС в 2021 г. изменилась в пользу России и Казахстана. Благодаря более высоким темпам роста экспорта на внутренний рынок удельный вес данных стран во взаимной торговле вырос на 1,1 п.п. (62,8%) и 0,9 п.п. (10,8%) соответственно. Доля Беларуси снизилась на 2,1 п.п. (24,1%), доля остальных стран ЕАЭС почти не изменилась. Взаимная торговля между Россией и Беларусью по-прежнему преобладает — 54,7%. Доля оборота взаимной торговли во внешнеторговом обороте ЕАЭС почти такая же, как и год назад: 14,6% против 14,7% за аналогичный период 2020 г. Для большинства стран ЕАЭС удельный вес взаимной торговли в общем обороте внешней торговли превышает средний уровень по ЕАЭС. Взаимная торговля имеет наибольшее значение для Беларуси и Кыргызстана (Рисунок 29).

Темпы роста экспорта из Казахстана в страны ЕАЭС в 2021 г. были наибольшими — 38% г/г. Динамика главным образом объясняется увеличением экспорта в Россию черных металлов и железной руды. Увеличение экспортных объемов из других стран ЕАЭС на внутренний рынок ЕАЭС также было значительным — более 20% (Рисунок 30).

[30] Здесь и далее используется статистика ЕЭК и данные за январь — август 2021 г., если не указано иное.

Рисунок 29. Характеристики взаимной торговли стран ЕАЭС, %

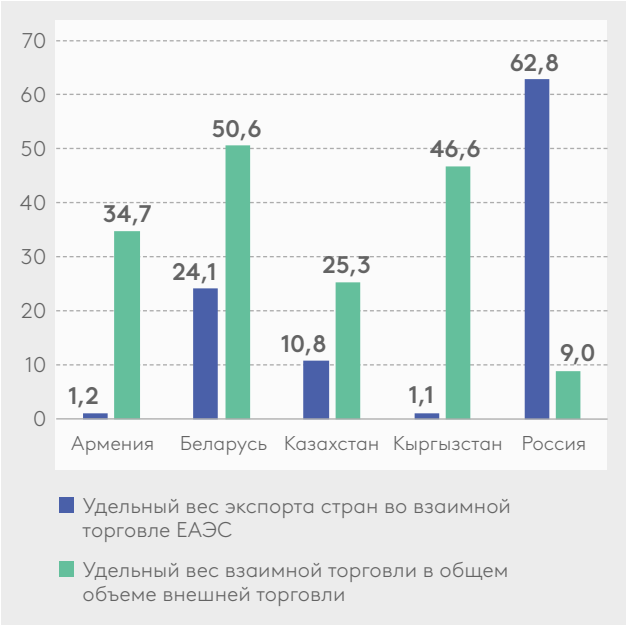
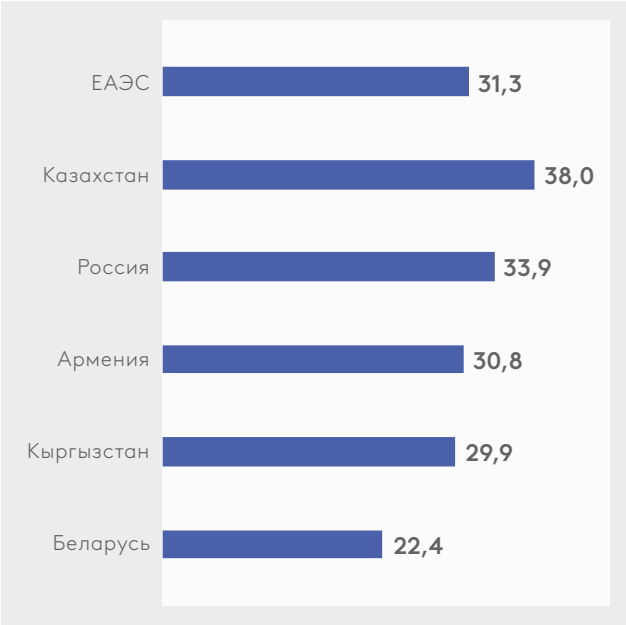


Рисунок 30. Темпы роста взаимной торговли стран ЕАЭС в 2021 г., %



Источник: ЕЭК.

Драйвером роста взаимной торговли стали черные металлы. Их вклад в прирост экспорта составил 16%. Экспорт черных металлов на рынки стран ЕАЭС существенно вырос из Беларуси (в 2,3 раза г/г), Казахстана (в 2,2 раза г/г) и России (на 63,7% г/г). Также значимо увеличились стоимостные объемы экспорта железной руды (Казахстан, Россия) и изделий из черных металлов (Беларусь, Россия). Во многом увеличение экспорта данных товаров было вызвано ростом мировых цен на них. В частности, стоимостной объем экспорта железной руды из Казахстана в Россию вырос в 2,5 раза, при этом рост физических объемов составил 23,7%.

Среди несырьевых товаров значительно увеличились стоимостные объемы экспорта электрооборудования, мебели, напитков, фармацевтической продукции. Увеличение объемов экспорта электрооборудования было наибольшим из Беларуси и России. Например, экспорт из России в страны ЕАЭС телевизоров, мониторов и проекторов вырос на 34,4% г/г в натуральном выражении. Беларусь и Россия нарастили объемы экспорта мебели — так, экспорт из Беларуси в Казахстан увеличился на 42,7% в штуках. Стоимостные объемы экспорта напитков существенно выросли из Армении, Беларуси и России. В частности, Армения нарастила экспортные поставки минеральных вод и крепких спиртных напитков в страны ЕАЭС на 23,7% по каждой товарной позиции в натуральном выражении. Увеличение стоимостных объемов экспорта фармацевтической продукции из Беларуси и России в основном связано с ценовыми факторами.

ВЗАИМНЫЕ ПРЯМЫЕ ИНВЕСТИЦИИ СТРАН ЕАЭС: УГЛУБЛЕНИЕ КОРПОРАТИВНОЙ ИНТЕГРАЦИИ

Более подробно о взаимных прямых инвестициях стран ЕАЭС — в докладе Евразийского банка развития.

ЕАЭС — ядро инвестиционного взаимодействия на постсоветском пространстве[31]. По результатам проведенного ЕАБР мониторинга взаимных инвестиций[32] объем накопленных взаимных прямых инвестиций стран ЕАЭС поступательно растет: за 2016–2020 гг. он увеличился на 24%. Рост взаимных ПИИ в ЕАЭС имеет качественный характер — повышается интерес инвесторов к наукоемким производствам, greenfield-проектам, а также проектам с невысокой капиталоемкостью. Казахстан — лидер по объемам накопленных ПИИ из стран ЕАЭС.

Углубление евразийской интеграции способствует увеличению объемов взаимных ПИИ на всем постсоветском пространстве. На десятилетнем горизонте падение накопленных объемов взаимных капиталовложений в странах СНГ наблюдалось в 2013–2015 гг. Компании стран ЕАЭС обеспечили положительный перелом в динамике взаимных ПИИ стран СНГ с 2017 г. Благодаря инвестиционной активности евразийского корпоративного сектора в 2016–2020 гг. общий объем взаимных ПИИ СНГ вырос на 25% — до 45,9 млрд долл. (Рисунок 31).

Рисунок 31. Динамика накопленных взаимных прямых инвестиций стран СНГ и ЕАЭС, млрд долл.

Примечание: объем взаимных ПИИ других стран составляет незначительную величину.
Источник: Кузнецов, Винокуров (2021).

[31] К постсоветскому пространству относятся страны СНГ и Грузия без стран Балтии (далее — страны СНГ).

[32] Методология базы данных Мониторинга взаимных инвестиций ЕАБР представлена в докладе ЕАБР.

К концу 2020 г. накопленный объем взаимных инвестиций стран ЕАЭС достиг 25,4 млрд долл., увеличившись на 24% за последние четыре года. Казахстан устойчиво лидирует по объемам накопленных ПИИ из стран ЕАЭС и темпам их привлечения. Объем таких инвестиций составил 11,2 млрд долл. по итогам 2020 г., а прирост за 2016–2020 гг. — 3 млрд долл.

Россия — единственный нетто-экспортер взаимных ПИИ на постсоветском пространстве. На российских инвесторов приходится 80% экспортированных ПИИ как в страны ЕАЭС, так и в страны СНГ по итогам 2020 г. Основным инвестиционным партнером России является Казахстан, в экономику которого поступило 55% от экспортированных российских ПИИ в страны ЕАЭС. При этом из Казахстана в экономику России поступило 62,5% от всего объема ПИИ стран ЕАЭС (Таблица 10).

Инвестиционные пары ЕАЭС без участия России пока выглядят скромно. Резко выделяются только ПИИ Казахстана в Кыргызстане. «Эффект соседства» продолжает играть ключевую роль в странах Центральной Азии.

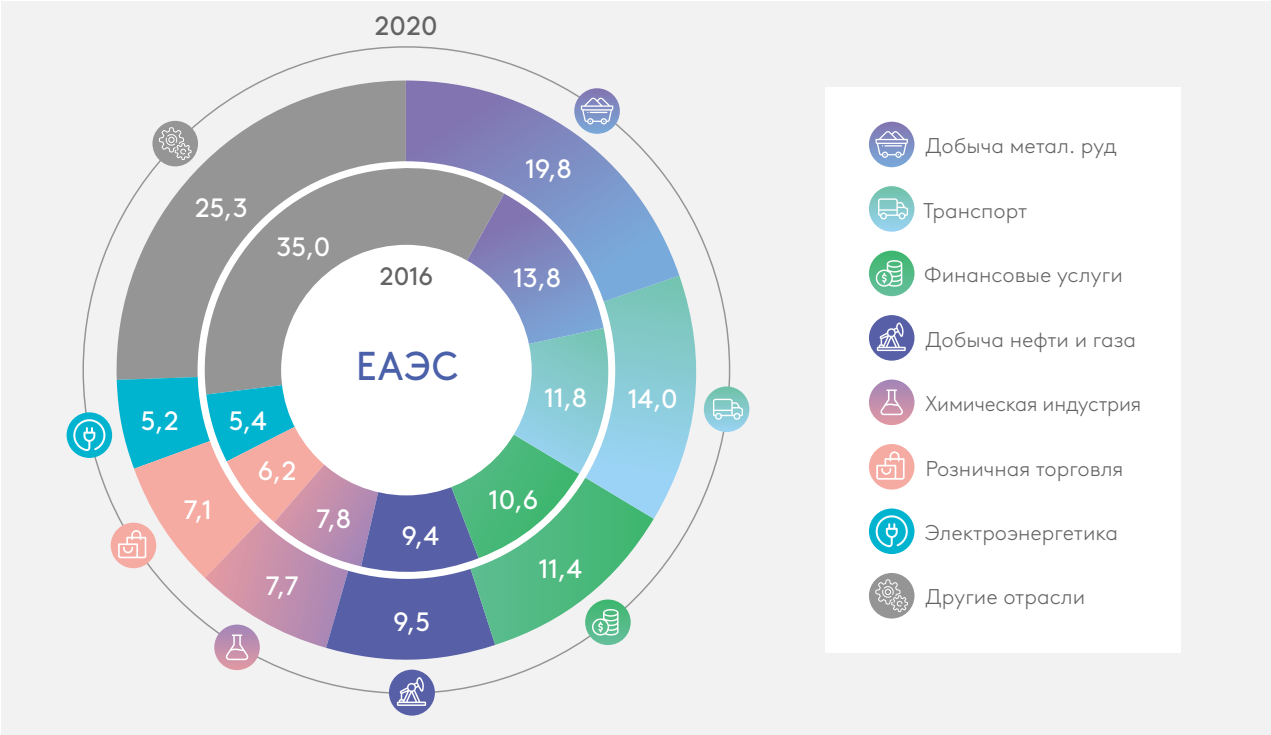
Таблица 10. Взаимные прямые инвестиции стран ЕАЭС на конец 2020 г.

Страна-инвестор	Накопленные ПИИ страной-получателем, млн долл.					
	Россия	Казахстан	Беларусь	Армения	Кыргызстан	Весь ЕАЭС
Россия	X	11175	5143	3047	946	20311
Казахстан	2813	X	24	0	618	3455
Беларусь	1501	45	X	1	2	1549
Армения	3	0	38	X	0	41
Кыргызстан	2	0	0	0	X	2
Весь ЕАЭС	4319	11220	5205	3048	1566	25358

Источник: Кузнецов, Винокуров (2021).

Ключевыми отраслями по объемам накопленных взаимных ПИИ в ЕАЭС по итогам 2020 г. стали добыча металлических руд (19,8%), сухопутный и трубопроводный транспорт (14%) и финансовые услуги (11,4%). Добыча нефти и природного газа занимает лишь четвертое место в отраслевой структуре взаимных ПИИ в ЕАЭС (9,5%) (Рисунок 32). Лидерство добычи металлических руд обеспечено проектами России и Казахстана. Эта отрасль внесла основной вклад в увеличение накопленных объемов взаимных ПИИ стран ЕАЭС за 2016–2020 гг., обеспечив прирост в размере 2,2 млрд долл.

Рисунок 32. Отраслевая структура накопленных взаимных ПИИ стран ЕАЭС, %



Источник: Кузнецов, Винокуров (2021).

В течение последних нескольких лет рост взаимных ПИИ в ЕАЭС приобрел новый качественный характер. Повышается интерес инвесторов к наукоемким производствам, greenfield-проектам, а также проектам с невысокой капиталоемкостью. Это содействует процессам модернизации и диверсификации экономик стран ЕАЭС.

Формируется новый тренд — рост взаимных ПИИ в производство автотранспортных средств, машин и электрооборудования. За последние три года объемы таких ПИИ в ЕАЭС увеличились в 1,6 раза. Однако абсолютные объемы пока небольшие.

Доля частных национальных инвесторов преобладает в структуре собственности компаний, инвестирующих внутри ЕАЭС: 55% по итогам 2020 г. Доля компаний-инвесторов, находящихся под контролем государства (участие в капитале более 50%), почти не изменилась с 2016 г. и составила 36% в 2020 г. Количество проектов, где в число собственников компании-инвестора входят иностранные ТНК, снижается: за последние пять лет с 10% до 6%.

В среднесрочной перспективе будут преобладать следующие тенденции.

- Отраслевая структура взаимных ПИИ стран ЕАЭС постепенно будет становиться более диверсифицированной: получат развитие розничная торговля, финансовые услуги, автомобилестроение, производство машин и электрооборудования.

- Продолжится опережающий рост количества greenfield-проектов, обеспечивающих создание предприятий с нуля. Инвесторы все больше заинтересованы в экспансии на новые рынки со своими технологиями и ресурсами. Это будет сопровождаться трансфером технологий и модернизацией экономик стран — получателей ПИИ.

- Активный рост будут демонстрировать проекты с небольшими объемами инвестиций (1–5 млн долл.), охватывающие широкий перечень отраслей. Этому будут способствовать национальные программы поддержки экспорта, развитие цифровых технологий и интеграция рынков стран.

- В условиях растущей актуальности глобальной климатической повестки увеличатся взаимные ПИИ в проекты «зеленой» экономики. За последние два года объем взаимных ПИИ в такие проекты вырос на 56%. Казахстан упрочит лидерство в привлечении прямых капиталовложений в ВИЭ.

ИНТЕГРАЦИОННЫЙ БИЗНЕС-БАРОМЕТР ЕАБР — 2021: МНЕНИЕ КОМПАНИЙ О ЕАЭС И ВЕДЕНИИ БИЗНЕСА В ЕВРАЗИЙСКОМ РЕГИОНЕ

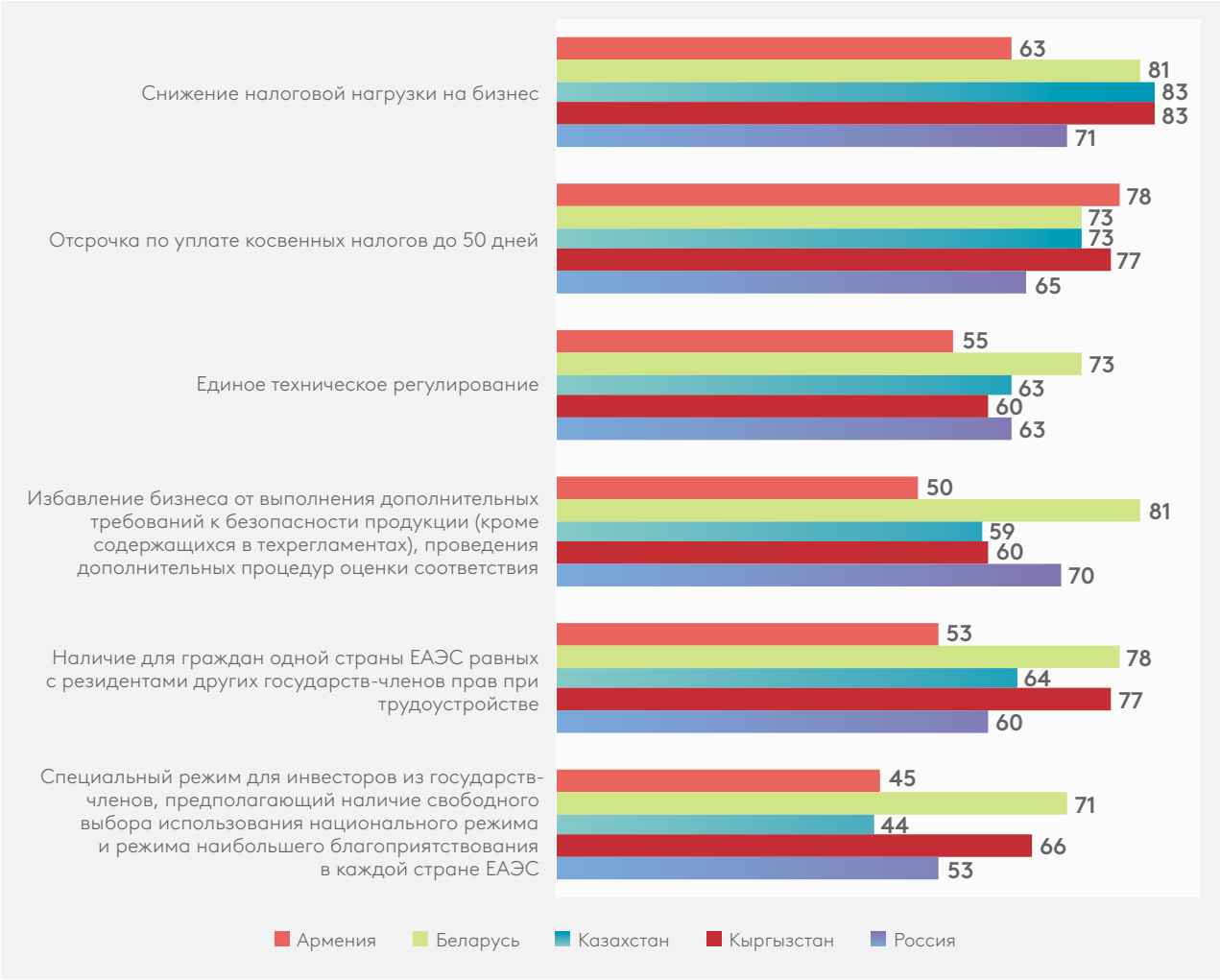
Владимир Перебоев

> ***Более подробно о результатах исследования «Интеграционный бизнес-барометр ЕАБР» — в докладе Евразийского банка развития, публикация которого запланирована на декабрь 2021 г.***
>
> *В августе — сентябре 2021 г. Центр интеграционных исследований ЕАБР провел опрос представителей среднего и крупного бизнеса шести государств — участников Банка: Армении, Беларуси, Казахстана, Кыргызстана, России и Таджикистана. Исследование проведено в рамках проекта «Интеграционный бизнес-барометр ЕАБР — 2021», результаты которого будут опубликованы в середине декабря текущего года в виде доклада.*
>
> *В опросах приняло участие 337 компаний. Все они осуществляют внешнеэкономическую деятельность на территории ЕАЭС и региона СНГ, при этом около 90% из них являются несырьевыми. Исследование нацелено на выявление степени информированности бизнеса о евразийской интеграции и опыта взаимодействия с институтами ЕАЭС, информации о барьерах, с которыми компании сталкиваются на территории ЕАЭС и региона СНГ, а также о предпочтениях бизнеса по мерам поддержки и повестке делового сотрудничества в регионе операций ЕАБР.*

Большинство опрошенных компаний считают, что **евразийская интеграция облегчает ведение бизнеса на территории входящих в ЕАЭС государств**. При этом доля респондентов, выбравших вариант ответа «значительно облегчает ведение бизнеса», выше всего в Беларуси (39%) и России (35%), а ниже всего — в Армении (15%) и Кыргызстане (23%). Чаще всего о поддержке со стороны ЕАЭС сообщали компании из Казахстана и России.

По мнению большинства компаний, среди решений, принятых в рамках ЕАЭС и направленных на поддержку бизнеса, лучше всего работает снижение налоговой нагрузки, а хуже всего — введение специального режима для инвесторов из государств-членов, предполагающего наличие свободного выбора использования национального режима и режима наибольшего благоприятствования в каждой стране ЕАЭС (Рисунок 33). Также высоко оцениваются такие меры, как отсрочка по уплате косвенных налогов до 50 дней и наличие для граждан одной страны ЕАЭС равных с резидентами других государств-членов прав при трудоустройстве.

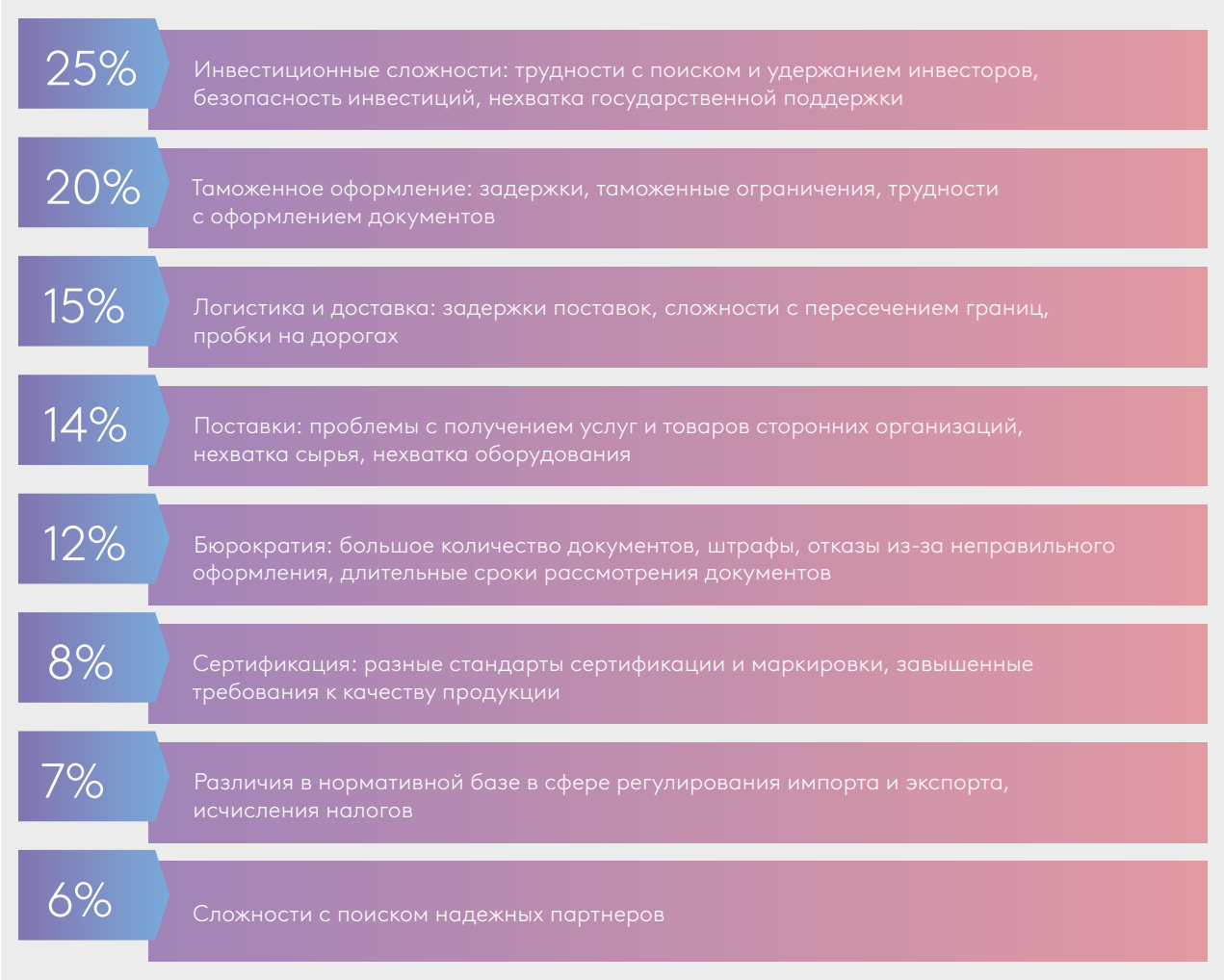
Рисунок 33. Доля организаций, по мнению которых решения, принятые в рамках ЕАЭС, упрощают ведение внешнеэкономической деятельности бизнеса (в % от числа ответивших в каждой стране)



Источник: Интеграционный бизнес-барометр ЕАБР — 2021.

Вместе с тем, компании сталкиваются с барьерами при реализации товаров в странах региона. Помимо технических барьеров (маркировка, этикетирование, сертификация и т.д.), таможенного оформления и санитарных норм, участники исследования чаще прочих называли высокую конкуренцию, отсутствие информации о внешних рынках и потенциальных партнерах, ограничения сбыта товаров и финансовые меры (валютное регулирование, регулирование условий оплаты, получения и использования кредита для финансирования импорта). Наименее распространенными оказались сложности с субсидиями и экспортными субсидиями, защитой прав интеллектуальной собственности, ограничениями в области государственных закупок, ценовым контролем конкуренции. Также компании заявляли о ряде распространенных препятствий, возникающих при ведении внешнеэкономической деятельности в регионе СНГ (Рисунок 34).

Рисунок 34. Препятствия, возникающие при ведении внешнеэкономической деятельности со странами СНГ (в % от числа ответивших)



Источник: Интеграционный бизнес-барометр ЕАБР — 2021.

В качестве возможных мер устранения барьеров бизнес предлагает: использование международных стандартов либо разработку собственных, разработку стандартов и регламентов ЕАЭС (наиболее популярный ответ компаний в Армении); взаимное признание процедур оценки продукции (наиболее популярный ответ в Кыргызстане); гармонизацию правил и норм маркировки (этот вариант наиболее востребован в Казахстане); разработку унифицированных требований и правил обращения товаров (чаще предлагали российские компании). Отвечая на вопрос о повышении эффективности ЕАЭС, компании говорили о необходимости учета мнения частного сектора, разработки единых стандартов, создания служб быстрого реагирования. Ряд респондентов отметил целесообразность большего количества встреч, форумов. Также упоминалась необходимость включения большего числа стран в ЕАЭС.

Компании выражают заинтересованность в получении информации о спектре возможностей ЕАЭС для бизнеса, о структуре законов и правил ЕАЭС. Также респонденты ожидают от ЕАЭС финансовой поддержки, содействия в развитии сотрудничества, помощи в устранении таможенных проблем, упрощения бюрократических и налоговых процедур. Компании заинтересованы в расширении экспорта и импорта, а также в выходе на новые рынки.

Помимо этого, представителям компаний было предложено оценить достаточность и доступность информации о деятельности ЕАЭС и его структур — о принятых решениях, мероприятиях и нововведениях. Важно, что **от 1/3 до 1/4 опрошенных компаний в разных странах указали на нехватку подробной информации о ЕАЭС и на доступность только общей информации**. Особенно актуальна эта проблема для компаний из Армении.

Более 50% опрошенных компаний во всех странах имеют представление о зонах свободной торговли ЕАЭС с другими государствами. При этом наиболее информированы респонденты из Казахстана, а уровень осведомленности представителей компаний из России и Беларуси одинаков: всего 20% хорошо информированы и чуть более половины имеют общее представление. **При этом опросы выявили отсутствие четкого понимания компаниями перечня актуальных зон свободной торговли ЕАЭС**. В Кыргызстане половина опрошенных компаний затруднилась ответить на вопрос о ЗСТ, в Казахстане — четверть, в Беларуси — 20%, в Армении — 15%, в России — 14%.

Среди опрошенных предприятий более 80% имеют либо партнеров, либо клиентов в странах ЕАЭС. При этом основной сферой взаимного сотрудничества является торговля, что верно и для ЕАЭС, и для 12 стран региона СНГ, в которых более 90% представителей бизнеса указали на этот вариант взаимодействия (Рисунок 35). Вторым по популярности направлением стала сфера промышленности, но о ней упоминают примерно в два раза реже. Научно-технические разработки и инвестиции представлены в гораздо меньшей степени.

Рисунок 35. Торговля остается основной формой взаимного сотрудничества на евразийском пространстве (в % от числа ответивших в каждой стране)

Источник: Интеграционный бизнес-барометр ЕАБР — 2021.

Во всех странах компании обозначили потребность в увеличении производственных мощностей и расширении рынков за пределы ЕАЭС. Оценивая перспективные направления в сфере инвестиций, промышленности, науки и технологий на пространстве 12 государств бывшего СССР, большая часть респондентов в Армении, Беларуси, Казахстане, Кыргызстане и Таджикистане указала Россию в качестве наиболее привлекательного партнера (примерно от 70% до 100% опрошенных).

Таким образом, опросы компаний позволили выявить, с одной стороны, желание бизнеса более активно участвовать в реализации возможностей евразийской экономической интеграции. С другой стороны, компании испытывают нехватку информации и поддержки со стороны институтов ЕАЭС, сигнализируя и о путях преодоления существующих ограничений в сфере кооперации и интеграции рассматриваемых стран.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

Винокуров, Е., Ахунбаев, А., Усманов, Н., Цукарев, Т., Сарсембеков, Т. (2021) *Инвестиции в водно-энергетический комплекс Центральной Азии.* Доклады и рабочие документы 21/3. Алматы, Москва: Евразийский банк развития. Доступно на: https://eabr.org/analytics/special-reports/investitsii-v-vodno-energeticheskiy-kompleks-tsentralnoy-azii/ (Просмотрено 9 ноября 2021).

Винокуров, Е., Ахунбаев, А., Шашкенов, М., Забоев, А. (2021) *Международный транспортный коридор «Север — Юг»: создание транспортного каркаса Евразии.* Доклад 21/5. Алматы, Москва: Евразийский банк развития.

Винокуров, Е., Лаврова, Н., Петренко, В. (2020) *Оптимальный долг и качество институтов.* Рабочий документ Евразийского фонда стабилизации и развития, РД/20/4. М.: Евразийский банк развития. Доступно на: https://efsd.eabr.org/research/working-papers/rabochiy-dokument-efsr-rd-20-4-optimalnyy-dolg-i-kachestvo-institutov/ (Просмотрено 28 октября 2021).

ЕАБР (2016) *Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза.* М.: ЕЭК, СПб.: ЦИИ ЕАБР. Доступно на: https://eabr.org/analytics/integrationresearch/cii-reports/sistemaanaliza-i-makroekonomicheskogo-prognozirovaniya-evraziyskogoekonomicheskogo-soyuza/ (Просмотрено 28 октября 2021).

Кузнецов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Харитончик, А., Бабаджанян, В. (2021) *Макроэкономический обзор ЕАБР. Сентябрь 2021.* М.: Евразийский банк развития. Доступно на: https://eabr.org/analytics/monthly-review/makroekonomicheskiy-obzor-eabr-sentyabr-2021/ (Просмотрено 25 октября 2021).

Кузнецов, А., Винокуров Е. (ред.) (2021) *Мониторинг взаимных инвестиций ЕАБР.* Доклад 21/4. М.: Евразийский банк развития. Доступно на: https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/monitoring-vzaimnykh-investitsiy-eabr-/ (Просмотрено 18 ноября 2021).

Кузнецов, А., Харитончик, А., Бердигулова, А., Федоров, К. (2019) *Эффекты переноса валютных курсов на инфляцию в странах — участницах ЕАБР.* Тематический доклад, 06'2019. М.: Евразийский банк развития. Доступно на: https://eabr.org/analytics/special-reports/effekty-perenosa-valyutnykh-kursov-na-inflyatsiyu-v-stranakh-uchastnitsakh-eabr/ (Просмотрено 28 октября 2021).

Министерство экономического развития Российской Федерации (Минэкономразвития РФ) (2021) О текущей ситуации в российской экономике. Сентябрь — октябрь 2021 года. Доступно на: https://economy.gov.ru/material/directions/makroec/ekonomicheskie_obzory/o_tekushchey_situacii_v_rossiyskoy_ekonomike_avgust_sentyabr_2021_goda.html (Просмотрено 1 ноября 2021).

РБК (2020) Fitch предсказало ослабление бюджетного правила в России. Доступно на: https://www.rbc.ru/economics/26/06/2020/5ef46cf89a7947a80b6e4c4d (Просмотрено 25 октября 2021).

СберИндекс (2021) Оперативная оценка динамики потребительских расходов в октябре 2021 г. Доступно на: https://sberindex.ru/ru/researches/operativnaya-ocenka-dinamiki-potrebitelskikh-raskhodov-v-oktyabre-2021-g (Просмотрено 3 ноября 2021).

Primeminister.kz (2021) Глава Правительства поручил оказать помощь фермерским хозяйствам, пострадавшим от засухи в Мангистауской области. Доступно на: https://government.kz/ru/news/glava-pravitelstva-poruchil-okazat-pomoshch-fermerskim-hozyaystvam-postradavshim-ot-zasuhi-v-mangistauskoy-oblasti-216454 (Просмотрено 29 октября 2021).

Bloomberg (2021) *ESG Assets Rising to $50 Trillion Will Reshape $140.5 Trillion of Global AUM by 2025, Finds Bloomberg Intelligence.* Available at: https://www.bloomberg.com/company/press/esg-assets-rising-to-50-trillion-will-reshape-140-5-trillion-of-global-aum-by-2025-finds-bloomberg-intelligence/ (Accessed 2 November 2021).

Boston Consulting Group (BCG) (2020) *The Evolving State of Digital Transformation.* Available at: https://www.bcg.com/de-de/publications/2020/the-evolving-state-of-digital-transformation (Accessed 2 November 2021).

Centerra Gold Inc. (2021) Technical Report on the Kumtor Mine, Kyrgyz Republic. February 24. Available at: https://www.centerragold.com/cg-raw/cg/2021_Kumtor_NI_43-101_Feb24_FINAL.pdf (Accessed on 22 October 2021).

Kose, M., Ayhan, M., Nagle, P. , Ohnsorge, F, Sugawara, N. (2021) *Global Waves of Debt: Causes and Consequences.* Washington, DC: World Bank, pp. 1–283.

Mathieu, E., Ritchie, H., Ortiz-Ospina, E., Roser, M., Hasell, J., Appel, C., Giattino, C., Rodés-Guirao, L. (2021) *A Global Database of Covid-19 Vaccinations.* Available at: https://www.nature.com/articles/s41562-021-01122-8 (Accessed 18 November 2021).

Mishra, P., Moriyama, K., N'Diaye, P. , Nguyen, L. (2014) *Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets.* International Monetary Fund Working Paper, WP/14/109, pp. 1–34.

World Economic Forum (WEF) (2020) *The Future of Jobs Report 2020.* Available at: https://www.weforum.org/reports/the-future-of-jobs-report-2020 (Accessed 2 November 2021).

World Economic Forum (WEF) (2021) *The Global Risks Report 2021.* Available at: https://www.weforum.org/agenda/2021/01/global-risks-report-2021 (Accessed 2 November 2021).

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АБР	Азиатский банк развития
ВВП	валовой внутренний продукт
ВИЭ	возобновляемый источник энергии
ДФЭ	двадцатифутовый эквивалент
ЕАБР, Банк	Евразийский банк развития
ЕАЭС, Союз	Евразийский экономический союз
ЕС	Европейский союз
ЕФСР	Евразийский фонд стабилизации и развития (ранее — Антикризисный фонд ЕврАзЭС)
ЕЭК	Евразийская экономическая комиссия
ИПЦ	индекс потребительских цен
КР	Кыргызская Республика
МБК	межбанковский рынок кредитования
МБР	международный банк развития
МВФ	Международный валютный фонд
Минфин РФ	Министерство финансов Российской Федерации
Минэконом-развития РФ	Министерство экономического развития Российской Федерации
МТК	международный транспортный коридор «Север — Юг»
МФ РК	Министерство финансов Республики Казахстан
НБ КР	Национальный банк Кыргызской Республики
НБ РК	Национальный банк Республики Казахстан
НБТ	Национальный банк Таджикистана
ОПЕК	Организация стран — экспортеров нефти
ПИИ	прямые иностранные инвестиции
РА	Республика Армения
РБ	Республика Беларусь
РВСР	расчетная величина стандартного риска
РК	Республика Казахстан
РТ	Республика Таджикистан
РФ	Российская Федерация
СДР (SDR)	специальные права заимствования
СТО	счет текущих операций
США	Соединенные Штаты Америки
ФРС США	Федеральная резервная система США
ЦА	Центральная Азия
ЦБ РА	Центральный банк Республики Армения
ЦБ РФ	Центральный банк Российской Федерации (Банк России)
COVID-19	COronaVIrus Disease 2019, коронавирусная инфекция
MIACR	Moscow Interbank Actual Credit Rate (фактическая ставка по предоставленным межбанковским кредитам)
PMI	Purchasing Managers' Index (индекс деловой активности)
TONIA	Tenge OverNight Index Average
% г/г	годовой темп прироста
млн	миллион
млрд	миллиард
п.п.	процентный пункт
т	тонна
трлн	триллион
тыс.	тысяча

ГЛОССАРИЙ

Бюджетные (фискальные) резервы
Объем свободных средств государственного бюджета, доступных для финансирования расходов.

Бюджетный (фискальный) импульс
Характеризует воздействие налогово-бюджетной политики на экономическую активность. Положительный бюджетный импульс указывает на положительный вклад налогово-бюджетной политики в ВВП.

Валютизация банковских вкладов (кредитов)
Доля вкладов (кредитов) в иностранной валюте в общем объеме вкладов (кредитов) коммерческих банков.

Нейтральная ставка
Уровень процентной ставки, который соответствует устойчивому нахождению инфляции и инфляционных ожиданий на уровне цели, а ВВП и реального валютного курса — на равновесных уровнях.

Потенциальный (равновесный) ВВП
Объем реального ВВП, который сложился бы в экономике в определенном временном периоде при наиболее эффективном использовании факторов производства. Под потенциальным ВВП также можно понимать такой объем реального ВВП, который экономика способна устойчиво производить без формирования экономических дисбалансов.

Равновесный курс валюты
Реальный курс валюты, не оказывающий ни дополнительного инфляционного, ни дезинфляционного воздействия.

Разрыв выпуска
Отклонение объема реального ВВП от своего потенциального уровня. Положительный разрыв выпуска, как правило, характеризует ситуацию избыточного спроса в экономике и является индикатором инфляционного давления. При отрицательном разрыве выпуска справедливо обратное.

Условия банковского кредитования
Показатель, характеризующий совокупное изменение условий кредитования заемщиков с точки зрения доступности кредитов. Ужесточение означает снижение доступности кредитов, смягчение — повышение доступности кредитов.

Purchasing Managers' Index (PMI)
Индикатор, характеризующий изменение деловой активности и условий функционирования частных предприятий в обрабатывающей промышленности и сфере услуг. Показатель рассчитывается на основе ежемесячных опросов менеджеров по закупкам. Значения PMI выше 50 пунктов сигнализируют о росте деловой активности, ниже — о ее снижении.

Макроэкономический обзор
(RU)

Регулярная публикация, в которой представлен оперативный срез макроэкономической ситуации в странах — участницах Банка и даны оценки ее развития в краткосрочной перспективе. Является промежуточной публикацией между макроэкономическими прогнозами.

Макроэкономический прогноз
(RU/EN)

Возвращение инфляции: надолго ли и стоит ли бояться?

Прогноз роста агрегированного ВВП государств — участников ЕАБР на 2021 г. повышен на 0,7 п.п. до 4%.

Доклад 21/1
(RU)

Повышение роли национальных валют ЕАЭС в международных расчетах

Доля национальных валют ЕАЭС в обслуживании мировой торговли составляет около 2%, но внутри ЕАЭС достигнуты весомые успехи — уже 74% взаимной торговли осуществляется в национальных валютах.

Доклад 21/2
(RU/EN)

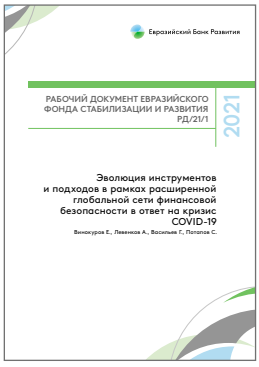
Узбекистан и ЕАЭС: перспективы и потенциальные эффекты экономической интеграции

В докладе представлены оценки потенциальных эффектов от интеграции Республики Узбекистан с ЕАЭС, а также перспективные направления сотрудничества действующих стран — членов Союза с Узбекистаном.

Доклад 21/3
(RU/EN)

Инвестиции в водно-энергетический комплекс Центральной Азии

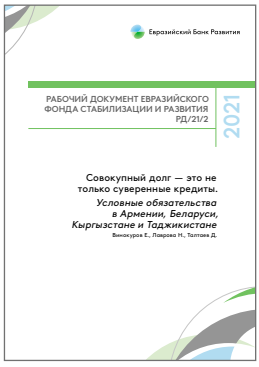
Авторы доклада проанализировали сложившуюся ситуацию в водно-энергетическом комплексе Центральной Азии (ВЭК ЦА) по итогам 30 лет независимости пяти республик (Казахстан, Кыргызстан, Таджикистан, Туркменистан и Узбекистан), оценили уровень сотрудничества между странами в ВЭК.



Рабочий документ РД/21/1
(RU/EN)

Эволюция инструментов и подходов в рамках расширенной Глобальной сети финансовой безопасности в ответ на кризис COVID-19

Авторы проанализировали реакцию элементов ГСФБ на кризис, вызванный пандемией COVID-19, в масштабе мировой экономики и на уровне региона операций ЕФСР.



Рабочий документ 21/2
(RU/EN)

Совокупный долг — это не только суверенные кредиты. Условные обязательства в Армении, Беларуси, Кыргызстане и Таджикистане

Исследование отвечает на вопрос о потенциальных рисках реализации прямых и косвенных условных обязательств и их влиянии на бюджетные и долговые позиции четырех стран — получателей средств ЕФСР.

Доклад 21/4
(RU/EN)

Мониторинг взаимных инвестиций ЕАБР

Объем рассчитанных по новой методологии взаимных инвестиций в Евразийском регионе достиг 46 млрд долл. США. ПИИ устойчиво растут с 2016 г.

Евразийский Банк Развития

ЦЕНТР СТРАНОВОГО АНАЛИЗА
ДИРЕКЦИИ ПО АНАЛИТИЧЕСКОЙ РАБОТЕ
ЕВРАЗИЙСКОГО БАНКА РАЗВИТИЯ

Евразийский Банк Развития

www.eabr.org