

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Сильный восстановительный
рост в 2021 году

Март 2021



МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР ЕАБР: СИЛЬНЫЙ ВОССТАНОВИТЕЛЬНЫЙ РОСТ В 2021 ГОДУ

МАРТ 2021

 **ЕАБР | 15 лет**

Центр странового анализа
Дирекция по аналитической работе

Москва
2021

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Харитончик, А., Бабаджанян, В. (2021) *Макроэкономический обзор ЕАБР: Сильный восстановительный рост в 2021 году. Март 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.

Обзор носит исключительно информационный характер и не может расцениваться как рекомендация к покупке или продаже финансовых инструментов. Ни информация, содержащаяся в обзоре, ни любая другая информация, касающаяся темы данного обзора, 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 обзор, 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 обзоре. ЕАБР в прямой форме снимает с себя ответственность и обязательства в связи с любыми имеющимися в данном документе сведениями. Любая информация, содержащаяся в обзоре, может изменяться в любое время без предварительного уведомления.

Перепечатка текста в некоммерческих целях, целиком или по частям, включая крупные фрагменты, и размещение текста на внешних электронных ресурсах разрешены при обязательной ссылке на оригинальный текст.

Электронная версия документа находится на: <https://eabr.org/analytics/monthly-review/> и <https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews/>

СОДЕРЖАНИЕ

Список сокращений	4
РЕЗЮМЕ	6
ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	11
Текущая ситуация	11
Прогноз	12
Риски	13
СТРАНЫ – УЧАСТНИЦЫ ЕАБР	14
Основные макроэкономические показатели (базовый сценарий)	14
РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ	15
Текущая ситуация	15
Прогноз	20
Риски	23
РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ	25
Текущая ситуация	25
Прогноз	32
Риски	35
РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН	37
Текущая ситуация	37
Прогноз	41
Риски	44
КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА	45
Текущая ситуация	45
Прогноз	51
Риски	54
РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ	55
Текущая ситуация	55
Прогноз	61
Риски	64
РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН	65
Текущая ситуация	65
Прогноз	70
Риски	73
Список источников	74
Глоссарий	75

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АБР – Азиатский банк развития

Армстат – Статистический комитет Республики Армения

Белстат – Национальный статистический комитет Республики Беларусь

БНС РК – Бюро национальной статистики Республики Казахстан

ВВП – валовой внутренний продукт

ВДС – валовая добавленная стоимость

ЕАБР, Банк – Евразийский банк развития

ЕАЭС, Союз – Евразийский экономический союз

ЕС – Европейский союз

ЕФСР – Евразийский фонд стабилизации и развития (ранее – Антикризисный фонд ЕврАзЭС)

ЕЦБ – Европейский центральный банк

ЕЭК – Евразийская экономическая комиссия

ЗВР, МРА – золотовалютные резервы/международные резервные активы

ИПЦ – индекс потребительских цен

ИТ – информационные технологии

КГД МФ РК – Комитет государственных доходов Министерства финансов Республики Казахстан

КР – Кыргызская Республика

МБК – межбанковский рынок кредитования

МВФ – Международный валютный фонд

Минфин РА – Министерство финансов Республики Армения

Минфин РБ – Министерство финансов Республики Беларусь

Минфин РФ – Министерство финансов Российской Федерации

Минэкономразвития РФ – Министерство экономического развития Российской Федерации

МНЭ РК – Министерство национальной экономики Республики Казахстан

МФ КР – Министерство финансов Кыргызской Республики

МФО – международная финансовая организация

МФ РК – Министерство финансов Республики Казахстан

НБ КР – Национальный банк Кыргызской Республики

НБ РБ – Национальный банк Республики Беларусь

НБ РК – Национальный банк Республики Казахстан

НБТ – Национальный банк Таджикистана

НДС – налог на добавленную стоимость

НСК КР – Национальный статистический комитет Кыргызской Республики

ОПЕК – Организация стран – экспортеров нефти

ОФЗ – облигации федерального займа

ПИИ – прямые иностранные инвестиции

РА – Республика Армения

РБ – Республика Беларусь

РВСП – расчетная величина стандартного риска

РК – Республика Казахстан

Росстат – Федеральная служба государственной статистики

РТ – Республика Таджикистан

РФ – Российская Федерация

СДР – специальные права заимствования

СТО – сальдо текущего счета

США – Соединенные Штаты Америки

ФРС США – Федеральная резервная система США

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

ytd – темп прироста период к соответствующему периоду предыдущего года нарастающим итогом с начала года

% г/г – годовой темп прироста

долл. – доллар

п.п. – процентный пункт

млн – миллион

млрд – миллиард

трлн – триллион

тыс. – тысяча

РЕЗЮМЕ

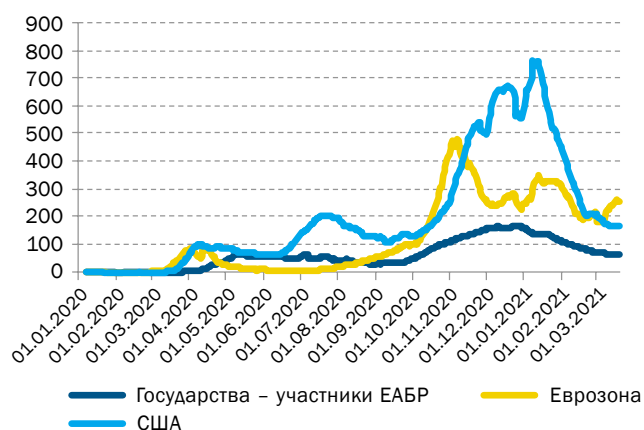
Мировая экономика находится на траектории восстановления. Глобальный сводный PMI сохраняется выше пограничной отметки в 50 пунктов – 53,2 в феврале 2021 г. Однако восстановительный процесс протекает крайне неоднородно как в разрезе стран, так и применительно к секторам экономики. Деловая активность уверенно растет в США, Китае и России, в то время как в еврозоне и Великобритании процесс восстановления затормозился из-за сложной эпидемиологической обстановки. Драйвером усиления экономической активности в мире остается промышленность, при этом сфера услуг продолжает испытывать трудности из-за сохраняющихся ограничений.

Рост мировой экономики будет ускоряться в 2021 г. Этому поспособствуют снижение интенсивности пандемии по мере массовой вакцинации и сохранение стимулирующей денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики в крупнейших мировых экономиках. В результате увеличится зарубежный спрос на экспортируемые странами – участниками ЕАБР товары и услуги. Рост ВВП еврозоны прогнозируется в 2021 г. в размере 4,3%, США – 5,5%, Китая – 8,5%. Восстановление глобальной экономической активности поддержит котировки энергоносителей. Средняя цена нефти марки Urals ожидается около 55 долл. США за баррель в 2021 г., этот уровень можно считать комфортным для стран региона операций ЕАБР.

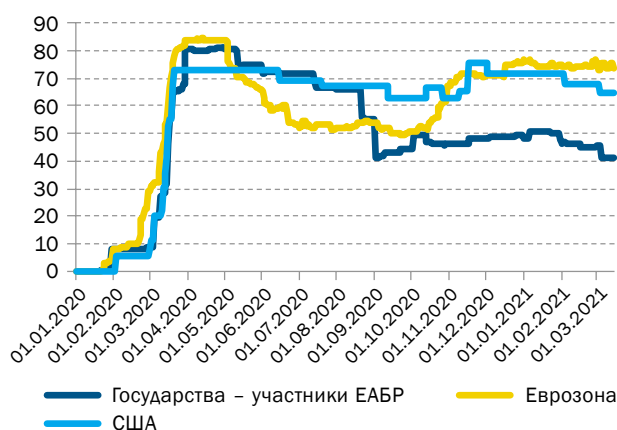
Наблюдается улучшение эпидемиологической обстановки в странах – участниках ЕАБР. Число ежедневно регистрируемых случаев заболевания COVID-19 в государствах региона операций Банка и в мире в целом снизилось по сравнению с уровнями декабря 2020 – января 2021 г. В сочетании с начавшейся во многих странах вакцинацией это создает предпосылки для постепенного смягчения санитарных мер, которые стали ключевым фактором сокращения экономической активности в 2020 г. Постепенное уменьшение числа случаев заражения коронавирусом и процесс ослабления ограничительных мер в государствах региона в целом соответствуют предпосылкам ноябрьского прогноза ЕАБР (ЕАБР, 2020).

Ход пандемии и интенсивность противоэпидемических мер

А) Официально подтвержденные случаи COVID-19
(на 1 млн населения в среднем за 7 дней)



Б) Индекс противоэпидемических ограничений
(пунктов, макс. = 100)

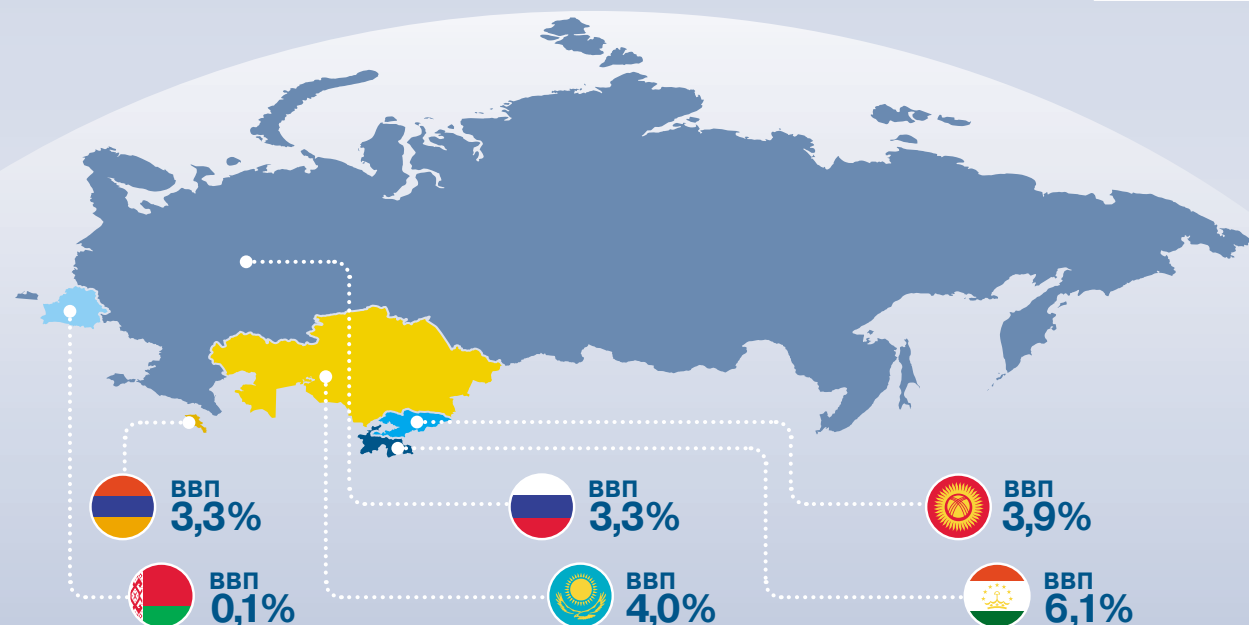


Источник: Oxford University, Johns Hopkins University, расчеты ЕАБР

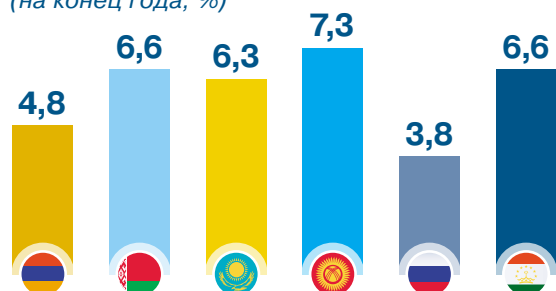
2021 г. станет периодом сильного восстановительного роста экономик государств – участников ЕАБР. Ослабление мер социальной изоляции и улучшение внешних условий станут ключевыми факторами усиления потребительского и инвестиционного спроса. В Армении, Кыргызстане и Таджикистане дополнительным фактором роста будет увеличение денежных переводов трудовых мигрантов. ЕАБР прогнозирует повышение агрегированного ВВП стран региона на 3,3% в 2021 г. – после сокращения на 3% в 2020 г. Экономики Казахстана и России вырастут на 4% и 3,3% соответственно по итогам текущего года и выйдут на докризисные уровни в конце 2021 – начале 2022 г. В Армении и Кыргызстане восстановление экономической активности займет больше времени и завершится в течение 2022 г. Длительность процесса во многом объясняется глубиной спада в 2020 г., ограниченными возможностями бюджетного стимулирования и повышенными политическими рисками. Рост ВВП Армении в 2021 г. прогнозируется в размере 3,3%, Кыргызстана – 3,9%. Экономическая активность в Беларуси в 2021–2022 гг. будет оставаться на уровнях ниже докризисных. Рост ВВП страны в 2021 г. прогнозируется на 0,1%, а ограничивать его будут повышенная неопределенность и ухудшение экономических настроений.

Прогноз экономического роста стран – участниц ЕАБР

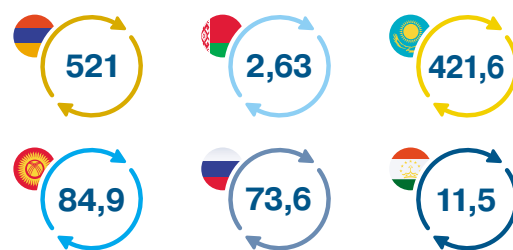
2021



Инфляция (на конец года, %)



Курс к долл. США (в среднем за год)



Источник: расчеты ЕАБР

Значительное ускорение инфляции в странах – участницах Банка будет временным, инфляция замедлится во второй половине 2021 г. В конце прошлого года рост потребительских цен на евразийском пространстве превысил целевые ориентиры большинства национальных/центральных банков. Главной причиной стало существенное общемировое повышение стоимости продовольственных товаров. Под влиянием этого фактора инфляция в странах региона операций Банка остается высокой в начале текущего года. Дополнительное давление на цены оказывают вызванные пандемией нарушения в цепочках поставок и затраты на противоэпидемические мероприятия. В базовом сценарии прогноза мы ожидаем, что влияние всех этих факторов на потребительские цены постепенно уменьшится в течение 2021 г. В сочетании со стабилизацией динамики курсов национальных валют это будет способствовать снижению инфляции в странах региона к концу 2021 г. Темп прироста индекса потребительских цен по итогам 2021 г. в Армении прогнозируется в размере 4,8%, в Беларуси – 6,6%, в Казахстане – 6,3%, в Кыргызстане – 7,3%, в России – 3,8%, в Таджикистане – 6,6%.

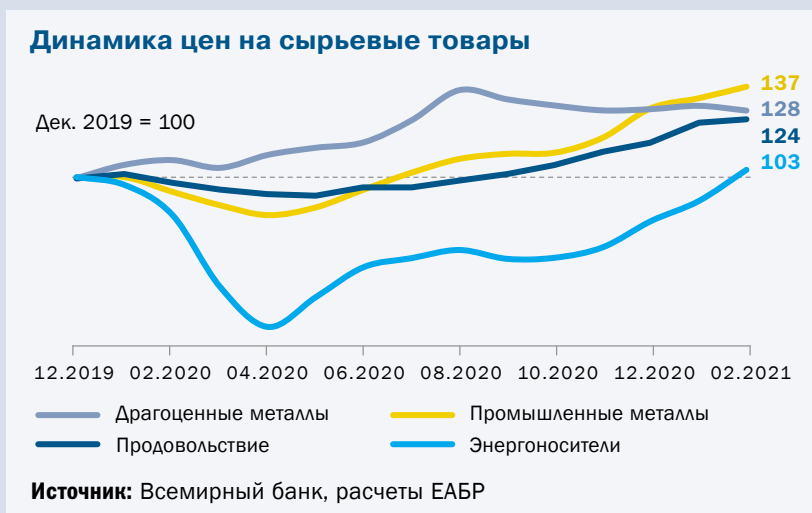
Динамика курсов валют стран – участниц ЕАБР к доллару стабилизируется в 2021 г. В начале текущего года курсы валют стран региона операций Банка остаются достаточно устойчивыми к доллару. Поддержку национальным валютам оказывает рост нефтяных котировок. Средний курс российского рубля к доллару прогнозируется по итогам 2021 г. около 73,6, а казахстанского тенге к доллару – 421,6.

Мы ожидаем сохранения стимулирующей денежно-кредитной политики в большинстве государств региона в 2021 г. на фоне уменьшения масштабов бюджетной поддержки. Неустойчивость процесса экономического восстановления и высокая неопределенность его развития требуют поддержания мягких денежно-кредитных условий. В то же время ускорение инфляции в странах – участницах Банка и повышение инфляционных ожиданий практически не оставляют пространства для снижения ключевых ставок центральными/ национальными банками. Мы ожидаем, что денежно-кредитные регуляторы сохранят баланс между поддержкой деловой активности и сдерживанием роста цен. Средний уровень ставки межбанковского рынка в Армении прогнозируется в 2021 г. около 6,2%, в Беларуси – 8,3%, в Казахстане – 8,4%, в Кыргызстане – 4,0%, в России – 4,6%. Большинство стран региона планируют шаги по сокращению бюджетных дефицитов и ограничению роста государственного долга.

Мы ожидаем сильного восстановительного роста, но принимаем во внимание и риски для его реализации. Ключевые факторы неопределенности – дальнейший ход пандемии COVID-19 и траектория посткризисного восстановления мировой экономики. Вакцинация населения в мире идет неравномерно и, в большинстве стран, не быстро. Она сможет оказать значимое влияние на скорость распространения инфекции не ранее середины года. Нельзя исключать новых волн заболевания коронавирусом в мире и в регионе операций Банка. Кроме того, сохраняется высокая неопределенность относительно влияния пандемии на темпы роста потенциального ВВП отдельных экономик, в том числе крупных. Принимая во внимание эти угрозы, ЕАБР оценил рискованный сценарий прогноза, предполагающий медленное восстановление мировой экономики. При его реализации рост глобального ВВП в 2021 г. сложится на 1,1 п.п. ниже, чем в базовом сценарии, в 2022 г. – на 1,6 п.п. ниже и останется на 1 п.п. ниже в дальнейшем. Средняя цена нефти марки Urals при таком развитии событий составит 44 долл. США за баррель в 2021 г.

Экономики стран – участниц ЕАБР в 2021 г. будут восстанавливаться даже при реализации рискованного сценария, но более медленными темпами. Рост ВВП России в 2021 г. составит 1,9% в рискованном сценарии – на 1,4 п.п. меньше в сравнении с базовым. Экономика Казахстана в рискованном сценарии вырастет на 1,8 п.п. меньше, чем предполагает базовый прогноз, – на 2,2%. Валюты стран в регионе операций Банка окажутся под давлением из-за роста глобальной неопределенности и ухода инвесторов в «защитные» активы. Инфляционные риски увеличатся вследствие ослабления национальных валют, повышения инфляционных ожиданий и сохранения затруднений с поставками товаров. Пространство для денежно-кредитного стимулирования в таких условиях уменьшится, а возрастание угроз для долговой устойчивости сделает проблематичной поддержку экономик средствами налогово-бюджетной политики.

«С середины прошлого года наметилась глобальная тенденция инфляции активов. По итогам февраля цены на все ключевые группы сырьевых товаров превысили свой докризисный уровень. Продовольствие с декабря 2019 г. подорожало на 24% – его стоимость сейчас максимальна с 2013 г. Цены на промышленные металлы за этот период повысились на 37,5% – металлы не стоили так дорого с 2011 г. Стартовав с металлов и продовольствия, инфляция активов впоследствии распространилась и на энергоносители. С начала текущего года нефть подорожала более чем на 20%, ее цена достигла докризисных значений.



Конечно, такой сильный рост сырьевых цен во многом объясняется временными факторами. Это и сбои поставок, и разрывы производственных цепочек из-за пандемии, и быстрое восстановление китайской экономики. С течением времени повышательное воздействие этих факторов на сырьевые цены будет уменьшаться, и их рост замедлится. Именно такое развитие событий заложено в базовый сценарий прогноза ЕАБР. Но прежде всего это следствие сверхмягкой денежно-кредитной политики крупнейших мировых центральных банков, а этот фактор будет иметь достаточно длительный характер.

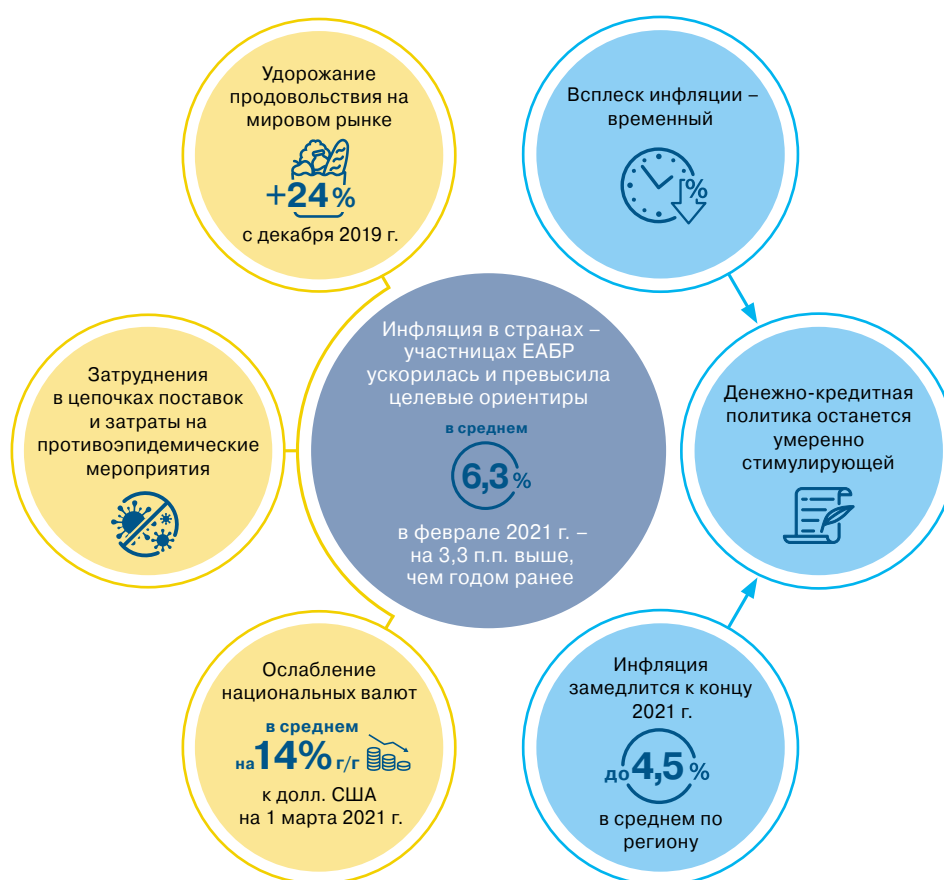
Для евразийского региона, поставляющего сырье на мировой рынок, удорожание металлов и энергоресурсов является в целом позитивным фактором. Увеличиваются поступления от экспорта, растут доходы государственных бюджетов, улучшаются экономические настроения. Конечно, эти положительные эффекты в большей степени характерны для России и Казахстана, где сырьевой сектор составляет значительную часть экономики.

Тем не менее благодаря тесным интеграционным экономическим и финансовым связям эти эффекты распространятся и на другие страны – участницы ЕАБР. Как показало исследование ЕАБР, даже временное повышение цены на нефть на 10% за год способно обеспечить 0,14 п.п. дополнительного роста агрегированного ВВП стран – участниц Банка (ЕАБР, 2019).

Отдельно стоит рассматривать стремительное удорожание продовольствия на мировом рынке. Мы уделяем большое внимание этому фактору в макрообзоре, так как именно он стал ключевым в ускорении инфляции в странах региона операций ЕАБР в конце прошлого – начале этого года. В феврале ее средний уровень достиг 6,3% – это на 3,3 п.п. выше, чем годом ранее. Как мы указываем в макрообзоре, всплеск инфляции будет временным и рост цен замедлится во втором полугодии текущего года. Мы ожидаем, что денежно-кредитные регуляторы будут осторожны в принятии решений относительно ужесточения политики и в текущем году она останется умеренно стимулирующей в большинстве стран – участниц Банка. Вместе с тем риски устойчивого повышения инфляции в регионе достаточно высоки, и их следует принимать во внимание. В случае их реализации потребуются более жесткая денежно-кредитная политика для обеспечения ценовой стабильности, что может привести к замедлению скорости посткризисного восстановления экономической активности».

Евгений Винокуров,
главный экономист ЕАБР и ЕФСР

Инфляция: факторы и перспективы



Источник: расчеты ЕАБР

ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

Текущая ситуация

Деловая активность в мире в начале 2021 г. продолжает восстанавливаться, несмотря на распространение коронавируса. Глобальный сводный PMI составил 52,3 в январе и 53,2 пункта в феврале. Деловая активность расширяется в таких крупных экономиках, как США, Китай и Австралия.¹ Снижение активности отмечается в еврозоне и Великобритании, где действуют более жесткие карантинные ограничения, которые негативным образом сказываются на функционировании сферы услуг. Тем не менее сокращение выпуска в европейских странах в начале текущего года заметно меньше по сравнению с наблюдавшимся во время первой волны.² Это указывает на адаптацию населения и бизнеса к действующим мерам социальной изоляции. В отраслевом разрезе в начале 2021 г. растет выпуск в промышленности и предоставлении финансовых услуг. В секторе потребительских услуг активность продолжает сокращаться.

Цены на сырье растут в начале 2021 г. Котировки нефти Urals в начале марта превысили отметку в 65 долл. США за баррель, увеличившись более чем на 20% с начала текущего года. Динамику нефтяных цен поддерживают несколько факторов: оптимизм на рынках, связанный с началом кампании вакцинации, и соблюдение договоренностей ОПЕК+ по ограничению добычи. Стоимость продовольствия в начале текущего года продолжила увеличиваться высокими темпами, в первую очередь растут цены на зерновые, сахар и растительные масла.³ Динамика цен на них во многом определяется сокращением предложения, сбоями поставок из-за пандемии, высоким спросом со стороны Китая. Активное восстановление китайской экономики также выступает ключевым фактором роста цен на промышленные металлы.⁴ Стоимость золота в феврале составила 1 808 долл. США за унцию, снизившись на 59 долл. США по сравнению с январем на фоне повышения интереса инвесторов к рисковому активам.

Инфляция в еврозоне и США в начале 2021 г. повысилась, но оставалась ниже целевых уровней. Темп прироста потребительских цен в феврале достиг 0,9% г/г в еврозоне (минус 0,3% г/г в декабре 2020 г.) и 1,7% г/г в США (1,36% г/г). Повышение инфляции во многом объясняется ростом котировок энергоносителей на мировом рынке, а также вызванными пандемией разрывами в производственных цепочках и издержками по транспортировке. Несмотря на усиление инфляционного давления, ФРС США и ЕЦБ сохраняют чрезвычайно мягкую денежно-кредитную политику, реализуя масштабные программы покупки активов и удерживая ключевые ставки на

¹ Сводный PMI США составил 59,5 пункта в феврале и 58,7 в январе, Китая – 51,7 и 52,2 соответственно, Австралии – 53,7 и 55,9.

² Сводный PMI еврозоны составил 48,8 пункта в феврале и 47,8 в январе, Великобритании – 49,6 и 41,2 соответственно. В марте, апреле и мае 2020 г. показатели составляли соответственно 29,7, 13,6 и 31,9 в еврозоне и 36, 13,8 и 30 в Великобритании.

³ Индекс цен на продовольствие Всемирного банка увеличился на 26,2% г/г в феврале и на 20,6% г/г в январе.

⁴ Индекс цен на металлы Всемирного банка увеличился на 45,9% г/г в феврале и на 32,4% г/г в январе.

исторически минимальных уровнях. Это объясняется необходимостью поддержки процесса восстановления экономик и вероятным ослаблением инфляционных факторов, спровоцированных пандемией, по мере ее «затухания».

Прогноз

Таблица 1. 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	55	1 858	5,5	4,3	8,5
2022	57	1 856	3,6	4,6	5,7
2023	59	1 748	2,0	2,1	5,4

Источник: расчеты ЕАБР

Мировая экономика будет восстанавливаться в 2021–2022 гг. Базовый сценарий прогноза ЕАБР предполагает снижение темпов распространения коронавируса в мире со II квартала 2021 г., чему будет способствовать начавшаяся кампания вакцинации. Карантинные ограничения в крупнейших мировых экономиках будут ослаблены. Наряду с сохранением стимулирующей фискальной и монетарной политики это поспособствует восстановлению потребительского и инвестиционного спроса, а также международной торговли. Ограничивать скорость восстановления мировой экономики будут вероятное сохранение социального дистанцирования, повышенная неопределенность после снятия ограничений, а также растянутое во времени влияние пересмотра бизнес-планов на инвестиции. В базовом сценарии прогноза предполагается рост ВВП США на 5,5% в 2021 г., еврозоны – на 4,3%, Китая – на 8,5%.

Цена на нефть сложится вблизи 60 долл. США за баррель в среднесрочной перспективе. Нефтяные котировки получают поддержку со стороны увеличения спроса на энергоресурсы, к чему приведет восстановление мировой экономики. Вместе с тем рост спроса на сырье позволит странам ОПЕК+ нарастить предложение нефти, что выступит балансирующим фактором. В целом цена нефти вблизи 60 долл. США за баррель является комфортной для стран региона операций ЕАБР. В базовом сценарии предполагается замедление в течение 2021 г. темпов роста цен на продовольствие и промышленные металлы после всплеска во второй половине прошлого – начале текущего года. К этому приведут уменьшение вызванных пандемией перебоев с поставками и завершение активной фазы восстановления китайской экономики. Цены на золото продолжит поддерживать стимулирующая денежно-кредитная политика ведущих центральных банков. Тем не менее в базовый сценарий прогноза ЕАБР заложено постепенное уменьшение стоимости драгоценного металла по мере ослабления рисков для мировой экономики.

Инфляция в еврозоне и США увеличится в 2021 г. Постепенное восстановление деловой активности, повышение цен на энергоресурсы и эффекты удорожания продовольствия на мировом рынке в конце прошлого – начале текущего года станут ключевыми факторами ускорения

инфляции. ЕАБР прогнозирует среднегодовой рост индекса потребительских цен в еврозоне в размере 1,4% в 2021 г. В 2022 г. ожидается замедление инфляции в еврозоне до 1% в среднем за год вследствие исчерпания проинфляционных эффектов продовольственных цен. В дальнейшем прогнозируется постепенное приближение показателя к цели ЕЦБ – около, но ниже 2%. Темп прироста дефлятора расходов на конечное потребление домашних хозяйств в США прогнозируется на уровне 2,1% в среднем за 2021 г. Мы ожидаем, что инфляция в США будет сохраняться несколько выше 2% и в 2022–2023 гг. – на фоне существенных бюджетных стимулов и чрезвычайно мягкой денежно-кредитной политики.

Ключевые процентные ставки в еврозоне и США останутся на текущих уровнях в среднесрочной перспективе. В базовом сценарии мы ожидаем, что монетарные регуляторы развитых стран в 2021–2023 гг. продолжат поддерживать экстремально мягкие денежно-кредитные условия для содействия процессу восстановления деловой активности. Постепенное уменьшение объемов покупки активов со стороны ФРС США и ЕЦБ возможно в течение 2022 г. при устойчивой траектории возврата экономик еврозоны и США к состоянию равновесия.

Риски

Сохраняется вероятность медленного восстановления мировой экономики. Причиной тому могут стать затруднения с массовой вакцинацией, появление новых штаммов коронавируса или сильные негативные вторичные эффекты пандемии. Кроме того, остается высокая неопределенность относительно влияния пандемии на темпы роста потенциального ВВП отдельных экономик, в том числе крупных. В связи с этим рискованный сценарий ЕАБР предполагает более медленное восстановление мировой экономики в среднесрочной перспективе и большее снижение потенциала экономического роста в сравнении с базовым прогнозом. Рост мирового ВВП в 2021 г. сложится на 1,1 п.п. ниже, чем в базовом сценарии, в 2022 г. – ниже на 1,6 п.п. и останется на 1 п.п. ниже в дальнейшем.

Медленное восстановление мировой экономики приведет к снижению цен на сырьевые товары. В рисковом сценарии прогноза ЕАБР средняя цена нефти марки Urals ожидается в размере 44 долл. США за баррель в 2021 г. и 40 долл. США в 2022–2023 гг. На более низких уровнях сложатся и цены промышленных металлов, в то время как золото получит поддержку из-за своего статуса «защитного» актива. Инфляция в еврозоне и США в рисковом сценарии прогнозируется существенно ниже целевых ориентиров в среднесрочной перспективе из-за слабой экономической активности и падения стоимости энергоносителей.

Существует вероятность более быстрого восстановления глобальной экономической активности по сравнению с базовым сценарием прогноза ЕАБР. Это станет возможным при условии высокой скорости и эффективности кампании массовой вакцинации. Такое развитие событий будет способствовать быстрому отказу от ограничений и социального дистанцирования, что ослабит вторичные эффекты пандемии. Цены на нефть и промышленные металлы продолжат расти и останутся выше уровней, заложенных в базовый сценарий прогноза ЕАБР.

СТРАНЫ – УЧАСТНИЦЫ ЕАБР

Таблица 2. Основные макроэкономические показатели (базовый сценарий)

Показатель	2018	2019	2020	2021П	2022П	2023П
Страны – участницы ЕАБР						
Агрегированный реальный ВВП, % г/г	3,0	2,3	-3,0	3,3	2,7	2,7
Республика Армения						
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	5,2	7,6	-7,6	3,3	4,3	5,3
Инфляция (на конец периода), % г/г	1,8	0,7	3,7	4,8	3,0	3,2
Ставка МБК (в среднем за год), %	6,1	5,8	5,1	6,2	6,6	6,8
Курс национальной валюты к доллару США (в среднем за год)	483	480	489	521	511	508
Республика Беларусь						
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	3,1	1,4	-0,9	0,1	0,7	1,5
Инфляция (на конец периода), % г/г	5,6	4,7	7,4	6,6	5,2	4,7
Ставка МБК (в среднем за год), %	10,7	10,1	7,8	8,3	8,4	8,2
Курс национальной валюты к доллару США (в среднем за год)	2,04	2,09	2,43	2,63	2,68	2,74
Республика Казахстан						
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	4,1	4,5	-2,6	4,0	4,5	5,1
Инфляция (на конец периода), % г/г	5,3	5,4	7,5	6,3	5,0	4,8
Ставка TONIA (в среднем за год), %	8,4	8,4	9,0	8,4	7,9	7,6
Курс национальной валюты к доллару США (в среднем за год)	344,7	382,8	413,0	421,6	424,8	430,0
Кыргызская Республика						
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	3,8	4,6	-8,6	3,9	5,5	3,7
Инфляция (на конец периода), % г/г	0,5	3,1	9,7	7,3	4,1	4,8
Ставка РЕПО-7 дней (в среднем за год), %	2,2	3,0	3,6	4,0	5,0	6,3
Курс национальной валюты к доллару США (в среднем за год)	68,8	69,8	77,3	84,9	85,2	85,7
Российская Федерация						
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	2,8	2,0	-3,1	3,3	2,5	2,5
Инфляция (на конец периода), % г/г	4,3	3,0	4,9	3,8	3,7	4,0
Ставка MIACR (в среднем за год), %	7,1	7,2	4,9	4,6	5,0	5,2
Курс национальной валюты к доллару США (в среднем за год)	62,5	64,7	71,9	73,6	71,4	72,5
Республика Таджикистан						
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	7,6	7,4	4,5	6,1	7,5	7,1
Инфляция (на конец периода), % г/г	5,4	8,0	9,4	6,6	5,1	5,8
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	14,2	13,8	11,5	11,0	10,6	10,0
Курс национальной валюты к доллару США (в среднем за год)	9,2	9,5	10,3	11,5	11,9	12,3

Источник: национальные ведомства стран – участниц ЕАБР, расчеты ЕАБР

РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ

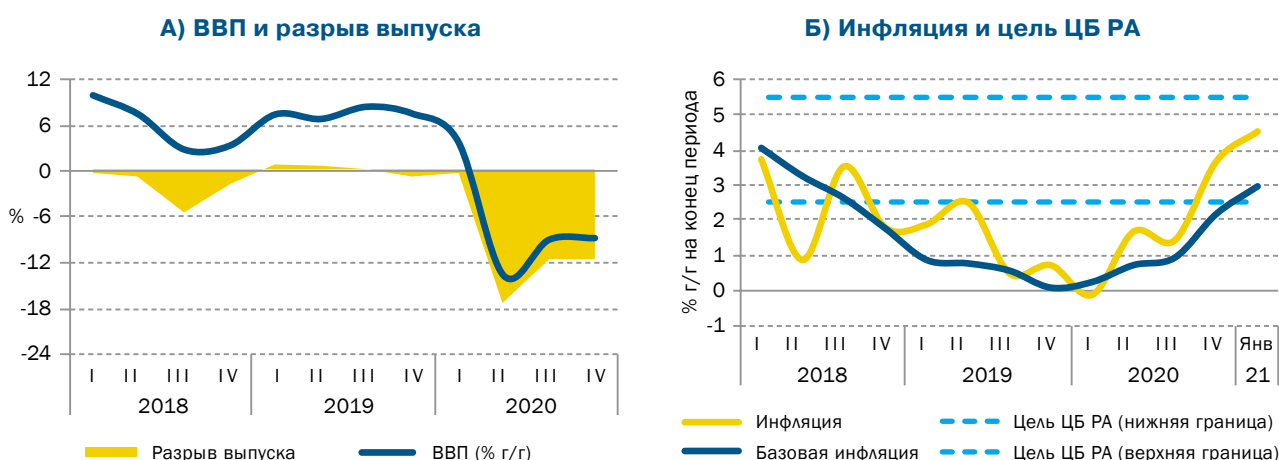
Текущая ситуация

Экономическая активность

ВВП Армении в 2020 г. сократился на 7,6% под влиянием негативных последствий пандемии COVID-19 и военного положения в стране (рисунок 1.А). Потребительский спрос снизился вследствие действия мер социальной изоляции, сокращения денежных переводов из-за рубежа и замедления роста кредитования домашних хозяйств. Инвестиционная активность ослабла в том числе из-за сокращения объемов строительства. Военные действия и неопределенность негативно отразились на потребительской и инвестиционной активности. Согласно расчетам ЕАБР, отрицательный вклад в рост ВВП потребительского спроса и инвестиций в основной капитал составил 11,6 п.п. и 1,4 п.п. соответственно (сокращение на 14% г/г и 8,6% г/г). Деловую активность поддержали меры экономического содействия со стороны правительства и стимулирующая денежно-кредитная политика. Вклад государственного потребления и чистого экспорта в рост ВВП в 2020 г. оценивается положительным в размере 1,9 п.п. и 4,6 п.п. соответственно. Рост потенциального ВВП Армении снизился с 4,0–4,5% до 3,0% в год.

Сфера услуг испытала в 2020 г. наибольший спад из-за карантинных ограничений на туризм и социальное взаимодействие. Сильнее других снизилась активность в торговле и транспортном секторе, гостиничном и ресторанном бизнесе, в сфере культуры, развлечений и отдыха. Отрицательный вклад сферы услуг в рост ВВП составил 5,3 п.п. в прошлом году. Положительную динамику продемонстрировали сектора информационных технологий (создание программного обеспечения) и финансовых услуг. Выпуск обрабатывающей промышленности сократился в основном за счет спада производства табачной продукции, напитков и ювелирных изделий. Добыча металлических руд и производство металлов поддержали промышленное производство. Этому способствовали восстановление экономики Китая и рост цен на медь. Отрицательный вклад строительства в рост ВВП составил 0,4 п.п. – в основном из-за снижения объемов строительства за счет финансовых средств населения. Выпуск сельского хозяйства в 2020 г. сократился из-за спада урожая фруктов и снижения производства продукции молока (вклад в рост ВВП составил минус 0,5 п.п.).

Индекс экономической активности в начале текущего года сократился на 7,5% г/г. Потребительский и инвестиционный спрос оставался слабым на фоне высокой неопределенности и напряженной внутривнутриполитической ситуации. Сокращение доходов частного сектора, ослабление потребительского кредитования, а также сложная эпидемиологическая обстановка за рубежом продолжили ограничивать экономическую активность.

Рисунок 1. Экономическая активность и инфляция в Армении

Источник: Армстат, расчеты ЕАБР

Инфляция

Инфляция продолжила ускоряться в начале 2021 г. и достигла 4,5% г/г в январе (после 3,7% г/г в декабре 2020 г.) (рисунок 1.Б). Это связано преимущественно с повышением стоимости продовольственных товаров – они подорожали на 6,8% г/г из-за роста мировых цен. Ослабление драма в конце 2020 г. и возросшие инфляционные ожидания продолжают влиять на рост потребительских цен. В марте ЕАБР прогнозирует ускорение инфляции до 5,3%. Повышение тарифов на электроэнергию, в свою очередь, повлияет на годовые темпы роста цен.

Внеэкономический сектор

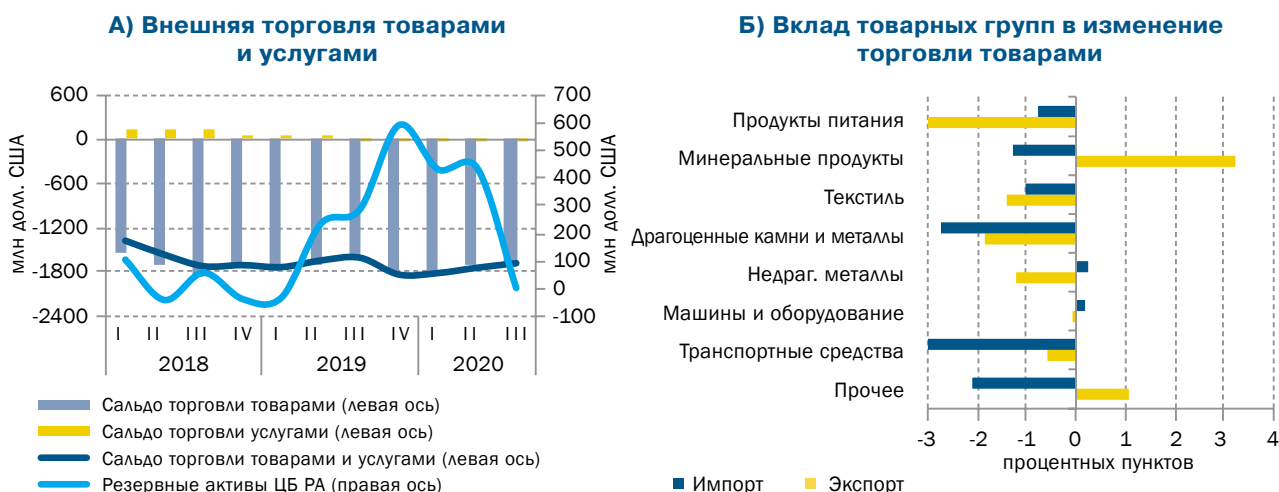
Внешнеторговый оборот товаров сократился на 13,2% в 2020 г. из-за негативного влияния пандемии COVID-19. Импорт товаров снизился на 17,7%, а экспорт – на 3,9%. В результате опережающего сокращения импорта сальдо внешней торговли товарами улучшилось – с 4,2 млрд долл. США в 2019 г. дефицит уменьшился до 2 млрд долл. США в 2020 г. Данные девяти месяцев 2020 г. показывают снижение экспорта услуг на 53% г/г, а импорта – на 58% г/г, что связано с сокращением поездок и пассажирских перевозок в условиях закрытых границ и напряженной санитарно-эпидемиологической ситуации (рисунок 2.А).

Значительное снижение объемов импортируемых товаров прежде всего связано со снижением спроса на автомобили. Сокращение импорта транспортных средств составило 74,4% г/г. Его отрицательный вклад в динамику импорта, по расчетам ЕАБР, составил 10,2 п.п. На фоне спада инвестиций значительно сократился также импорт драгоценных камней и металлов. Снижение экспорта обусловлено экономическим спадом в странах-партнерах и сокращением промышленного производства в условиях ограничений из-за коронавируса и военных действий в Нагорном Карабахе в IV квартале 2020 г. Поддержку экспорту оказало увеличение поставок за рубеж минеральных продуктов (на 11,5% г/г в 2020 г.) на фоне роста цен на медь и восстановления спроса в Китае (рисунок 2.Б).

На страны ЕАЭС в 2020 г. приходилось 31,7% объема внешней торговли товарами Армении. Доля государств Союза увеличилась на 3,4 п.п. по сравнению с 2019 г. Армянский экспорт в ЕАЭС сократился на 8,3% в 2020 г., в то время как импорт из Союза увеличился на 0,1% за счет повышения объемов поставок из Казахстана (в два раза) и Беларуси (на 18% г/г). Торговля Армении с ЕАЭС сосредоточена на России – на нее приходится 96% объема операций со странами Союза.

Прямые иностранные инвестиции в экономику Армении на чистой основе составили 144 млн долл. США по итогам девяти месяцев 2020 г. Это на 6,2 млн долл. США меньше, чем годом ранее. Относительно ВВП приток ПИИ составил 1,6%, почти не изменившись по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. На динамику ПИИ повлияло ухудшение бизнес-климата на фоне пандемии. Негативное влияние на инвестиции в текущем году окажет неопределенность, связанная с развитием внешне- и внутривнутриполитической ситуации.

Рисунок 2. Внешняя торговля Республики Армения



Примечание: на рисунке 2.А сальдо внешней торговли представлено в виде скользящей суммы четырех кварталов.

Источник: Армстат, ЦБ РА, расчеты ЕАБР

Состояние внутреннего валютного рынка ухудшилось в конце 2020 г., несмотря на улучшение сальдо внешней торговли. Чистый спрос на иностранную валюту составил 53 млн долл. США в декабре 2020 г. после чистого предложения 8,0 млн долл. США в декабре 2019 г.⁵ Изменение сальдо рынка связано с резким ростом спроса на иностранную валюту с октября 2020 г. из-за высокого уровня неопределенности. По итогам 2020 г. реальный эффективный курс драма укрепился на 1,6% г/г в условиях ускорения инфляции в Армении по сравнению с большинством стран – основных торговых партнеров.

⁵ По итогам IV квартала 2020 г. чистый спрос на иностранную валюту повысился до 165 млн долл. США с 41 млн долл. США в аналогичном периоде прошлого года.

Армянский драм в январе 2021 г. ослаб к основным валютам (за исключением российского рубля). Снижение стоимости национальной валюты к доллару США в январе 2021 г. составило 8,8% г/г, к евро – 19,1% г/г, а укрепление к российскому рублю – 9,5% г/г. Девальвация драма связана с сохранением чистого спроса на иностранную валюту на внутреннем рынке. В феврале 2021 г. он составил 35,8 млн долл. США – после чистого предложения 12,2 млн в феврале 2020 г. Это может указывать на сохранение девальвационных ожиданий в ближайшем периоде.

Валютные резервы Республики Армения на 1 февраля 2021 г. составили 2,4 млрд долл. США. За год они снизились на 0,3 млрд долл. США в связи с обслуживанием государственного долга и использованием банками своих денежных средств, а также в результате продажи валюты ЦБ РА.

Налогово-бюджетный сектор

Государственный бюджет Республики Армения исполнен с дефицитом в размере 5,4% ВВП по итогам 2020 г. В 2019 г. дефицит составлял 1,0% ВВП (рисунок 3.А). Увеличение отрицательного сальдо бюджета объясняется опережающим по сравнению с доходами ростом расходов правительства (на 5,8 п.п. – до 30,6% ВВП). Это связано с финансированием мер по борьбе с негативными экономическими и социальными последствиями вспышки коронавируса, а также с военными действиями. Доля доходов государственного бюджета увеличилась на 1,4 п.п. – до 25,2% ВВП. Рост доходов был ограничен слабой экономической активностью, ухудшением состояния финансовых результатов предприятий, сокращением стоимостных объемов импорта, а также налоговыми послаблениями, предоставленными правительством в рамках контрциклической фискальной политики в прошлом году.

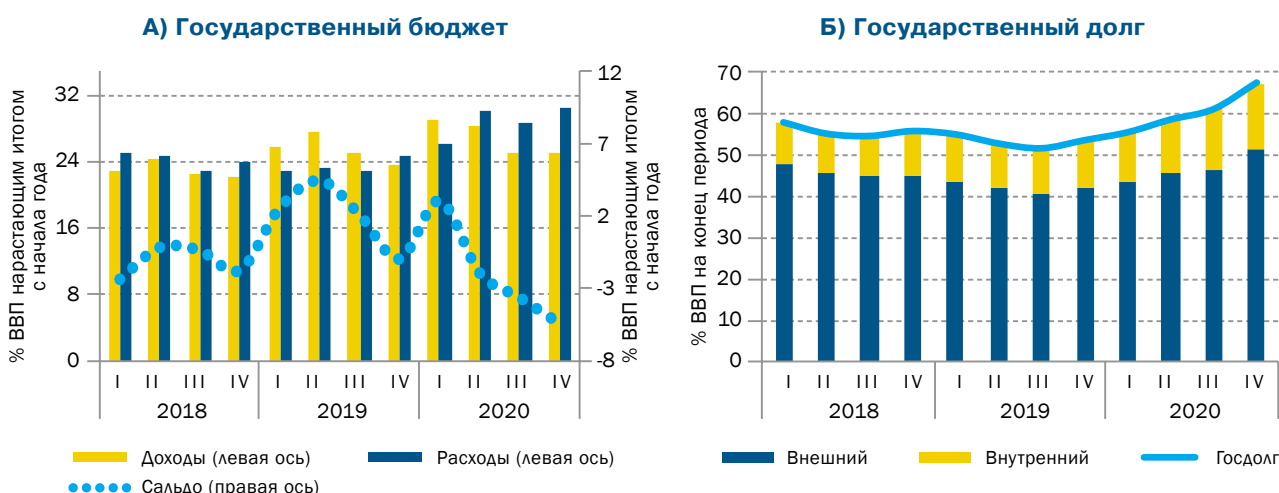
Объем государственной поддержки экономики в 2020 г. оценивается в 237,9 млрд драмов – 3,8% ВВП. Основной объем (2,4% ВВП) поддержки был нацелен на экономическое содействие предприятиям (субсидирование процентных ставок и рефинансирование кредитов, сохранение рабочих мест), социальную поддержку населения и долгосрочные программы восстановления экономики. Остальная часть была направлена на дополнительное финансирование расходов в сфере здравоохранения и налоговые послабления. Налогово-бюджетная политика оказала стимулирующее влияние на экономическую активность в 2020 г.

Государственный долг за 2020 г. увеличился на 13,8 п.п. и достиг 67,3% ВВП на начало 2021 г. Рост долговой нагрузки объясняется наращиванием как внешних обязательств – на 8,0 п.п. ВВП, так и государственных облигаций резидентам – на 5,2 п.п. ВВП (рисунок 3.Б). В 2020 г. Республика Армения привлекла 0,34 млрд долл. США, главным образом за счет кредита МВФ (0,3 млрд долл. США). На начало 2021 г. почти 75% государственного долга номинировано в иностранной валюте. В условиях, когда уровень правительственного долга превышает 60% ВВП, возможности наращивания текущих расходов государства в среднесрочной перспективе ограничены фискальными правилами.⁶

⁶ Согласно закону РА о бюджетной системе, 1) если государственный долг превышает 40% ВВП – капитальные затраты должны быть не меньше общего дефицита; 2) если государственный долг составляет от 50 до 60% ВВП – действует предыдущее правило и темпы роста текущих расходов должны быть меньше исторического роста номинального ВВП; 3) если государственный долг превышает 60% – применяются два предыдущих правила, а текущие расходы должны быть ограничены суммой налоговых поступлений. Постановлением правительства могут быть определены исключительные и форс-мажорные обстоятельства нарушения правил.

Минфин Армении разместил новые валютные государственные облигации в начале 2021 г. Еврооблигации на сумму 750 млн долл. США со сроком погашения 10 лет были выпущены с доходностью 3,8% годовых – самой низкой среди доходностей предыдущих выпусков на международных рынках. Спрос со стороны инвесторов превысил 2,5 млрд долл. США. Агентство Moody's присвоило еврооблигациям кредитный рейтинг Вa3 со «стабильным» прогнозом. Премия за риск Армении на международных финансовых рынках снизилась в начале текущего года по сравнению с ее уровнем во время военных действий в прошлом году.

Рисунок 3. Показатели налогово-бюджетного сектора Армении



Примечания: 1) на рисунке 3.А представлена динамика государственного бюджета Республики Армения; 2) на рисунке 3.Б представлена динамика государственного долга.

Источник: Минфин РА, Армстат, расчеты ЕАБР

Денежно-кредитный сектор

Центральный банк повысил ставку рефинансирования до 5,5% годовых в феврале 2021 г. В течение прошлого года ЦБ РА четыре раза снижал ставку рефинансирования, доведя ее до 4,25% годовых в условиях слабого спроса и низкой инфляции. В декабре 2020 г., когда рост цен на международных сырьевых и товарных рынках привел к формированию инфляционного давления в экономике, регулятор повысил ставку рефинансирования на 1,0 п.п. – до 5,25% годовых на фоне ускорения инфляции и повышенной страновой премии за риск.

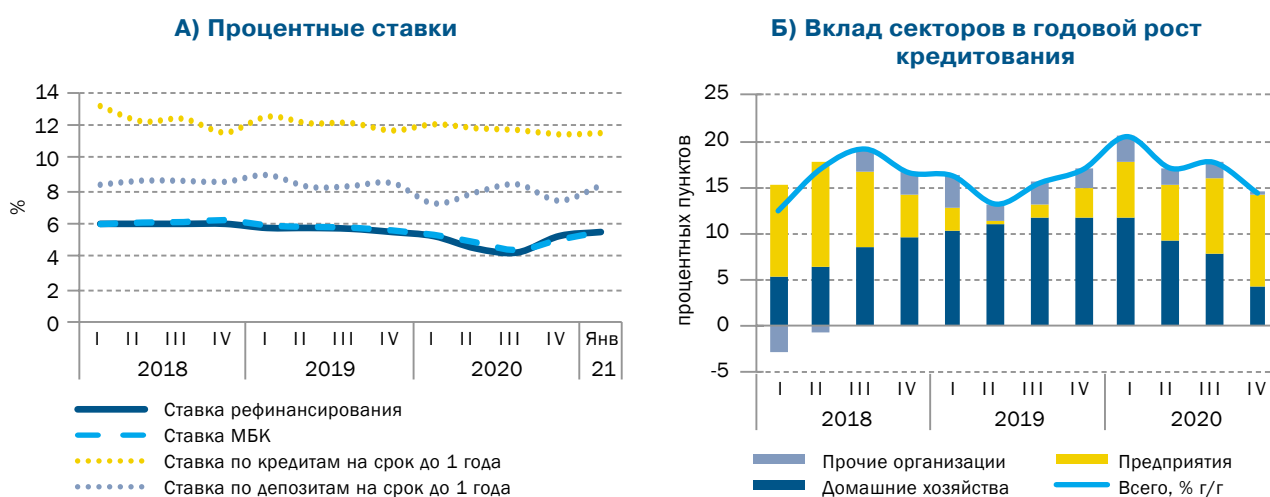
Стоимость краткосрочных активов финансового рынка повысилась в начале 2021 г. (рисунок 4.А). Ставки банковских кредитов имели относительно стабильную динамику в течение прошедшего года, несмотря на уменьшение ставки рефинансирования. Волатильность ставок по депозитам возрастала по мере ухудшения экономической активности. Во II и III кварталах 2020 г. наблюдался отток банковских вкладов (в основном валютных вкладов домашних хозяйств). В конце прошлого – начале текущего года депозиты начали расти, реагируя на повышение ставки рефинансирования.

Снижение экономической активности в 2020 г. отрицательно повлияло на динамику банковского кредитования. Рост потребительского кредитования замедлился до 1,4% г/г

в декабре прошлого года (30,6% г/г в 2019 г.). Доля необслуживаемых кредитов в общем объеме увеличилась на 1,1 п.п. – до 6,6% по итогам 2020 г. Это произошло преимущественно за счет роста просроченных потребительских и ипотечных займов. Меры государственной поддержки предприятий способствовали кредитованию бизнеса, обеспечив его увеличение на 23,1% г/г. Ускорились темпы кредитования организаций промышленности, сельского хозяйства, транспорта и строительства. Общий темп роста выдачи кредитов резидентам составил 15,2% г/г в 2020 г. (18,0% г/г в 2019 г.) (рисунок 4.Б). Слабость кредитования домашних хозяйств выступит сдерживающим потребительский спрос фактором в краткосрочной перспективе.

Валютизация банковских вкладов в Армении снизилась в 2020 г. На 1 января 2021 г. 42,3% депозитов и 49% кредитов номинированы в иностранной валюте. За год валютизация вкладов снизилась на 2,3 п.п., а валютизация кредитов оставалась без значительных изменений.

Рисунок 4. Показатели денежно-кредитного сектора Армении



Примечание: на рисунке 4.Б представлена динамика вклада выдачи кредитов предприятиям, домашним хозяйствам и прочим финансовым и некоммерческим организациям.

Источник: ЦБ РА, расчеты ЕАБР

Прогноз

Таблица 3. Основные макроэкономические показатели Армении (базовый сценарий)

Показатель	2018	2019	2020	2021П	2022П	2023П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	5,2	7,6	-7,6	3,3	4,3	5,3
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	1,8	0,7	3,7	4,8	3,0	3,2
Ставка МБК в драмах (% годовых в среднем за год)	6,1	5,8	4,8	6,2	6,6	6,8
Курс армянского драма к доллару США (в среднем за год)	483	480	489	521	511	508

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР

Ключевые предпосылки

Уменьшение заболеваемости COVID-19 в течение 2021 г. В базовом сценарии прогноза мы ожидаем постепенного смягчения санитарных требований внутри страны и за рубежом. Это будет способствовать восстановлению деловой активности в странах – торговых партнерах Армении.

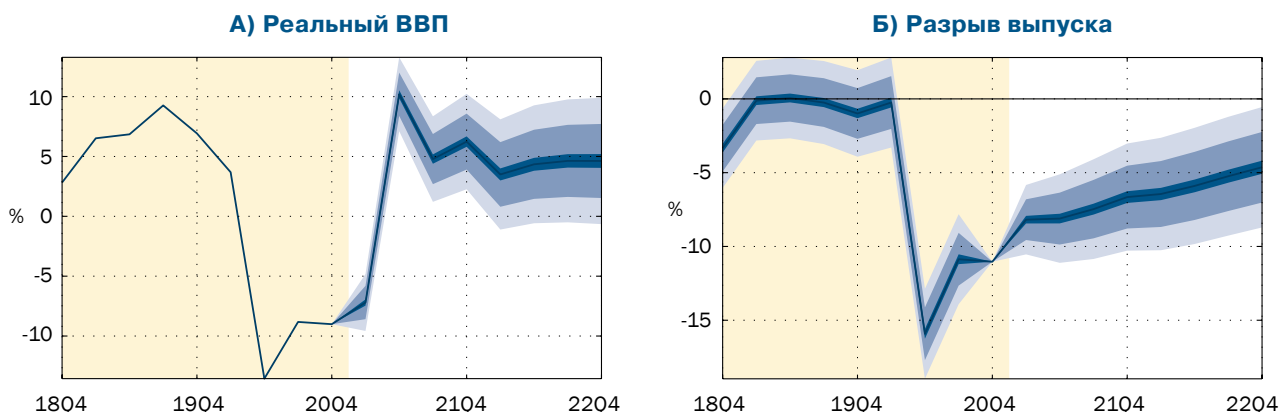
Снижение темпов роста потенциального ВВП из-за последствий пандемии. Из-за длительного отсутствия спроса в сферах услуг, связанных с туризмом и ресторанным бизнесом, снизился уровень потенциального выпуска. На восстановление активности в секторе услуг до уровня 2019 г. потребуется время. Возникли препятствия для дальнейшей полномасштабной эксплуатации Сотского золоторудного месторождения, что отразится на объемах промышленного производства и экспорта.

Переход на нейтральную налогово-бюджетную политику в среднесрочной перспективе. Согласно закону о государственном бюджете РА на 2021 г., а также программе среднесрочных расходов на 2021–2023 гг., в текущем году планируется провести плавную фискальную консолидацию, в среднесрочном периоде – нейтральную налогово-бюджетную политику. Таким образом, в 2021 г. планируется снизить государственные расходы на 2,5 п.п. ВВП и увеличить доходы на 0,3 п.п. В среднесрочной перспективе действия правительства будут нацелены на обеспечение долговой устойчивости и соблюдение фискальных правил. В этих условиях планируется постепенное увеличение налоговых доходов, повышение объемов текущих расходов только согласно долгосрочной тенденции роста ВВП, улучшение структуры общих расходов в пользу капитальных вложений.

Экономическая активность

ЕАБР прогнозирует увеличение ВВП Армении на 3,3% в 2021 г. (рисунок 5.А). Потребительский спрос в текущем году останется сдержанным из-за слабого роста доходов населения и потребительского кредитования. Ограничит восстановление и завершение государственных программ поддержки бизнеса и сохранения рабочих мест, принятых в период пандемии. Инвестиционная активность останется низкой в течение 2021 г. К этому приведут повышенная экономическая и политическая неопределенность, неустойчивое финансовое положение предприятий и ограниченное кредитование. Между тем поддержку спросу окажет, во-первых, ускорение денежных переводов из-за рубежа на фоне восстановления экономической активности в России, Западной Европе и США, особенно в условиях открытия границ и возобновления трудовой миграции, а во-вторых, восстановление доходов от экспорта и туризма.

Рост экономики в среднем на 4,8% в год в 2022–2023 гг. Ухудшение инвестиционного климата и ожидаемое ужесточение налогово-бюджетной политики станут дополнительными факторами, лимитирующими скорость восстановления экономики Армении. В результате отрицательный разрыв выпуска сохранится в течение всего периода прогнозирования, что указывает на функционирование экономики на уровне ниже своего потенциала (рисунок 5.Б).

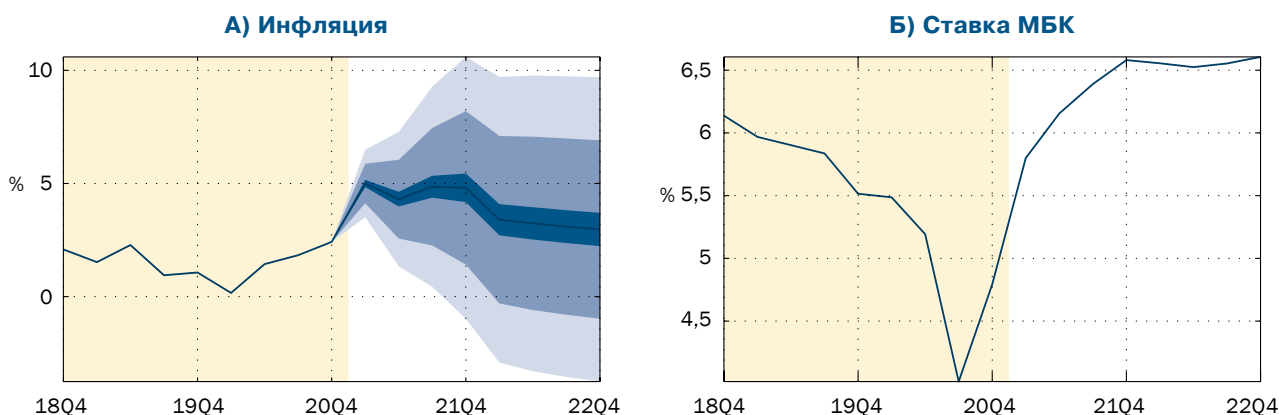
Рисунок 5.7 Прогноз экономической активности в Армении

Источник: расчеты ЕАБР

Инфляция

Замедление инфляции в конце 2021 г. до 4,8% по его итогам (рисунок 6.А). Эффекты произошедшего в прошлом году ослабления драма и повышения цен на продовольствие продолжают отражаться в годовом показателе инфляции, удерживая его на высоком уровне. К концу года влияние этих факторов будет ослабевать по мере ожидаемой стабилизации мировых цен на продукты питания и курса национальной валюты. На рост цен в течение года будет также влиять повышение тарифов на электроэнергию. Дезинфляционное влияние окажет слабый потребительский спрос. В результате инфляция по итогам 2021 г. прогнозируется вблизи цели Центрального банка Армении ($4 \pm 1,5\%$).

Инфляция вблизи 3,0% в 2022–2023 гг. В базовом сценарии прогноза инфляционные ожидания снизятся в среднесрочном периоде в условиях стабилизации курса национальной валюты и повышения ставки рефинансирования. Инфляция сформируется в целевом коридоре регулятора.

Рисунок 6. Прогноз инфляции и ставки МБК в Армении

Источник: расчеты ЕАБР

⁷ Здесь и далее диапазоны диаграмм соответствуют 10%, 50% и 75% доверительным интервалам.

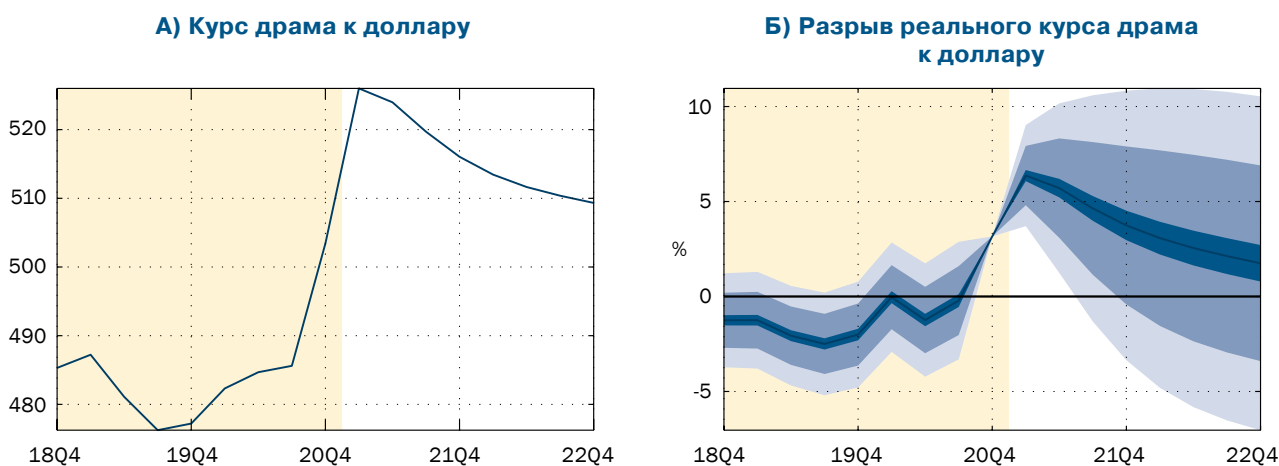
Денежно-кредитная политика и курс армянского драма

Стимулирующие денежно-кредитные условия в первой половине 2021 г. Денежно-кредитная политика останется стимулирующей, что необходимо для поддержки процесса восстановления экономической активности. Вместе с тем из-за повысившихся инфляции и инфляционных ожиданий размер монетарного стимула сократится. Ставка МБК, по базовому сценарию прогноза ЕАБР, повысится до 6,2% в текущем году, сформировавшись вблизи ключевой ставки. В среднесрочной перспективе ожидается относительная стабильность ключевой ставки на фоне ускорения темпов экономического роста (рисунок 6.Б).

Курс армянского драма к доллару прогнозируется на уровне 521 в среднем за 2021 г. В базовом сценарии прогноза дефицит внешней торговли товарами и услугами улучшится в 2021 г. в условиях слабого внутреннего спроса на импорт и восстановления внешнего спроса, который поддержит экспорт. Девальвационные ожидания, в свою очередь, сохраняют влияние на армянскую валюту. В результате действия этих факторов курс драма к доллару сформируется около текущих уровней в 2021 г. (рисунок 7.А). С учетом ускорившейся инфляции это приведет к снижению недооцененности национальной валюты к концу 2021 г. (рисунок 7.Б).

Стабильность драма к доллару в 2022–2023 гг. Курс драма укрепится в следующем году на фоне усиления внешнего спроса и восстановления денежных переводов. Устойчивости национальной валюты будет способствовать сбалансированность платежного баланса страны на фоне притока иностранных инвестиций и трансфертов.

Рисунок 7. Прогноз курса армянского драма



Источник: расчеты ЕАБР

Риски

Затягивание пандемии приведет к более длительному восстановлению армянской экономики. В случае затруднений с массовой вакцинацией и появления новых штаммов коронавируса восстановление мировой экономики будет медленным.

В результате реализации рискованного сценария рост ВВП Армении в 2021 г. составит 1,9% г/г, а в 2022–2023 гг. экономика Армении будет расти на 1,1 п.п. в год медленнее, чем в базовом сценарии. Среднегодовой курс драма к доллару составит 526,3 – на 0,9% слабее, чем в базовом прогнозе. Из-за слабого потребительского спроса на фоне более низкой экономической активности и снижения денежных переводов инфляция замедлится до 3,7% г/г по итогам 2021 г.

РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

Текущая ситуация

Экономическая активность

ВВП Беларуси сократился на 0,9% в 2020 г. в условиях пандемии COVID-19 и обострения общественно-политической ситуации в стране (рисунок 8.А). Социальное дистанцирование, меры социальной изоляции, замедление роста доходов населения и розничного кредитования привели к снижению потребительского спроса.⁸ Инвестиционная активность в 2020 г. ослабла под воздействием нескольких факторов: ухудшения экономических настроений и финансовых результатов организаций, осложнения доступа частного сектора к банковскому финансированию, повышения неопределенности и возникновения транспортно-логистических затруднений.⁹ Деловая активность в 2020 г. была поддержана наращиванием кредитования государственных предприятий и сильным внешним спросом на продовольствие и удобрения.

Сфера услуг столкнулась с наибольшими потерями в 2020 г. из-за ужесточения санитарных требований и закрытия границ. Сильнее других снизилась активность в транспортном секторе, гостиничном и ресторанном бизнесе, сфере досуга и отдыха. По расчетам ЕАБР, отрицательный вклад сферы услуг в рост ВВП в прошлом году составил 1,2 п.п.¹⁰ Тревожным сигналом стало замедление динамики ИТ-сектора, который являлся драйвером роста белорусской экономики в последние годы. Его вклад в рост ВВП снизился до 0,4 с 0,7 п.п. в 2019 г. Выпуск обрабатывающей промышленности к концу 2020 г. вышел на уровень предыдущего года. Этому способствовали сильная динамика производства калийных удобрений и наращивание кредитования государственных предприятий. Сельское хозяйство в 2020 г. добавило 0,4 п.п. к динамике ВВП, во многом благодаря увеличению на 19,6% урожая зерновых и зернобобовых культур.

Рост потенциального ВВП Беларуси снизился до 0,5–1% к концу 2020 г. Это произошло на фоне последствий пандемии и уменьшения инвестиционной активности. По итогам 2019 г. рост потенциального ВВП оценивался ЕАБР около 1–1,5% в год. Низкая производительность труда на государственных предприятиях и существующие диспропорции в распределении финансовых ресурсов¹¹ ограничивают потенциальный экономический рост.

Финансовые результаты организаций в 2020 г. существенно ухудшились. Чистая прибыль сократилась на 42,6%, количество убыточных организаций увеличилось на 11,2%, а их доля выросла на 1,5 п.п. до 15,1%. Задолженность по кредитам и займам за 2020 г. приросла на 23,8%

⁸ Потребление платных услуг населением сократилось на 9,2% в 2020 г., оборот общественного питания упал на 20%, а покупки непродовольственных товаров снизились на 0,2%. Рост реальных располагаемых доходов населения замедлился с 6,1% в 2019 г. до 4,6% в 2020 г.

⁹ Инвестиции в основной капитал упали на 6,8% в 2020 г., в том числе затраты на приобретение машин, оборудования и транспортных средств – на 16,4%.

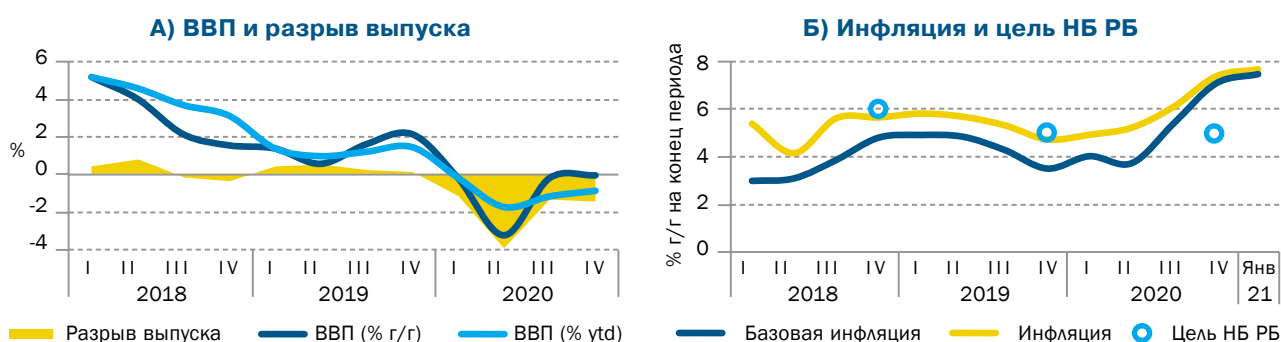
¹⁰ Без учета сектора информационных технологий и связи.

¹¹ В докладе заместителя председателя Правления Национального банка Республики Беларусь [Д.Л. Калечица \(2021\)](#) отмечено, что «угрозу финансовой стабильности несет недостаточно высокая эффективность распределения финансовых ресурсов в экономике. Зачастую кредитные ресурсы направляются в пользу неконкурентоспособных предприятий в ущерб эффективным хозяйствующим субъектам, что снижает экономический потенциал государства».

и на 1 января 2021 г. достигла 37,8% выручки от реализации (32,7% годом ранее). Долги перед белорусскими организациями увеличились на 21,2%, в том числе долги иностранных партнеров – на 33,5%. Ухудшение финансового состояния предприятий несет в себе риск для макроэкономической и финансовой стабильности в условиях слабых перспектив экономического роста.

Экономическая активность в начале текущего года оставалась слабой. ВВП в январе-феврале увеличился на 0,8% г/г. Рост экономики поддержали эффекты низкой базы в нефтепереработке и выпуске калийных удобрений, а также увеличение тепло- и электрогенерации в условиях холодной зимы.¹² Рост ВДС сектора информации и связи составил 2,9% г/г, оставшись существенно ниже показателей предыдущих лет. Потребительский и инвестиционный спрос в январе-феврале текущего года находился в подавленном состоянии. Инвестиции в активную часть основного капитала упали в январе-феврале на 11,2% г/г, розничный товарооборот снизился на 3,6% г/г, оборот общественного питания – на 19,3% г/г. Экономическую активность продолжили ограничивать высокая неопределенность, сокращение кредитования частного сектора, сложная эпидемиологическая обстановка внутри страны и за рубежом. По оценке ЕАБР, из-за слабости внутреннего спроса разрыв выпуска в I квартале 2021 г. останется отрицательным в размере 1,8%.

Рисунок 8. Экономическая активность и инфляция в Беларуси



Источник: Белстат, расчеты ЕАБР, ЕЭК

Инфляция

Инфляция продолжила ускоряться в начале 2021 г. и достигла 7,7% г/г в январе и 8,7% г/г в феврале (рисунок 8.Б). Сохраняются высокие темпы роста стоимости продовольствия из-за роста мировых цен и низкого урожая овощей в Беларуси. Инфляция в продовольственном сегменте, вероятно, останется повышенной до начала сбора нового урожая. На ускорение роста потребительских цен сильно повлияло удорожание медикаментов на 14,4% г/г и 20% г/г в январе и феврале. Это связано как с повышенным спросом в условиях пандемии, так и с корректировкой цен из-за увеличения с 1 января 2021 г. ставки НДС. Прямой вклад этой меры в инфляцию составит 0,5–0,6 п.п. в 2021 г. Произошедшее в прошлом году ослабление белорусского рубля и возросшие инфляционные ожидания продолжают сказываться на годовом росте потребительских цен. Кроме того, осложнения в цепочках поставок из-за закрытых границ и санитарных требований ведут к росту издержек. В марте ЕАБР прогнозирует сохранение инфляции выше 8% г/г.

¹² В январе-феврале 2020 г. на 39,2 и 18,5% г/г сократилось производство нефтеперерабатывающей и химической отраслей соответственно из-за снижения поставок нефти из России и отсутствия контрактов с Китаем на поставку калийных удобрений. В январе-феврале 2021 г. выпуск нефтепереработки вырос на 44,1% г/г, а химической промышленности – на 30% г/г.

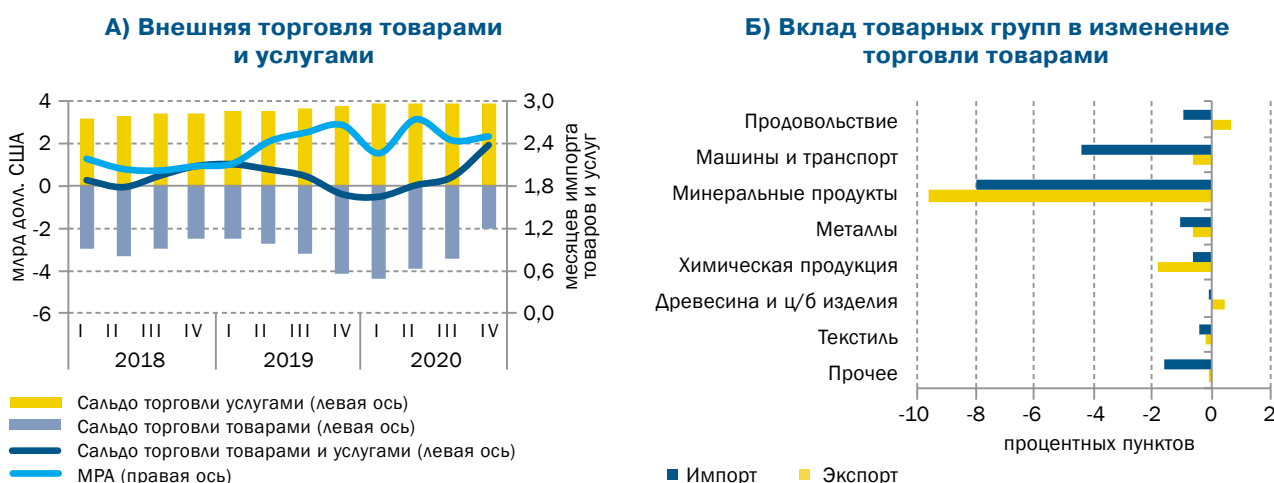
Внешнеэкономический сектор

Внешнеторговый оборот товаров сократился на 15,1% в 2020 г. из-за негативного влияния пандемии COVID-19. Импорт снизился на 17,2%, а экспорт – на 12,6%.¹³ В результате опережающего сокращения импорта сальдо внешней торговли товарами улучшилось – дефицит в 2020 г. уменьшился до 2 млрд долл. США с 4,2 в предыдущем году (рисунок 9.А). Профицит внешней торговли услугами составил 3,9 млрд долл. США в 2020 г. Он увеличился на 0,1 млрд по сравнению с 2019 г.

К большему снижению импорта товаров по сравнению с экспортом привел комплекс факторов. Поставки потребительских товаров из Беларуси в другие страны выросли на 1,9% в 2020 г., а их импорт упал на 10,2% (рисунок 9.Б). Такой динамике способствовали три основных фактора: высокий зарубежный спрос на продовольствие, закрытие границ и ослабление белорусского рубля, поддерживавшее конкурентоспособность белорусских производителей.¹⁴ Сильное падение капитальных вложений в белорусской экономике привело к более значительному уменьшению импорта инвестиционных товаров по сравнению с их экспортом (минус 12,2 и 6,4% соответственно). Теплая зима 2020 г. способствовала снижению импорта природного газа на 184 млн долл. США. Поддержку белорусскому экспорту оказали рекордные поставки за рубеж калийных удобрений – около 11,8 млн тонн, что на 14,7% больше, чем в 2019 г.

На страны ЕАЭС в 2020 г. приходилось 49,5% объема внешней торговли товарами Беларуси. Доля государств Союза уменьшилась на 1,3 п.п. по сравнению с 2019 г. Белорусский экспорт в ЕАЭС сократился на 3,9% в 2020 г., в то время как импорт из Союза упал на 25,6%. Торговля Беларуси с ЕАЭС практически полностью сосредоточена на России (97% объема операций со странами Союза).

Рисунок 9. Внешняя торговля Республики Беларусь



Примечания: 1) на рисунке 9.А сальдо внешней торговли представлено в виде скользящей суммы четырех кварталов; 2) ц/б – целлюлозно-бумажные.

Источник: Белстат, НБ РБ, расчеты ЕАБР

¹³ По данным НБ РБ.

¹⁴ Экспорт белорусского продовольствия в натуральных объемах вырос на 7,5% в 2020 г.

Прямые иностранные инвестиции в экономику Беларуси на чистой основе составили 1,4 млрд долл. США в 2020 г. По сравнению с 2019 г. они увеличились на 0,1 млрд долл. США. Необходимо отметить, что объем ПИИ заметно снизился во второй половине 2020 г.

Состояние внутреннего валютного рынка ухудшилось в 2020 г. – начале 2021 г., несмотря на улучшение сальдо внешней торговли. Чистый спрос на иностранную валюту составил 1,6 млрд долл. США в 2020 г. после чистого предложения 2,4 млрд долл. США в 2019 г. Изменение сальдо рынка связано с ростом девальвационных ожиданий из-за неопределенности в условиях пандемии и политических событий в стране. В январе-феврале 2021 г. чистый спрос на иностранную валюту сохранился в размере 356,4 млн долл. США. При этом население купило на чистой основе 201,4 млн долл. США – почти на 30 млн больше, чем в январе-феврале 2020 г.

Курс белорусского рубля ослаб на 0,6% к корзине иностранных валют с начала текущего года.¹⁵ К доллару белорусская валюта снизилась на 0,5%, к российскому рублю – на 1,9%, к евро укрепилась на 2,5%. Снижение стоимости рубля связано с сохранением чистого спроса на иностранную валюту на внутреннем рынке. По оценке ЕАБР, белорусский рубль в I квартале 2021 г. остается на 6–7% недооцененным к доллару и на 3–4% в целом к валютам стран – основных торговых партнеров.¹⁶ Недооцененность рубля к доллару снизилась в начале текущего года из-за высокой инфляции в Беларуси.

Золотовалютные резервы Республики Беларусь на 1 марта 2021 г. составили 7,1 млрд долл. США. За год они снизились на 1,7 млрд долл. США, главным образом из-за продажи валюты Национальным банком в условиях ухудшения состояния внутреннего валютного рынка.¹⁷ Объем резервов на 1 марта 2021 г. составлял около 2,4 месяца импорта товаров и услуг. Это ниже общепринятого критерия достаточности в 3 месяца импорта, но превышает средний уровень для Беларуси до кризиса 2020 г. (2,3 месяца импорта в 2017–2019 гг.). Размер резервов без учета монетарного золота и СДР составил 3,8 млрд долл. США на 1 марта 2021 г. В условиях больших объемов выплат по госдолгу, неопределенности перспектив ИТ-сектора, а также с учетом ранее наблюдавшихся всплесков спроса на иностранную валюту со стороны населения такой объем резервов оценивается как минимально приемлемый в случае новых кризисных явлений.¹⁸

Налогово-бюджетный сектор

Дефицит консолидированного бюджета Республики Беларусь составил 1,8% ВВП по итогам 2020 г. В 2019 г. бюджет был исполнен с профицитом 2,3% ВВП (рисунки 10.А). Формирование бюджета с дефицитом в 2020 г. привело к уменьшению в два раза рублевых

¹⁵ По состоянию на 17 марта 2021 г.

¹⁶ Недооцененность белорусского рубля сформировалась в первой половине 2020 г. и усилилась в III квартале в результате всплесков девальвационных ожиданий в марте и августе прошлого года.

¹⁷ Без учета операций Минфина РБ Национальный банк продал на бирже 1,8 млрд долл. США в марте 2020 – феврале 2021 г. В феврале 2021 г. объем продажи составил около 300 млн долл. США.

¹⁸ Платежи по погашению и обслуживанию государственного долга оцениваются более чем в 5% ВВП в среднем за год в 2021–2023 гг. В августе 2020 г. население купило на чистой основе 622 млн долл. США.

средств правительства в НБ РБ – до 1,7 млрд рублей на 1 января 2021 г. Таким образом, фискальные резервы сократились.

Формирование дефицита бюджета в 2020 г. объясняется сокращением доходов на 2,3% ВВП. К этому привели снижение экономической активности внутри страны и за рубежом, падение цен на нефть, ухудшение финансовых результатов предприятий. В целом падение доходов белорусского бюджета в прошлом году носило циклический характер.

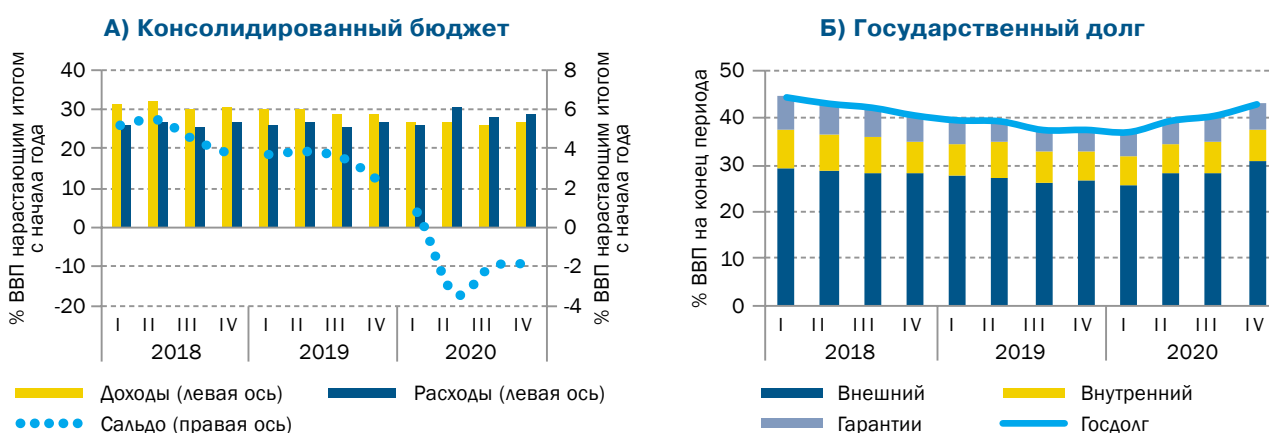
Расходы консолидированного бюджета в 2020 г. увеличились на 1,8% ВВП. Существенное наращивание ассигнований отмечено во II квартале и во многом связано с реструктуризацией задолженности зерноперерабатывающих организаций. Во втором полугодии объем расходов относительно ВВП оставался практически на уровне соответствующего периода 2019 г. Такое исполнение бюджета может быть связано с усилением угроз долговой устойчивости во второй половине 2020 г.

Объем государственной поддержки экономики в 2020 г. оценивается в 2 млрд рублей – 1,4% ВВП. Основной объем пришелся на кредиты банков под гарантии правительства и местных органов власти. В целом гарантии центрального правительства увеличились за 2020 г. на 1,3% ВВП – до 5,6% ВВП. По нашим расчетам, государственная поддержка компенсировала 0,2–0,7% потерь ВВП в 2020 г.

Государственный долг за 2020 г. вырос на 5,5% ВВП и достиг 42,9% ВВП на начало 2021 г.¹⁹ Рост долговой нагрузки объясняется увеличением внешних обязательств на 4,3% ВВП и гарантий на 1,3% ВВП (рисунок 10.Б). В 2020 г. Республика Беларусь привлекла 3,15 млрд долл. США на внешних рынках, главным образом посредством размещения облигаций (1,4 млрд долл. США), кредитов правительства и банков России (1,05 млрд долл. США) и кредита ЕФСР (0,5 млрд долл. США). Более 90% государственного долга номинировано в иностранной валюте, что обуславливает присутствие высоких валютных рисков и рисков ликвидности для государства. В январе 2021 г. госдолг продолжил расти и на 1 февраля достиг, по расчетам ЕАБР, 43,7% ВВП. Увеличение показателя объясняется размещением государственных внутренних валютных облигаций.

Наращивание государственного долга происходило на фоне сокращения золотовалютных резервов и повышения угроз долговой устойчивости. Привлечение долгосрочного финансирования в таких условиях позволило сформировать резерв для погашения обязательств государства в краткосрочной перспективе и поддержать объем золотовалютных резервов на минимально приемлемом уровне. В среднесрочном и долгосрочном периодах риски платежеспособности остаются повышенными. Это связано с низким потенциалом экономического роста и напряженным графиком погашения госдолга.

¹⁹ Долг центрального правительства и долг, гарантированный центральным правительством, по расчетам ЕАБР на основе данных Минфина РБ и Белстата.

Рисунок 10. Показатели налогово-бюджетного сектора Беларуси

Примечания: 1) на рисунке 10.А представлена динамика консолидированного бюджета Республики Беларусь; 2) на рисунке 10.Б представлена динамика долга центрального правительства и долга, гарантированного центральным правительством.

Источник: Минфин РБ, Белстат, расчеты ЕАБР

Денежно-кредитный сектор

Денежно-кредитные условия в I квартале 2021 г. остаются жесткими из-за пруденциальных мер и ограничения Национальным банком денежного предложения. В первом полугодии прошлого года Национальный банк трижды снижал ставку рефинансирования, доведя ее уровень до нового исторического минимума – 7,75% годовых. Во втором полугодии риски для макроэкономической и финансовой стабильности существенно возросли. Это выражалось в существенном росте спроса на иностранную валюту со стороны населения и предприятий, оттоке банковских вкладов и резком повышении процентных ставок по ним. В таких условиях Национальный банк ужесточил денежно-кредитную политику, ограничив доступ банков к постоянно доступным операциям поддержки ликвидности, впоследствии продлив ограничения до принятия соответствующего решения Правления Национального банка. Ставка рефинансирования при этом остается без изменения, а волатильность процентной ставки МБК возросла (рисунк 11.А).

На финансовом рынке сложилась нестандартная ситуация – с сентября 2020 г. ставки по банковским депозитам превышают стоимость кредитования. В январе 2021 г. средняя процентная ставка по новым срочным рублевым вкладам составила 13,1%, в то время как в июле 2020 г. она равнялась 7,7%. Увеличение индикатора объясняется оттоком вкладов населения из-за роста девальвационных ожиданий.²⁰ В свою очередь, средняя ставка по новым рыночным кредитам в рублях за аналогичный период практически не изменилась – 11,1% в январе 2021 г. после 10,9% в июле 2020 г. (рисунк 11.А). Возможности банков по повышению ставок кредитования ограничены применением расчетной величины стандартного риска.²¹ Из-за аномального расхождения

²⁰ За 2020 г. срочные рублевые депозиты населения сократились на 11,7%, предприятий – на 2,1%. В январе 2021 г. срочные рублевые депозиты населения выросли на 1,5%, чему способствовало повышение ставок по ним.

²¹ Расчетная величина стандартного риска (РВСР) рассчитывается на основе средних процентных ставок, установленных системно значимыми банками первой группы значимости за месяц, предшествующий месяцу расчета. Если ставки банков по рыночным кредитам превышают РВСР, то к таким банкам применяются повышенные регуляторные требования. В силу расчета РВСР является сильно инерционной величиной – она практически не изменилась с августа 2020 г. по февраль 2021 г.

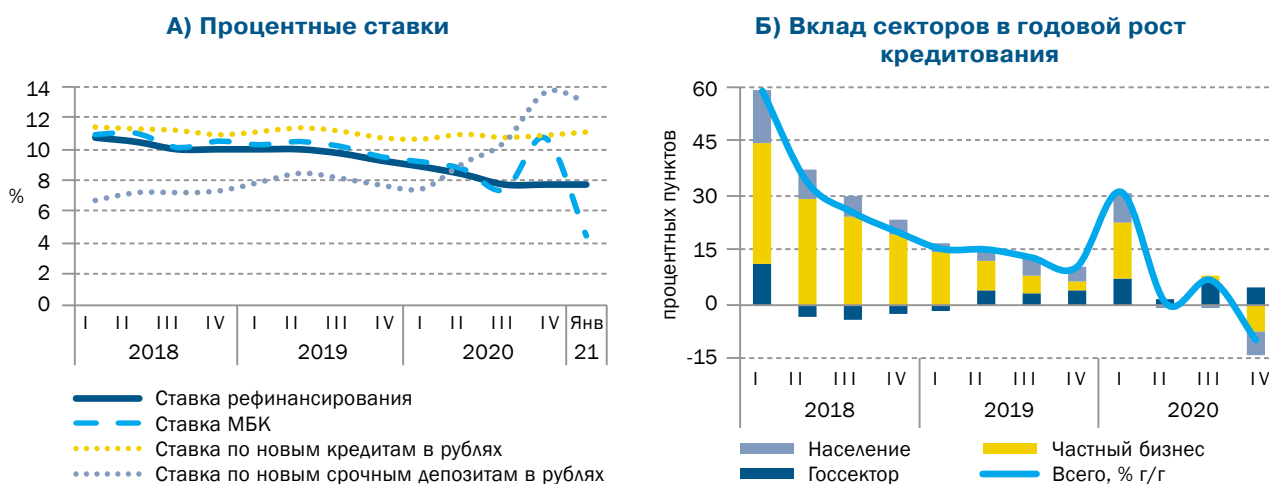
в уровнях ставок по кредитам и депозитам и роста рисков банки снизили рублевое кредитование экономики в сентябре – декабре 2020 г. на 12% г/г и на 14,8% г/г в январе 2021 г. Следует отметить, что Национальный банк повысил размер расчетной величины стандартного риска на март 2021 г. по кредитам организациям и населению более чем на 1 п.п. – до 12,9 и 14,69% соответственно. Это с высокой вероятностью отразится и в увеличении стоимости банковского кредитования.

Кредитование государственных предприятий увеличилось в сентябре – декабре 2020 г.

За рассматриваемый период они получили на 17,1% больше рублевых кредитов, чем годом ранее. В свою очередь, частному бизнесу выдано на 17,9% меньше заемных средств, населению – на 25,4% меньше (рисунок 11.Б). В январе 2021 г. рост нового рублевого кредитования государственного сектора составил 5% г/г, в то время как частный бизнес и население получили соответственно на 14,8 и 33,6% меньше кредитов в рублях, чем годом ранее. Такая динамика кредитования указывает на различия в предоставлении финансовых ресурсов предприятиям разных форм собственности. Перераспределение ресурсов в пользу менее производительных государственных предприятий ограничивает потенциал экономического роста Беларуси и может иметь негативные последствия для финансовой и макроэкономической стабильности при воздействии на экономику сильных шоков.²²

Валютизация банковских вкладов и кредитов в Беларуси остается одной из самых высоких в регионе операций ЕАБР. На 1 февраля 2021 г. 65,8% всех депозитов и 62,8% кредитов организациям номинированы в иностранной валюте. Высокая валютизация повышает уязвимость реального сектора экономики к валютным рискам и рискам ликвидности и снижает эффективность денежно-кредитного регулирования.

Рисунок 11. Показатели денежно-кредитного сектора Беларуси



Примечание: на рисунке 11.Б представлена динамика выдачи кредитов в белорусских рублях.

Источник: НБ РБ, расчеты ЕАБР

²² По расчетам ЕАБР, производительность труда на частных промышленных предприятиях в 2017–2019 гг. была в среднем на 22% выше, чем на предприятиях государственной и с долей государственной собственности. При этом, по данным НБ РБ, 14% ВВП задолженности по кредитам приходится на госпредприятия, которые имеют ограниченные возможности по самостоятельному обслуживанию долга (Калечиц, 2021). Весь кредит экономике, по расчетам ЕАБР, составил около 40% ВВП на 1 января 2021 г.

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	0,1	0,7	1,5
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	4,7	7,4	6,6	5,2	4,7
Ставка однодневного МБК в рублях (% годовых в среднем за год)	10,1	7,8	8,3	8,4	8,2
Курс белорусского рубля к доллару (в среднем за год)	2,09	2,43	2,63	2,68	2,74

Примечание: значение ставки МБК в I квартале 2021 г. скорректировано ЕАБР на основе допущения о том, что ее уровень сложился бы на 0,4–0,5 п.п. выше ставки рефинансирования при условии отсутствия ограничений Национального банка на постоянно доступные операции регулирования ликвидности банков.

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР

Ключевые предпосылки

Развитие пандемии замедлится в течение 2021 г. В базовом сценарии прогноза мы ожидаем постепенного смягчения санитарных требований внутри страны и за рубежом. Это будет способствовать восстановлению цепочек поставок и деловой активности в странах – торговых партнерах Беларуси.

Долговая устойчивость сохранится в среднесрочном периоде. Базовый сценарий прогноза ЕАБР предполагает бесперебойное выполнение Республикой Беларусь долговых обязательств в 2021–2023 гг. В условиях слабого потенциала экономического роста это может потребовать полного рефинансирования и даже наращивания госдолга в среднесрочной перспективе для поддержания золотовалютных резервов вблизи двух месяцев импорта.

Бюджетная политика будет сдерживающей в среднесрочной перспективе. Информация, приведенная в Основных направлениях бюджетно-финансовой и налоговой политики Республики Беларусь на 2021–2023 гг., указывает на постепенное ужесточение фискальной политики в среднесрочной перспективе. Это будет сдерживать процесс восстановления экономической активности. Ограниченные фискальные резервы, большие платежи по государственному долгу и слабый потенциал наращивания доходов ограничивают возможности бюджетного стимулирования белорусской экономики.

Национальный банк сохранит контроль над денежным предложением. Косвенным свидетельством в пользу данной предпосылки является возврат Национального банка в 2021 г. к использованию рублевой денежной базы в качестве операционной цели денежно-кредитной политики.

Экономическая активность

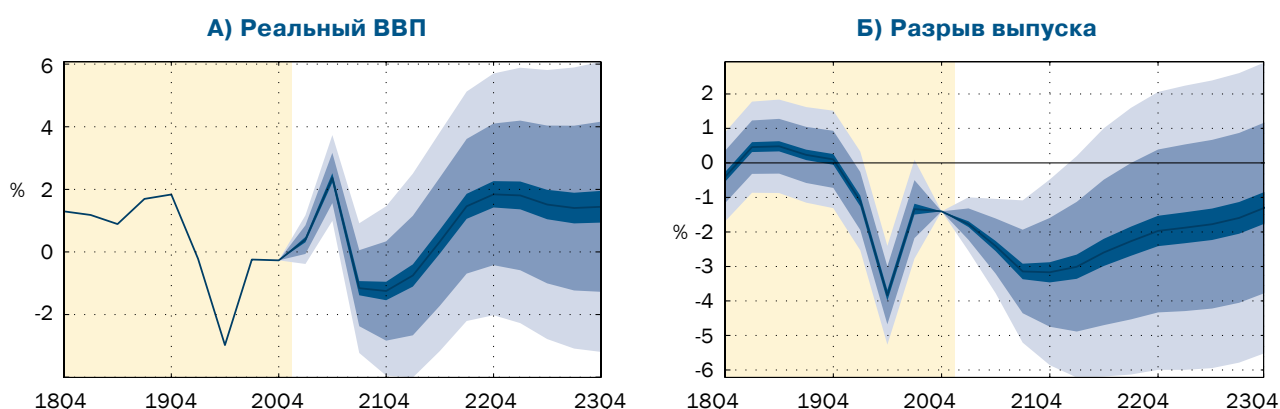
Белорусская экономика в 2021 г. продолжит стагнировать. ЕАБР прогнозирует увеличение ВВП Беларуси на 0,1% в 2021 г. (рисунок 12.А). По сравнению с предыдущим прогнозом (ЕАБР, 2020) оценка увеличена на 0,2 п.п. Это связано с меньшим, чем ранее ожидалось, негативным воздействием второй волны пандемии на сферу услуг в конце 2020 – начале 2021 г. В целом

экономическая активность в Беларуси в текущем году останется на уровне ниже докризисного в первую очередь на фоне слабой инвестиционной активности. К этому приведут повышенная неопределенность и ухудшение экономических настроений, неустойчивое финансовое положение предприятий и ограниченное предложение кредита частному сектору. Потребительский спрос в текущем году останется слабым из-за ожидаемого замедления роста доходов населения и ужесточения условий кредитования. Поддержку экономике Беларуси в 2021 г. окажет восстановление деловой активности в странах – торговых партнерах, а также постепенное ослабление санитарных ограничений по мере нормализации эпидемиологической обстановки.

ЕАБР прогнозирует рост ВВП Беларуси в среднем на 1,1% в год в 2022–2023 гг.

Экономический рост в среднесрочной перспективе ограничивается низкой производительностью труда на государственных предприятиях и существующими диспропорциями в распределении финансовых ресурсов.²³ Ухудшение инвестиционного климата и ожидаемое ужесточение налогово-бюджетной политики станут дополнительными факторами, лимитирующими скорость восстановления белорусской экономики. Медленное восстановление выразится в длительном сохранении отрицательного разрыва выпуска, что говорит о функционировании экономики на уровне ниже своего потенциала (рисунок 12.Б).

Рисунок 12. Прогноз экономической активности в Беларуси



Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: расчеты ЕАБР

Инфляция

Инфляция к концу 2021 г. замедлится до 6,6% после ускорения в первой половине года.

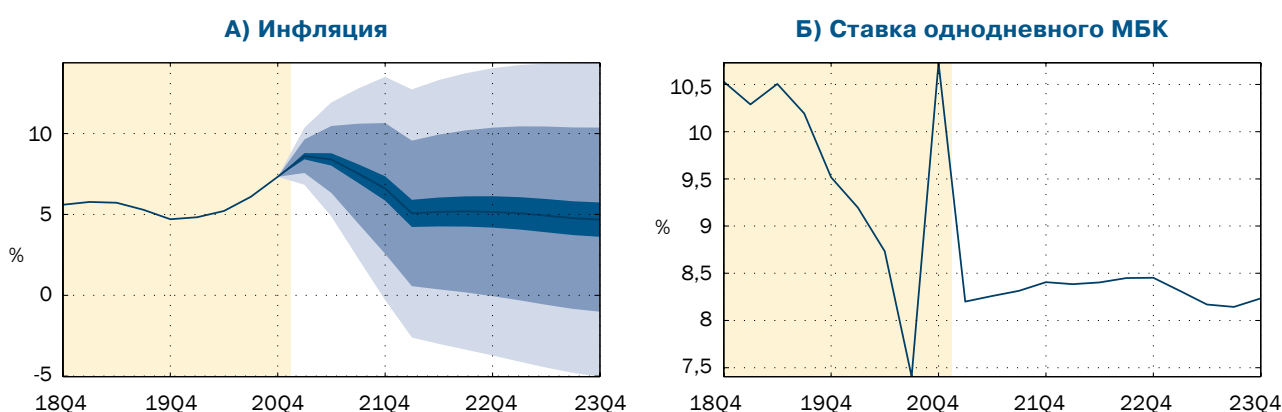
Темп прироста потребительских цен останется выше 7% на протяжении большей части текущего года (рисунок 13.А). Эффекты произошедшего в прошлом году ослабления рубля и повышения цен на продовольствие продолжают отражаться в годовом показателе инфляции, поддерживая его на высоком уровне. Увеличение с января 2021 г. НДС на отдельные товары добавит 0,5–0,6 п.п. в темп прироста потребительских цен. К концу года проинфляционное влияние валютного курса

²³ В докладе заместителя председателя Правления Национального банка Республики Беларусь **Д. Л. Калечица (2021)** отмечено, что «угрозу финансовой стабильности несет недостаточно высокая эффективность распределения финансовых ресурсов в экономике. Зачастую кредитные ресурсы направляются в пользу неконкурентоспособных предприятий в ущерб эффективным хозяйствующим субъектам, что снижает экономический потенциал государства».

и стоимости продовольствия будет ослабевать по мере ожидаемой стабилизации как мировых цен на продукты питания, так и курса национальной валюты. Дополнительное дезинфляционное влияние окажет слабый потребительский спрос. В результате инфляция по итогам 2021 г. прогнозируется в размере 6,6% – выше цели Национального банка (не более 5%).

Инфляция прогнозируется вблизи 5% в 2022–2023 гг. В базовом сценарии прогноза мы допускаем некоторое снижение инфляционных ожиданий в среднесрочной перспективе при проведении последовательной монетарной политики. Это позволит обеспечить динамику инфляции вблизи целевого ориентира Национального банка в условиях постепенного восстановления экономической активности и уменьшения дезинфляционного влияния внутреннего спроса.

Рисунок 13. Прогноз инфляции и ставки МБК в Беларуси



Примечание: значение ставки МБК в I квартале 2021 г. скорректировано ЕАБР на основе допущения о том, что ее уровень сложился бы на 0,4–0,5 п.п. выше ставки рефинансирования при условии отсутствия ограничений Национального банка на постоянно доступные операции регулирования ликвидности банков. Данные по инфляции сезонно скорректированы.

Источник: расчеты ЕАБР

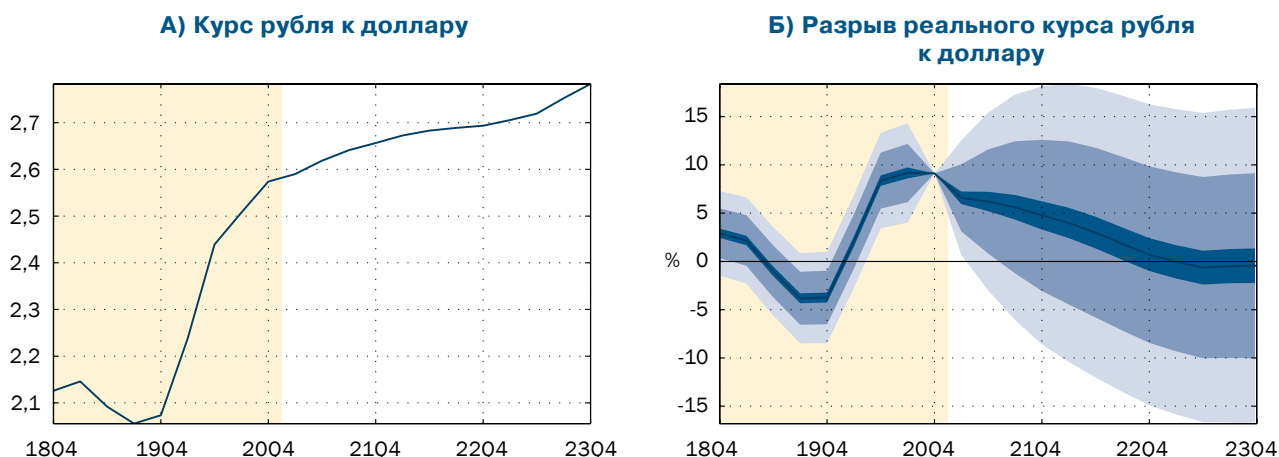
Денежно-кредитная политика и курс белорусского рубля

Денежно-кредитные условия останутся жесткими в первой половине 2021 г. Мы ожидаем, что Национальный банк продолжит поддерживать жесткость политики, контролируя денежное предложение и применяя пруденциальные меры, ограничивающие возможности банков по наращиванию рыночного рублевого кредитования. Ускорение инфляции и повышенные девальвационные ожидания являются ключевыми детерминантами сдерживающей денежно-кредитной политики. Постепенная нормализация монетарных условий возможна во второй половине текущего года при сохранении стабильной ситуации на внутреннем валютном рынке. Это будет выражаться в уменьшении ставок по срочным депозитам в белорусских рублях ближе к 10% и расширении доступа частного сектора к рыночному кредитованию.

Ставка межбанковского рынка в первой половине 2021 г. останется волатильной. Она вернется в верхнюю часть процентного коридора НБ РБ (около 8–8,75%) во втором полугодии, если будут сняты ограничения на постоянно доступные операции регулирования банковской ликвидности (рисунок 13.Б). В среднесрочной перспективе, согласно прогнозу ЕАБР, сохранение ставки МБК около 8–8,5% позволит обеспечить динамику инфляции вблизи целевых ориентиров Национального банка при условии отсутствия дополнительных шоков.

Курс белорусского рубля к доллару прогнозируется на уровне 2,63 в среднем за 2021 г. В базовом сценарии прогноза мы ожидаем сохранения профицита внешней торговли товарами и услугами около 1–1,5% ВВП в 2021 г. Слабость внутреннего спроса будет ограничивать темпы восстановления импорта, а экспорт получит поддержку со стороны расширяющегося внешнего спроса и прогнозируемого роста цен на ключевые сырьевые товары. В свою очередь, девальвационные ожидания продолжат влиять на белорусскую валюту. В результате действия этих факторов мы прогнозируем сохранение курса рубля к доллару около текущих уровней в 2021 г. (рисунок 14.А). С учетом ускорившейся инфляции это приведет к снижению недооцененности национальной валюты к концу текущего года. Завершение коррекции рубля к равновесному уровню прогнозируется в 2022 г. (рисунок 14.Б). Тенденция ослабления белорусской валюты сохранится в среднесрочной перспективе, что связано с относительно низкими темпами экономического роста страны. Это требует постоянной поддержки белорусских производителей со стороны ценового фактора. Более высокая инфляция в Беларуси по сравнению со странами – торговыми партнерами является дополнительным фактором номинального обесценения рубля.

Рисунок 14. Прогноз курса белорусского рубля



Примечание: на рисунке 14.Б положительные значения соответствуют недооцененности белорусского рубля.

Источник: расчеты ЕАБР

Риски

Сохраняется повышенная неопределенность влияния общественно-политических событий 2020 г. на потенциал экономического роста. Неблагоприятное развитие событий выразится в дальнейшем ухудшении инвестиционного климата Беларуси. Отток трудовых ресурсов и компаний ИТ-сектора может ускориться после открытия границ и снижения издержек перемещения. Неблагоприятное развитие событий приведет к сокращению потенциала роста экономики Беларуси в долгосрочном периоде из-за потери ее технологичности и эрозии человеческого капитала. В среднесрочном периоде при негативном развитии событий вероятны глубокий спад производства и актуализация угроз долговой и финансовой стабильности.

Существенное наращивание нерыночного кредитования для стимулирования роста ВВП приведет к ускорению инфляции и девальвации белорусского рубля. Мы оцениваем рост

потенциального ВВП Беларуси в среднесрочной перспективе около 0,5–1% в год. Устойчивое повышение экономического роста потребует масштабных структурных преобразований, направленных на увеличение производительности труда и конкурентоспособности белорусской экономики. В краткосрочном периоде стимулирование деловой активности возможно посредством наращивания эмиссионного кредитования. Однако этот инструмент не способен увеличить потенциал роста в долгосрочном периоде и может привести к девальвации национальной валюты и ускорению инфляции.

Угроза долговой устойчивости повысится при возникновении трудностей с рефинансированием государственного долга. Привлечение правительством РБ заимствований в 2020 г. позволило перераспределить долговое бремя на более длительный период. Вместе с тем в 2022–2023 гг. ожидается увеличение платежей по долговым обязательствам до 3,5–4 млрд долл. США в год. Потребуется их рефинансирование из-за ограниченности золотовалютных резервов и слабого потенциала экономического роста.

ЕАБР оценил рискованный сценарий прогноза, который основывается на следующих ключевых предпосылках. Сделано допущение о большем негативном влиянии пандемии на потенциальный ВВП Беларуси в 2020 г. в сравнении с базовым сценарием. Предполагается, что восстановление деловой активности в странах – ключевых торговых партнерах Беларуси будет медленным, цены на сырьевые товары снизятся, а давление на курсы валют развивающихся стран усилится.²⁴ Инвестиционная активность в Беларуси в таких условиях будет слабее в сравнении с базовым прогнозом. Потребительский спрос в рисковом сценарии сократится, а население увеличит спрос на иностранную валюту из-за повышения девальвационных ожиданий.

Реализация рискованного сценария приведет к спаду белорусской экономики в 2021–2022 гг. ВВП снизится на 1,4% в 2021 г. и на 2,6% в 2022 г., а в 2023 г. продемонстрирует рост на 0,4%. Среднегодовой курс белорусского рубля к доллару в 2021 г. окажется на уровне около 2,8, что на 6% слабее базового прогноза. Инфляция из-за девальвации национальной валюты составит 8% по итогам 2021 г. и 7% в 2022 г. В 2023 г. она замедлится до 5% в условиях слабого внутреннего спроса. Усиление инфляционного давления и ослабление национальной валюты могут привести к повышению процентных ставок: ставка МБК прогнозируется в размере 10,5% в среднем за 2021 г. и 11,6% в 2022 г. Бюджетная политика окажет большее сдерживающее влияние на экономический рост из-за консолидации расходов на фоне выпадения бюджетных доходов. Необходимо отметить, что неблагоприятное развитие ситуации во внешнем секторе может стать триггером реализации других угроз для белорусской экономики. Вместе с тем в рисковом сценарии прогноза ЕАБР не заложена реализация угроз финансовой и долговой дестабилизации.

²⁴ Подробное описание рискованного сценария в части мировой экономики представлено в разделе «Внешнеэкономические условия».

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

Текущая ситуация

Экономическая активность

Антикризисные меры государственной поддержки смягчили негативные последствия пандемии. По предварительной оценке БНС, ВВП РК по итогам 2020 г. сократился на 2,6%. Ограничительные меры, вводившиеся в периоды обострения эпидемиологической ситуации, нанесли наибольший урон сектору услуг, где спад составил 5,6%. Динамика горнопромышленного комплекса сдерживалась действием соглашения ОПЕК+, в то время как обрабатывающие сектора сохранили положительный рост. В целом выпуск в промышленности сократился на 0,4%. Сильные показатели в сельском хозяйстве в 2020 г. (5,6% г/г) отчасти обусловлены восстановлением роста в производстве зерновых после неурожайного 2019 г. Строительный сектор при поддержке государственных программ расширения жилищного фонда и льготного ипотечного кредитования вырос на 11,2%.

Внутренний спрос в 2020 г. поддержали операции сектора государственного управления. Сокращение инвестиционной активности (минус 3,4% по сравнению с 2019 г.) преимущественно обусловлено снижением капиталовложений в горнодобывающую отрасль. Ее отрицательный вклад составил 11,8 п.п., тогда как годом ранее данный сектор был в числе драйверов инвестиций. Суммарный вклад отраслей, продемонстрировавших рост капиталовложений, составил 10,6 п.п., что отчасти определялось увеличением ассигнований из бюджета (здравоохранение, водо-, электроснабжение), а также низкой подверженностью отдельных отраслей негативным последствиям пандемии (сельское хозяйство, телекоммуникации). Потребительская активность снизилась в условиях действия ограничительных мер, падения реальных доходов населения и потребительского кредитования. Внутренний спрос подкрепили меры государственной поддержки, включая выплату минимальной заработной платы в период действия карантина.

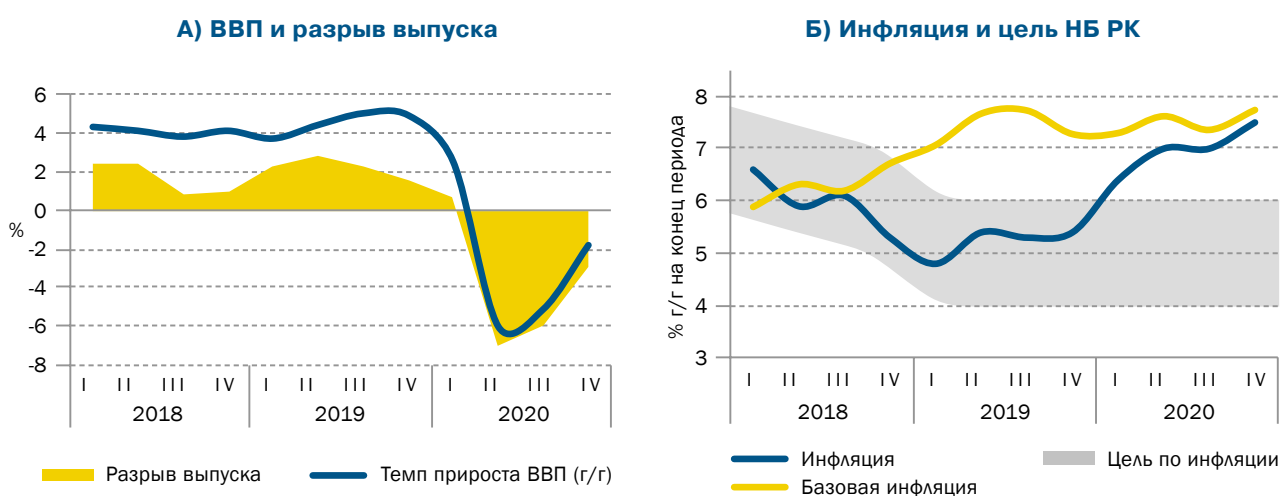
В начале 2021 г. экономическая активность определялась действием разовых факторов. По предварительной оценке МНЭ РК, в январе 2021 г. ВВП снизился на 4,5% г/г. Падение объемов добычи нефти отчасти объясняется аварийной остановкой на месторождении Тенгиз. Снижение потребительской активности в начале года происходило на фоне роста числа новых случаев заболевания COVID-19 и введения частичных ограничений. Совокупный индекс PMI по РК от IHS Markit в январе 2021 г. сложился на уровне 44,9 балла (44,7 месяцем ранее). При этом темпы падения производственной деятельности ускорились, а в сфере услуг – замедлились. Несмотря на ухудшение отдельных показателей, уровень оптимизма²⁵ на ближайшие 12 месяцев является максимальным с февраля 2020 г.

²⁵ Согласно опросу IHS Markit, компании надеются на ослабление карантинных ограничений и последующий рост потребительского спроса.

Инфляция

Инфляция в начале 2021 г. оставалась высокой. ИПЦ в годовом выражении увеличился на 7,4% (7,5% г/г в декабре 2020 г.). Продовольствие продолжило вносить ключевой вклад в формирование инфляционного фона (11,4% г/г). Его удорожание на мировых рынках и ограничения в цепях поставок, ведущие к повышению транспортных издержек, сказываются на ценах импортируемых продуктов питания. Снижение производства некоторых видов продукции животноводства и предложения овощей также оказывало повышательное давление на динамику продовольственной инфляции. В непродовольственном сегменте ИПЦ оставался устойчивым.

Рисунок 15. Экономическая активность и инфляция в Республике Казахстан



Источник: БНС РК, НБ РК, расчеты ЕАБР, ЕЭК

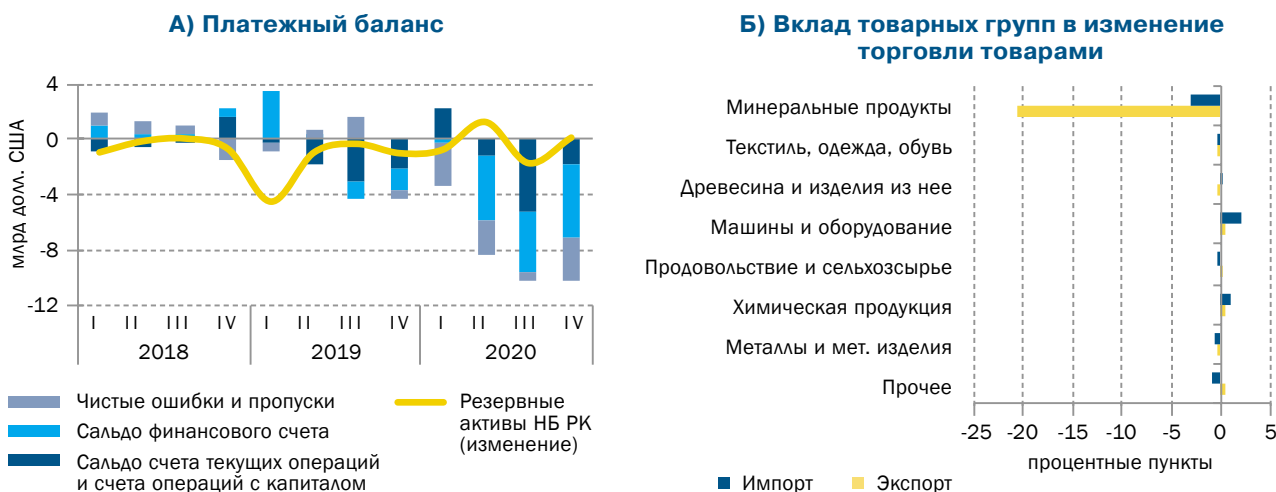
Внеэкономический сектор

Внешнеторговый оборот товарами и услугами в 2020 г. сократился на 17,8% г/г вследствие введенных ограничений в республике и за рубежом, а также падения мировых цен на нефть. Сужению дефицита счета текущих операций способствовали снижение оттока по статье «Баланс первичных доходов», а также возросший объем трансфертов (получение компенсационной выплаты в рамках Карачаганакского консорциума). Приток капитала по финансовым операциям обеспечен за счет привлечения прямых иностранных инвестиций и долгосрочных кредитов, а также погашения ценных бумаг, ранее размещенных за рубежом сектором государственного управления (рисунок 16.А).

Сохранение профицита торгового баланса. Падение цен на нефть и действие соглашения ОПЕК+ обусловили сокращение экспортной выручки РК на 19,1% по итогам 2020 г. Дополнительно повлияла приостановка работы предприятий на период действия карантинных мер, это выразилось в уменьшении поставок за рубеж по другим укрупненным статьям номенклатуры экспорта, за исключением продукции химической промышленности и машин и оборудования. Импорт упал на 4,1% преимущественно из-за снижения ввозимых объемов минеральных продуктов, металлов и изделий из них.

Объем взаимной торговли РК с государствами – членами ЕАЭС в 2020 г. снизился на 9,1%, при этом экспорт сократился на 13,5%, а импорт – на 7,3%. Наибольшую долю во взаимной торговле РК с государствами – членами ЕАЭС в 2020 г. по-прежнему занимала Россия (92,3%).

Рисунок 16. Внешний сектор Республики Казахстан



Источник: КГД МФ РК, НБ РК, расчеты ЕАБР

Курс казахстанского тенге укрепился на 0,8% по отношению к доллару США с начала текущего года.²⁶ Давление на внутреннем валютном рынке усилилось в конце января на фоне обострения геополитической ситуации в регионе, а также укрепления доллара на мировом рынке. С начала февраля на внутреннем валютном рынке произошел разворот, и тенге стал укрепляться в условиях ускорившегося роста мировых цен на нефть.

Консолидированные международные резервы²⁷ на 1 февраля 2021 г. составили 93,3 млрд долл. США. По сравнению с началом года они уменьшились на 1,1% вследствие снижения номинальной стоимости золота и активов Национального фонда РК.

Налогово-бюджетный сектор

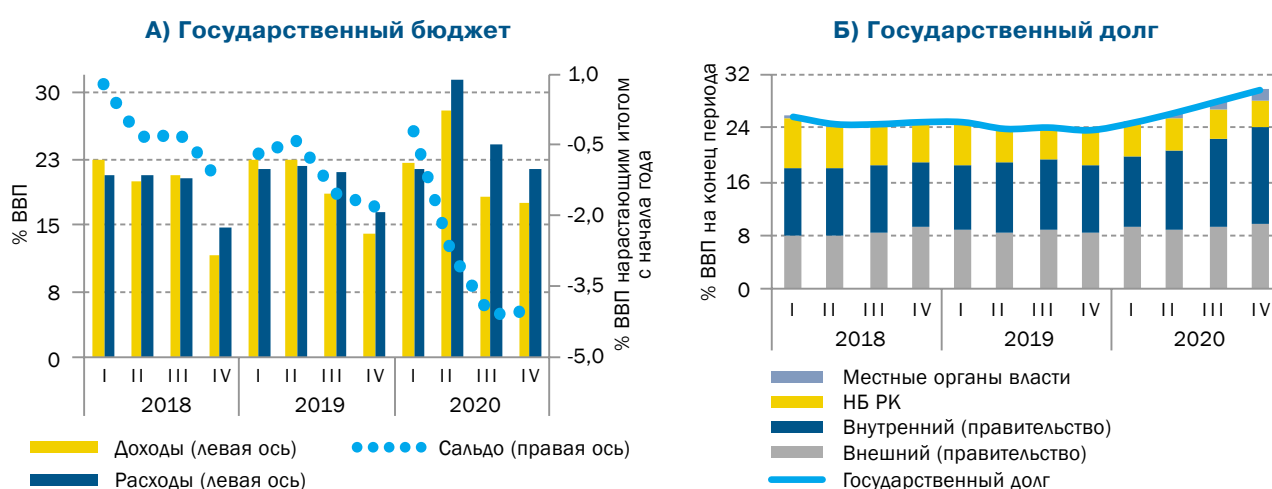
Дефицит государственного бюджета РК составил 4,0% ВВП по итогам 2020 г. (1,8% ВВП годом ранее). Доходы выросли на 13,8% г/г из-за увеличения объема трансферта из Национального фонда РК (в 1,6 раза) и неналоговых поступлений (в 3,0 раза). Налоговые сборы снизились на 7,1% г/г в условиях сокращения экономической активности и снижения цен на ключевые экспортные сырьевые товары РК. Расходы выросли на 23,6% г/г, в том числе в результате мер властей по поддержке экономики для смягчения негативных последствий пандемии, а также повышения заработной платы в секторе образования.

²⁶ По состоянию на 1 марта 2021 г.

²⁷ Включают в себя международные резервы НБ РК и активы Национального фонда.

Государственный долг Казахстана на 1 января 2021 г. составил 29,4% ВВП, увеличившись за год на 5,7 п.п. Рост задолженности объясняется привлечением внутренних заимствований в условиях расширения дефицита бюджета, преимущественно посредством выпуска государственных долгосрочных казначейских обязательств. Задолженность по ним выросла на 48,7% по сравнению с началом 2020 г. В мае 2020 г. МФ РК начало выпуск краткосрочных ценных бумаг. К концу года объем обязательств по ним вырос до 350,8 млрд тенге. Внешний долг правительства за рассматриваемый период увеличился на 18,8% вследствие размещения еврооблигаций, привлечения кредитов от иностранных коммерческих банков и международных институтов развития.

Рисунок 17. Показатели налогово-бюджетного сектора Республики Казахстан

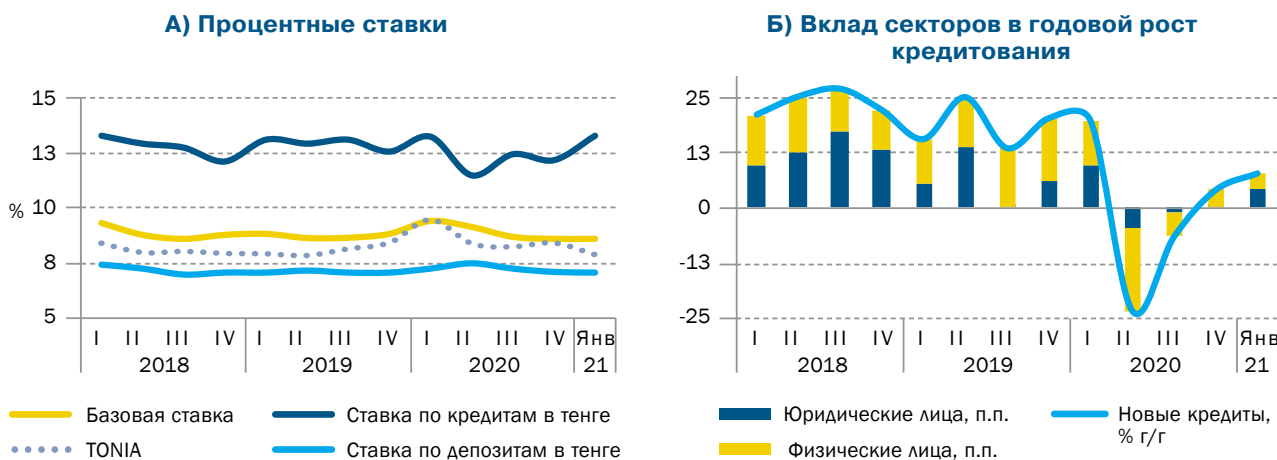


Источник: МФ РК, БНС РК, расчеты ЕАБР

Денежно-кредитный сектор

Базовая ставка НБ РК в феврале 2021 г. сохранена на уровне 9,0%. По нашим оценкам, текущие условия денежно-кредитной политики позволят достигнуть цели по инфляции к концу 2021 г., не ограничивая темпы экономического роста существенным образом. Усиление инфляционных рисков в сочетании с подавленной деловой активностью оставляет мало пространства для маневра Национальному банку. Ставка TONIA оставалась ниже базовой, свидетельствуя об избытке ликвидности в банковской системе. Ставки кредитования в национальной валюте в среднем за 2020 г. снизились на 0,7 п.п. по сравнению с показателем 2019 г., а по депозитам — на 0,2 п.п. (рисунок 18.А).

Объем новых займов, предоставленных коммерческими банками в 2020 г., снизился на 3,7%. Это произошло преимущественно за счет уменьшения кредитования торговли, связи, строительства и других неклассифицированных отраслей. Положительные темпы роста промышленности и сельского хозяйства отчасти были обеспечены реализацией государственных программ льготного кредитования. Доля просроченных кредитов в общем объеме кредитного портфеля на конец 2020 г. снизилась до 6,8% (8,1% годом ранее). В 2020 г. в банках было размещено новых депозитов на 14,0% больше, чем годом ранее.

Рисунок 18. Показатели денежно-кредитного сектора Республики Казахстан

Примечание: на рисунке 18.Б представлена динамика выдачи кредитов в тенге.

Источник: НБ РК, расчеты ЕАБР

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	-2,6	4,0	4,5	5,1
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	5,4	7,5	6,3	5,0	4,8
Ставка TONIA (% годовых в среднем за год)	8,4	9,0	8,4	7,9	7,6
Курс казахстанского тенге к доллару США (в среднем за год)	382,8	413,0	421,6	424,8	430,0

Примечание: П – прогноз.

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР, ЕЭК

Ключевые предпосылки

Экономическая активность продолжит находиться под влиянием хода пандемии. Массовая вакцинация против COVID-19, финансируемая из средств государственного бюджета, стартовала 1 февраля 2021 г. Ожидается, что она продлится до конца года и охватит около трети населения РК. Базовый сценарий прогноза предполагает постепенное смягчение санитарных требований внутри страны и за рубежом. Это будет способствовать восстановлению глобальных цепочек поставок, внешнего и внутреннего спроса.

Ожидается бюджетная консолидация в среднесрочной перспективе. Согласно Закону РК «О республиканском бюджете на 2021–2023 гг.», дефицит государственного бюджета планируется снизить с 3,4% ВВП в 2021 г. до 2,1% в 2023 г. На основании этого мы полагаем, что меры налогово-бюджетного стимулирования по мере восстановления экономики будут постепенно сворачиваться.

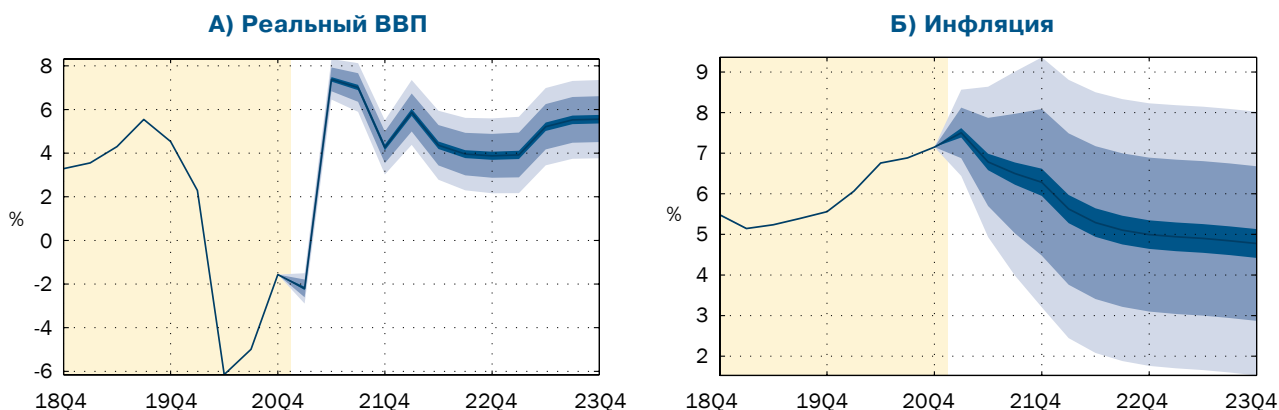
Предполагается снижение целевого ориентира по инфляции. Исходя из заявлений НБ РК и среднесрочных прогнозов МНЭ РК, мы предполагаем, что целевой ориентир по инфляции может быть установлен в виде коридора 4,0–6,0% на 2021–2022 гг. В последующие два года коридор будет сужен до 4,0–5,0%, что потребует от монетарных властей дополнительных усилий по удержанию годовой динамики ИПЦ в заданных параметрах.

Экономическая активность

ЕАБР прогнозирует активный восстановительный рост экономики. ВВП РК увеличится на 4,0% в 2021 г. (рисунок 19.А). Ключевым фактором станет дальнейшее ослабление негативного влияния пандемии на деловую активность. Во внутригодовой динамике наибольший рост придется на II квартал 2021 г., что будет обусловлено, прежде всего, низкой базой аналогичного периода предыдущего года, когда вследствие введения карантинных мер работа большей части предприятий была приостановлена. Ослабление санитарных требований создаст условия для восстановления динамики роста в сфере услуг, в первую очередь оптовой и розничной торговли, ресторанного бизнеса и деятельности культурно-развлекательных центров. Снятие ограничений на трансграничные передвижения, по нашей оценке, будет происходить неравномерно, что затян timer процесс восстановления активности в транспортно-логистической отрасли и сфере международного туризма. Меры налогово-бюджетного стимулирования продолжают оказывать поддержку экономике, хотя их вклад несколько снизится на фоне увеличения экономической активности в 2021 г. и высокой базы 2020 г. Восстановление экономики к докризисному уровню – IV квартал 2019 г. – предполагается к концу 2021 г.

Ожидается ускорение роста экономики в 2022–2023 гг. по мере введения новых мощностей. Повышение деловой активности в 2022 г. во многом будет обусловлено полным снятием санитарных ограничений в Казахстане и странах – торговых партнерах. Восстановление международного пассажирооборота и полноценное функционирование цепочек поставок обусловят активизацию международной торговли товарами и услугами и станут импульсом для роста иностранных инвестиций. 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 2022 и 2023 гг. ускорится до 4,5% и 5,1% соответственно (рисунок 19.А).

Рисунок 19. Прогноз экономической активности и инфляции в Республике Казахстан



Примечание: сезонно скорректированные данные.

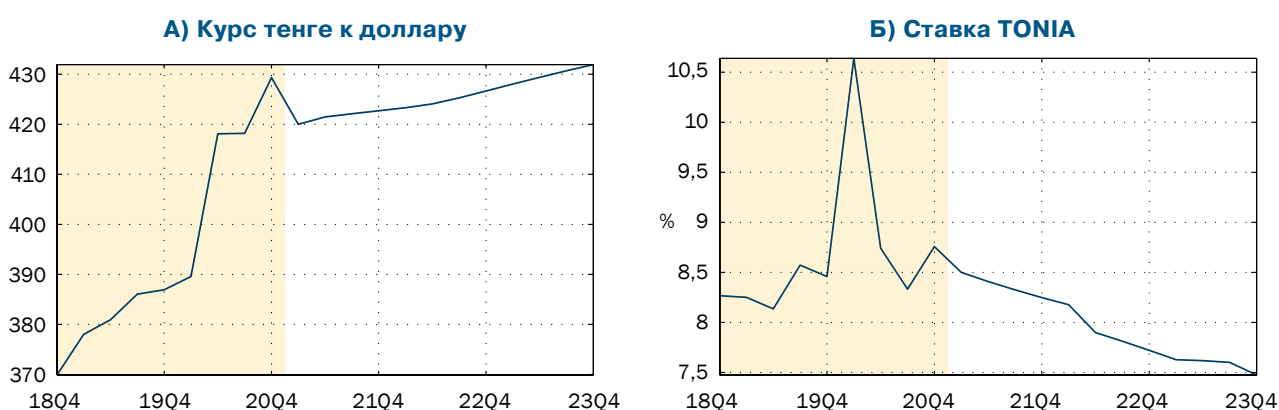
Источник: расчеты ЕАБР, ЕЭК

Инфляция

Инфляция останется выше целевого ориентира по итогам 2021 г. Темп прироста потребительских цен будет иметь тенденцию к замедлению в течение года (рисунок 19.Б). Однако инфляция останется выше целевого ориентира, установленного в размере 4,0–6,0%. Инфляционный фон продолжит формироваться под воздействием произошедшего в 2020 г. ослабления тенге и повышения цен на продовольствие. К концу I квартала текущего года влияние курсового фактора будет исчерпано. Эффект повышения мировых цен на продовольствие будет ослабевать в течение всего года и полностью исчезнет в начале 2022 г. Дополнительное дезинфляционное влияние окажет слабый потребительский спрос. В результате инфляция по итогам 2021 г. прогнозируется в размере 6,3%.

Инфляция стабилизируется в пределах целевых ориентиров 2022–2023 гг. Исчерпание действия проинфляционных факторов в среднесрочной перспективе будет способствовать закреплению инфляционных ожиданий на устойчивом уровне. Это позволит обеспечить динамику инфляции в пределах целевого ориентира Национального банка в условиях постепенного восстановления экономической активности и уменьшения дезинфляционного влияния внутреннего спроса.

Рисунок 20. Прогноз курса тенге и ставки МБК в Республике Казахстан



Источник: расчеты ЕАБР, ЕЭК

Денежно-кредитная политика и курс казахстанского тенге

Денежно-кредитная политика в 2021 г. продолжит ориентироваться на сохранение баланса проинфляционных рисков и рисков ослабления экономической активности. Неопределенность в развитии эпидемиологической ситуации повышает риски устойчивого восстановления экономики, что может потребовать принятия мер, направленных на поддержание внутреннего спроса. С другой стороны, проинфляционные риски ограничивают возможности по проведению стимулирующей денежно-кредитной политики. Мы полагаем, что текущий уровень базовой ставки позволит замедлить инфляцию, не оказывая существенного давления на деловую активность в стране. Снижение ставки на 0,25 п.п. возможно в IV квартале 2021 г. по мере стабилизации инфляционных ожиданий.

В среднесрочной перспективе сохраняется потенциал снижения базовой ставки. Стабилизация инфляции в пределах целевого ориентира, притом что экономика к 2023 г.

приблизится к равновесному уровню, создает предпосылки для восстановления нейтральных денежно-кредитных условий. По оценкам ЕАБР, базовая ставка к концу прогнозируемого периода может быть снижена до 7,5–8,5% (рисунок 20.Б).

Курс казахстанского тенге к доллару прогнозируется на уровне 421,6 в среднем за 2021 г. Стремительный рост мировых цен на нефть и металлы в конце 2020 – начале 2021 г. отчасти поспособствует укреплению тенге в I квартале 2021 г. Текущая динамика в какой-то мере продиктована возвратом тенге утерянных в начале осени 2020 г. позиций (рисунок 20.А).

Прогнозируется ослабление казахстанского тенге к доллару на 1,0% в среднем за год в 2022–2023 гг. Такая динамика будет соответствовать равновесной траектории курса национальной валюты и не окажет дополнительного проинфляционного воздействия. Более высокая инфляция в Казахстане по сравнению со странами – торговыми партнерами является дополнительным фактором номинального обесценения тенге.

Риски

Неопределенность в отношении развития эпидемиологической ситуации в стране и мире несет в себе риски более медленного восстановления экономики. Появление новых штаммов вируса и неэффективное применение вакцин может продлить период действия ограничительных мер. Это, в свою очередь, отложит процесс восстановления мировой экономики, сохраняя в подавленном состоянии спрос на энергоресурсы. По расчетам ЕАБР, при сохранении цен на нефть на уровне 40 долл. США за баррель в 2022–2023 гг. и затяжных темпах восстановления мировой экономики темп прироста ВВП Казахстана будет на 1,8 п.п. ниже базового прогноза – 2,2% в среднем за год.

Проинфляционные риски РК остаются повышенными. Более продолжительное сохранение ограничительных мер внутри Казахстана и в странах – торговых партнерах повышает вероятность возникновения дополнительных дисбалансов на отдельных товарно-сырьевых рынках. В сочетании со стремлением стран обеспечить продовольственную безопасность это усилит инфляционное давление извне. Реализация отложенного потребительского спроса по мере восстановления деловой активности несет в себе дополнительные риски ускорения инфляции.

КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

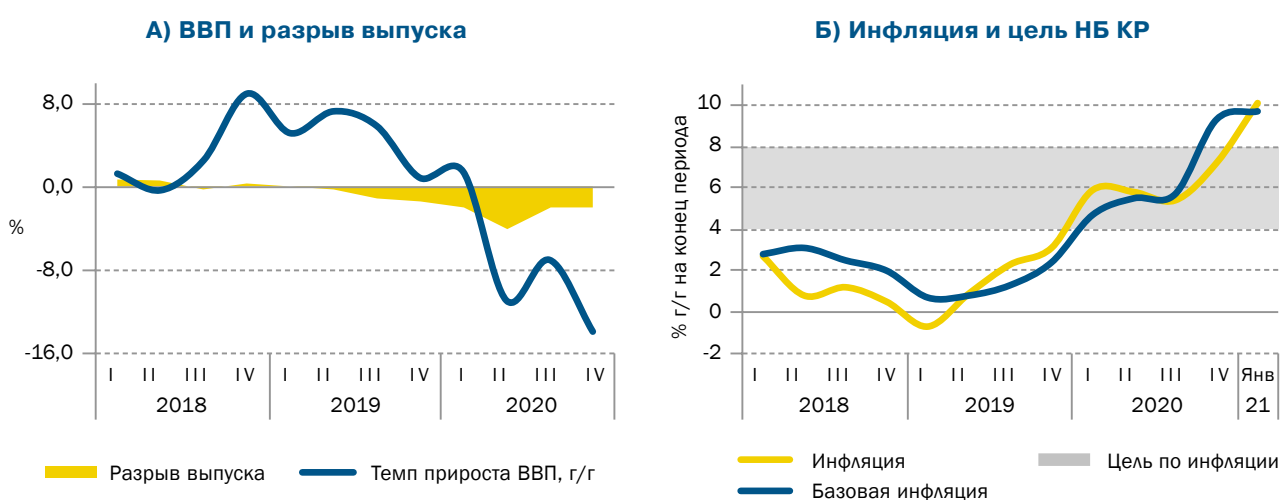
Текущая ситуация

Экономическая активность

Значительное сокращение экономической активности в 2020 г. По предварительной оценке НСК, ВВП КР сократился на 8,6% по итогам 2020 г. Данный спад является самым глубоким за последние 26 лет, кроме того, он, в отличие от других эпизодов падения экономики за указанный период, характеризовался повсеместным сокращением экономической активности (см. [врезку](#)). Введение карантина в апреле-мае, резкое ухудшение эпидемиологической ситуации в июле, повышение социально-политической напряженности в октябре, а также плановое снижение производства золота на руднике Кумтор явились ключевыми внутренними факторами сокращения потребительской и инвестиционной активности. Со стороны внешнего сектора дополнительное отрицательное воздействие на экономику КР оказали снижение внешнего спроса на товары кыргызских производителей, исключая золото, функционирование пограничных пропускных пунктов в ограниченном режиме и транспортно-логистические затруднения.

Экономическая активность в начале текущего года оставалась слабой. ВВП в январе сократился на 7,6% г/г. Падение выпуска сохранилось в промышленности (минус 9,5% г/г), строительстве (минус 22,5% г/г), оптовой и розничной торговле (минус 12,0% г/г), транспортном секторе (минус 12,1% г/г), ресторанном и гостиничном бизнесе (минус 34,0% г/г). Экономическую активность продолжили ограничивать высокая неопределенность, сложная эпидемиологическая обстановка внутри страны и за рубежом.

Рисунок 21. Экономическая активность и инфляция в Кыргызской Республике



Источник: НСК КР, НБ КР, расчеты ЕАБР, ЕЭК

Врезка. Сопоставление влияния пандемии COVID-19 и деятельности предприятия Кумтор на экономический рост Кыргызской Республики

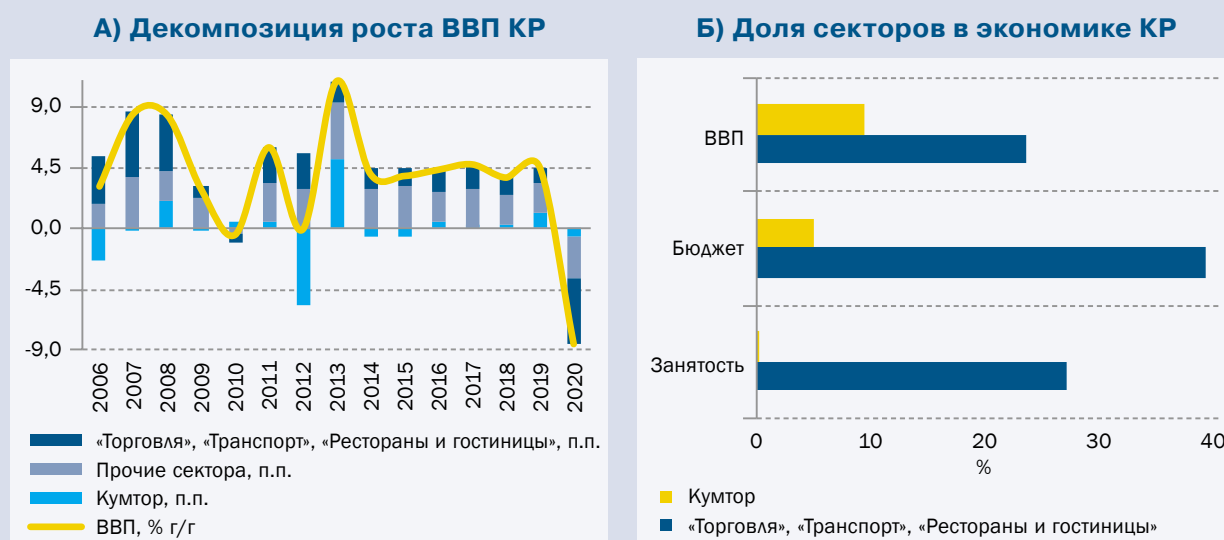
Волатильность динамики ВВП КР в последние десятилетия во многом определялась деятельностью золотодобывающего предприятия «Центерра Голд», занимающегося разработкой месторождения Кумтор. Восстановление роста в 2006 г. сдерживалось падением производства золота на руднике Кумтор. Просадка ВВП в 2010 г. примерно на треть была компенсирована положительными показателями выпуска на горнорудном предприятии. Наиболее резкие перепады ВВП зафиксированы в период 2011–2014 гг., когда динамика годового экономического роста варьировала от минус 0,1 до 10,9% (рисунки 22.А). Несмотря на то, что деятельность компании «Центерра Голд» обеспечивала в среднем 8–9% ВВП, воздействие ее производственных показателей на экономику КР является узконаправленным и сосредоточено в нескольких областях. Существенным каналом влияния является внешнеэкономическая сфера: в общем объеме экспорта в среднем за период 2009–2019 гг. поставки золота за рубеж занимали 42,2%. Второй канал – сектор государственного управления. В доходах государственного бюджета удельный вес налога на валовой доход Кумтора в среднем за период 2009–2020 гг. занимал 5%. По данным компании «Центерра Голд», суммарные отчисления, произведенные ею сектору государственного управления, включая обязательные платежи в различные фонды, прочие налоги и сборы, эквивалентны 6,4% доходов государственного бюджета в 2018 г. и 8,9% в 2019 г. Выплаты «Центерра Голд» корпоративному сектору, связанные с поставкой товаров и услуг в 2019 г., были сопоставимы с 1,1% ВВП КР. На рынке труда предприятие не играет существенной роли. Таким образом, ключевой сферой влияния «Центерра Голд» являются показатели экспортной выручки и доходов сектора государственного управления КР.

Пандемия COVID-19 имела ограниченное влияние на деятельность рудника. Согласно заявлениям «Центерра Голд», объем произведенного золота по итогам 2020 г. соответствует запланированным показателям. Однако негативные эффекты пандемии затронули широкий спектр других отраслей экономики и снизили доходы значимой части экономически активного населения. Выпуск в наиболее пострадавших от пандемии секторах торговли, транспорта, гостиничного и ресторанного бизнеса в 2020 г. сократился на 15,7%, 30,9% и 45,1% соответственно, а их совокупный отрицательный вклад в динамику ВВП составил 4,8 п.п. Данные показатели примерно сопоставимы с падением производства золота на руднике Кумтор на 45,9% в 2012 г., внесшем минус 5,6 п.п. в динамику ВВП. Тем не менее негативное влияние на экономику, оказанное глубоким сокращением производства на ключевом золоторудном предприятии, ограничено только снижением экспорта на 19,2%, в то время как потребление домохозяйств в 2012 г. выросло на 11,3%, а валовое накопление капитала увеличилось на 42,4%. При этом соразмерный отрицательный вклад эффектов COVID-19 в динамику ВВП в 2020 г. сопряжен с повсеместным ухудшением экономической ситуации. В трех секторах экономики (торговля, транспорт, гостиничный и ресторанный бизнес) задействовано более четверти экономически активного населения, а налоги на товары и услуги составляли около 40% доходов государственного бюджета в анализируемом периоде. На данные отрасли экономики приходилось 23,3% ВВП в среднем за последние 11 лет (рисунки 22.Б). Согласно обследованию НСК КР, в результате негативного влияния пандемии 44% опрошенных домохозяйств сократили свои расходы в 2020 г. (Кузнецов и др., 2021). По предварительной оценке



статистического ведомства КР, инвестиции в 2020 г. снизились на 24,7%, а налоговые доходы – на 12,0%. Сокращение выпуска отмечено в отраслях, суммарная доля которых составила 63,7% ВВП по итогам 2020 г. В укрупненной номенклатуре отраслевой структуры ВВП зафиксированные положительные темпы роста не превышали 1,6%, тогда как среднегодовой рост экономики в период 2014–2019 гг. составлял 4,2%.

Рисунок 22. Значимость рудника Кумтор и сектора услуг для экономики КР



Примечание: доли Кумтора и секторов «Торговля», «Транспорт», «Деятельность ресторанов и гостиниц» соответственно в ВВП в среднем за 2009–2020 гг., в числе занятых в среднем за 2009–2019 гг. Удельные веса налога на валовой доход от Кумтора и налогов на товары и услуги в доходах государственного бюджета в среднем за 2009–2020 гг.

Источник: расчеты ЕАБР, НСК КР, МФ КР, Центерра Голд

Инфляция

Инфляция продолжила ускоряться в начале 2021 г. и достигла 10,1% г/г в январе (после 7,2% г/г месяцем ранее) (рисунок 21.Б). Ключевой вклад в динамику показателя продолжает вносить удорожание продуктов питания, преимущественно вследствие роста мировых цен на масленичные культуры, сахар, зерно и снижения выпуска продукции животноводства в странах – торговых партнерах. Действие данных факторов, по нашей оценке, начнет ослабевать к середине 2021 г. Произошедшее в 2020 г. обесценение сома продолжило оказывать влияние на годовой рост потребительских цен. Кроме того, нарушения в цепочках поставок из-за закрытых границ и обусловленных пандемией санитарных требований ведут к росту издержек. Плановое повышение акцизов на алкогольную и табачную продукцию в I квартале 2021 г. окажет дополнительное повышательное давление на динамику годового ИПЦ.

Внеэкономический сектор

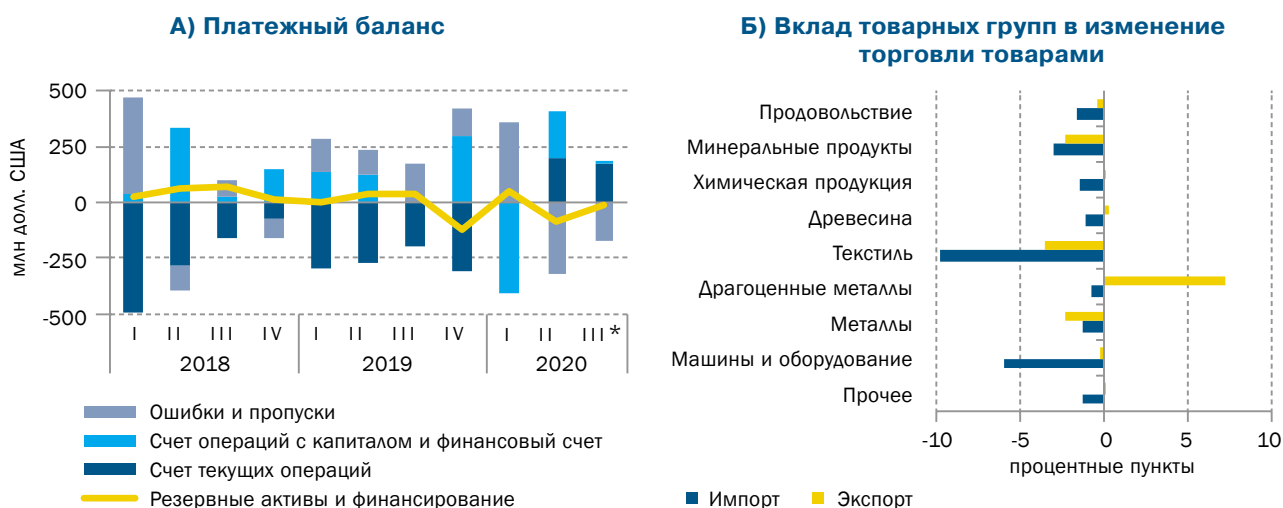
Внеэкономическая деятельность существенным образом сократилась в 2020 г. Закрытие границ и временная приостановка деловой активности в стране повлияли на снижение внешнеторгового оборота товаров и услуг. Исключение составили поставки золота за рубеж,

здесь выручка за год выросла на 18,5% на фоне роста мировых цен на драгоценный металл. Текущие трансферты сократились по причине падения объемов официальной помощи, получаемой от иностранных государств. С другой стороны, трудовые мигранты перевели в КР денежных переводов больше по сравнению с долларовым эквивалентом 2019 г. В 2020 г. отмечен чистый отток капитала по операциям прямых иностранных инвесторов и коммерческих банков. Привлечение внешнего финансирования производилось государственным сектором в виде льготного заимствования у международных организаций развития (рисунок 23.А).

Дефицит торгового баланса снизился. Увеличению экспорта главным образом способствовали возросшие доходы от поставок золота на фоне роста мировых цен на драгоценный металл. Текстильное производство, ключевой сектор внешнеэкономической деятельности КР, понесло существенный урон в период пандемии. Нарушение транспортно-логистических цепочек привело к уменьшению объемов ввозимых материалов и сырья, используемых кыргызскими предприятиями для производства швейной продукции, что среди прочего ограничило их экспортные возможности. На фоне сокращения инвестиций, в том числе государственным сектором, сократился импорт машин и оборудования.

Объем взаимной торговли КР с государствами – членами ЕАЭС в 2020 г. снизился на 12,5%. При этом экспорт сократился на 14,9%, а импорт – на 11,7%. Наибольшая доля взаимной торговли КР с государствами – членами ЕАЭС в 2020 г. традиционно пришлось на Россию (64,9%) и Казахстан (33,1%).

Рисунок 23. Внешняя торговля Кыргызской Республики



Примечание: *предварительные данные. Платежный баланс составлен в соответствии с требованиями 5-го издания Руководства Международного валютного фонда по платежному балансу.

Источник: НСК КР, НБ КР, расчеты ЕАБР

Курс кыргызского сома ослаб на 1,5% по отношению к доллару США с начала текущего года.²⁸ Давление на внутреннем валютном рынке усилилось в конце января на фоне роста

²⁸ По состоянию на 1 марта 2021 г.

волатильности на финансовых рынках региона, а также укрепления доллара на мировом рынке. В этих условиях НБ КР провел интервенции в размере 87 млн долл. США.

Валовые международные резервы Кыргызской Республики на 1 февраля 2021 г. составили 2,7 млрд долл. США. За год они выросли на 13,0% – главным образом из-за наращивания объемов золота как в физическом выражении, так и вследствие повышения мировых цен на драгоценный металл. Увеличение портфеля ценных бумаг, размещенных за рубежом, оказало дополнительное положительное влияние на золотовалютные резервы.

Налогово-бюджетный сектор

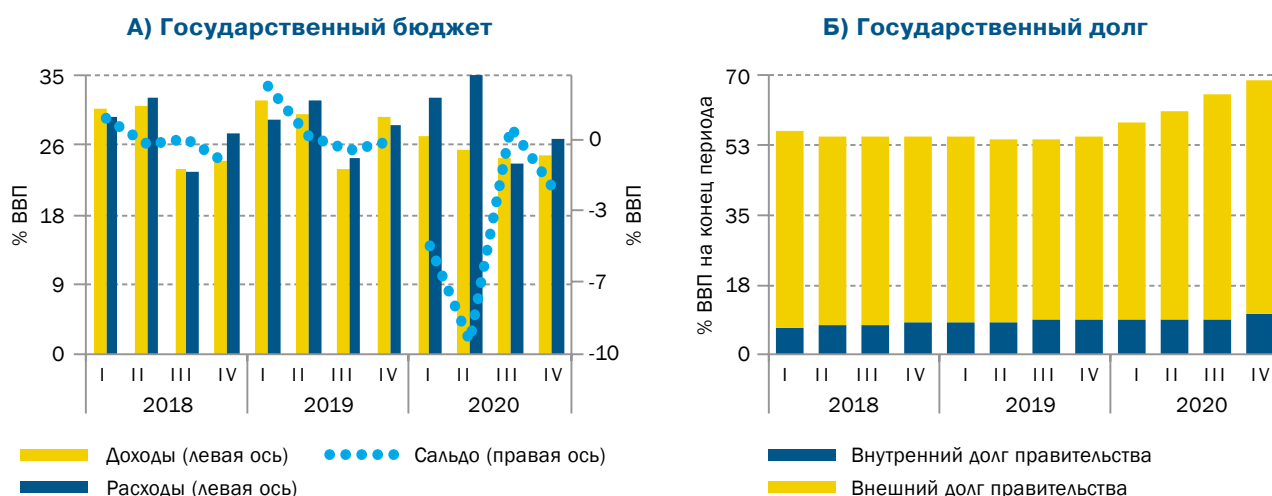
Дефицит государственного бюджета Кыргызской Республики в 2020 г. составил 3,3% ВВП по предварительной оценке НСК (0,1% ВВП годом ранее) (рисунок 24.А). Увеличение отрицательного сальдо обусловлено падением поступлений в бюджет на фоне широкого сокращения экономической активности при невысоком росте расходов сектора государственного управления (2,6%), преимущественно социального назначения.

Доходы государственного бюджета сократились на 9,1% по итогам 2020 г. Это произошло вследствие снижения налоговых поступлений (с отрицательным вкладом в размере 8,7 п.п.) и официальных трансфертов, получаемых от правительств иностранных государств (минус 0,9 п.п.). Неналоговые доходы и поступления от продажи нефинансовых активов выросли вследствие разовых факторов, таких как получение прибыли и дивидендов от отдельных организаций.

Перераспределение государственных расходов. На фоне выпадения налоговых поступлений и необходимости реализации мер по предупреждению распространения коронавирусной инфекции расходы государства на экономические цели в сельском хозяйстве, топливно-энергетическом комплексе, горнодобывающей промышленности, транспорте и связи в 2020 г. были полностью прекращены. Снизились ассигнования на решение вопросов охраны окружающей среды, культуры, отдыха и религии. В то же время ассигнования в здравоохранение увеличены на 23,3%. Повышение заработной платы учителям и сотрудникам правоохранительных органов также способствовало росту расходной части бюджета.

Государственный долг за 2020 г. вырос на 16,5% ВВП и достиг 68,1% ВВП на начало 2021 г. Рост долговой нагрузки объясняется увеличением внешних обязательств на 15,0% ВВП и объема размещаемых на внутреннем рынке государственных казначейских облигаций сроком обращения 2–10 лет (1,5% ВВП) (рисунок 24.Б). В структуре новых иностранных заимствований правительства КР преобладали кредиты, полученные от международных институтов развития на льготных условиях. Дополнительное влияние на увеличение долговой нагрузки оказало номинальное снижение ВВП и обесценение национальной валюты.

Рейтинговое агентство Moody's подтвердило долгосрочный рейтинг КР в национальной и иностранной валюте на уровне В2 и изменило прогноз со «стабильного» на «негативный». Поддержка со стороны партнеров по развитию укрепляет кредитный портфель правительства. С другой стороны, повышенная политическая неопределенность ограничивает возможности государственного сектора в финансировании потребностей экономики в ответ на негативное влияние пандемии и может оказать сдерживающее влияние на инвестиционную активность.

Рисунок 24. Показатели налогово-бюджетного сектора Кыргызской Республики

Источник: МФ КР, НСК КР, расчеты ЕАБР

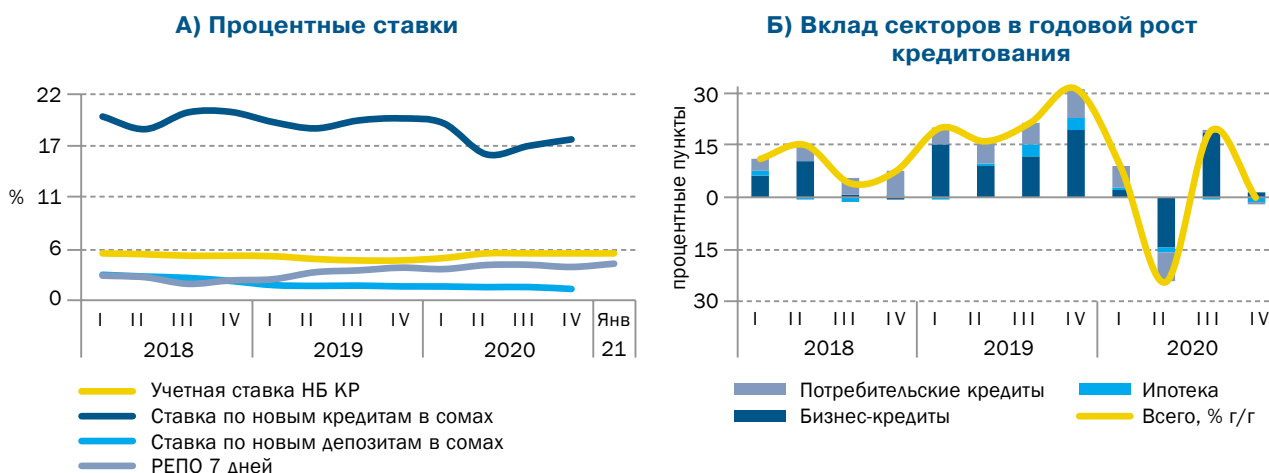
Денежно-кредитный сектор

Национальный банк КР повысил учетную ставку на 0,5 п.п. – до 5,5% в феврале 2021 г.

С одной стороны, сохраняется слабость экономической активности: основные сектора экономики по-прежнему испытывают спад производства. С другой стороны, инфляционные риски повышаются. В частности, внутренний спрос имеет тенденцию к восстановлению на фоне увеличения притока денежных переводов трудовых мигрантов. А продолжающийся рост мировых и региональных цен на продовольствие повышает инфляционные ожидания. К середине года влияние проинфляционных факторов, вероятно, начнет ослабевать. Ставка межбанковского рынка кредитных ресурсов оставалась ниже учетной, при этом сохранилась тенденция их сближения. Ставки кредитования в национальной валюте в среднем за 2020 г. по сравнению с показателем 2019 г. снизились на 2,0 п.п., а по депозитам – на 0,2 п.п. (рисунок 25.А).

Кредитование поддерживалось льготными программами правительства. Объем новых займов, предоставленных коммерческими банками в 2020 г., снизился на 0,5%, преимущественно за счет уменьшения ипотечных (минус 10,2%) и потребительских (минус 3,2%) ссуд, что является следствием слабого внутреннего спроса. Кредитование бизнеса резко восстановилось в III квартале 2020 г. на фоне реализации государственной программы льготного финансирования субъектов предпринимательства с целью смягчения последствий пандемии. Однако в IV квартале темпы предоставления бизнесу новых ссуд резко замедлились (рисунок 25.Б). Доля просроченных кредитов в общем объеме кредитного портфеля на конец 2020 г. повысилась до 10,5% (8,0% годом ранее), что обусловлено ухудшением финансового состояния заемщиков.

Снижение объема новых депозитов в 2020 г. на 3,0% произошло из-за сокращения вкладов юридических лиц в иностранной валюте. В результате доля новых депозитов, размещаемых в банках в иностранной валюте, по итогам 2020 г. снизилась до 30,3% (41,8% годом ранее). Новые вклады в национальной валюте выросли на 16,2%.

Рисунок 25. Показатели денежно-кредитного сектора Кыргызской Республики

Примечание: на рисунке 25.Б представлена динамика выдачи кредитов в кыргызских соммах.

Источник: НБ КР, расчеты ЕАБР

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	3,9	5,5	3,7
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	3,1	9,7	7,3	4,1	4,8
Ставка 7-дневного РЕПО (% годовых в среднем за год)	3,0	3,6	4,0	5,0	6,3
Курс кыргызского сома к доллару США (в среднем за год)	69,8	77,3	84,9	85,2	85,7

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР, ЕЭК

Ключевые предпосылки

Пандемия замедлит развитие в течение 2021 г. В базовом сценарии прогноза мы ожидаем постепенного смягчения санитарных требований за рубежом и удержания хода пандемии под контролем внутри страны. Это будет способствовать восстановлению глобальных цепочек поставок, внешнего и внутреннего спроса.

Ожидается сокращение дефицита бюджета. Согласно закону о бюджете, в течение предстоящих трех лет дефицит консолидированного бюджета КР будет сокращен. Планируется, что в 2021 г. показатель составит 1,4% ВВП, в 2022 г. – 0,9% ВВП, в 2023 г. – 0,7% ВВП.

Предполагается продление срока эксплуатации золоторудного рудника Кумтор. Согласно опубликованному в феврале 2021 г. техническому отчету [Centerra Gold Inc \(2021\)](#), новый срок службы рудника составляет 11 лет, а операции по обогащению руды продлены до 2031 г. На этом

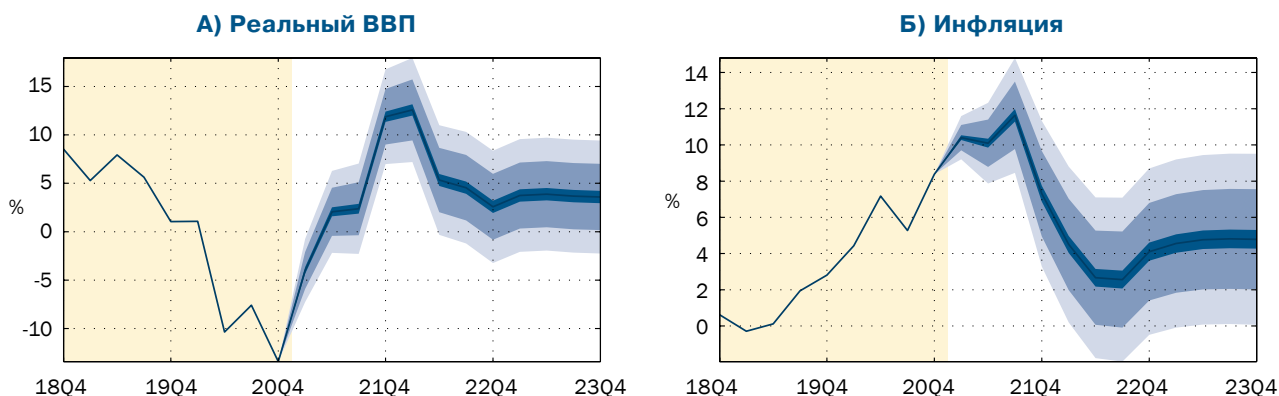
основании мы полагаем, что в период с 2023 по 2026 г. потенциальные темпы роста не будут снижены вследствие выбытия золоторудного предприятия, как ранее предполагалось.

Экономическая активность

ЕАБР прогнозирует восстановление экономического роста в 2021 г. По нашим оценкам, рост ВВП КР в 2021 г. составит 3,9% (рисунок 26.А). Этому во многом будет способствовать значительное смягчение санитарных ограничений по сравнению с предыдущим годом. Во II квартале 2021 г. положительная динамика ожидается в секторах торговли и услуг – к ним относятся торгово-развлекательные центры, ресторанный бизнес и предприятия по предоставлению профессиональных услуг. Восстановление активности в транспортном и туристическом секторах, вероятно, будет затяжным и менее динамичным ввиду сохранения некоторых ограничений на трансграничные передвижения. Прогнозируемое увеличение притока денежных переводов окажет поддержку внутреннему спросу. Ослабление карантинных мер в странах – торговых партнерах может положительно сказаться на кыргызстанских поставках за рубеж. Сдерживающее влияние на экономику будут оказывать подавленный инвестиционный спрос на фоне высокой неопределенности и запланированная консолидация налогово-бюджетной политики. Согласно планам «Центерра Голд», производство золота на руднике Кумтор в 2021 г. сократится примерно на 12,0%, что, по нашим оценкам, может снизить рост ВВП на 1,0–1,3 п.п. Сохранение высоких цен на золото на мировых рынках может в какой-то мере нивелировать отрицательные показатели производства в золоторудном секторе.

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. Как следствие, ожидается волатильная динамика роста ВВП КР в среднесрочной перспективе: ускорение на 5,5% в 2022 г. и рост на 3,7% в 2023 г. Внутренний потребительский спрос получит поддержку благодаря увеличению притока денежных переводов. Экспортные поставки будут сдерживаться снижением мировых цен на золото в среднесрочной перспективе и укреплением реального эффективного обменного курса. Действие названных факторов отчасти нивелирует укрепление внешнего спроса на фоне нормализации эпидемиологической ситуации в мире и возврата к полноценному функционированию глобальных транспортных цепочек. По нашим оценкам, в прогнозируемом периоде экономика продолжит функционировать ниже своего потенциального уровня, хотя отрицательный разрыв сократится на 1,9 п.п.

Рисунок 26. Прогноз экономической активности и инфляции в Кыргызской Республике



Примечание: сезонно скорректированные данные.

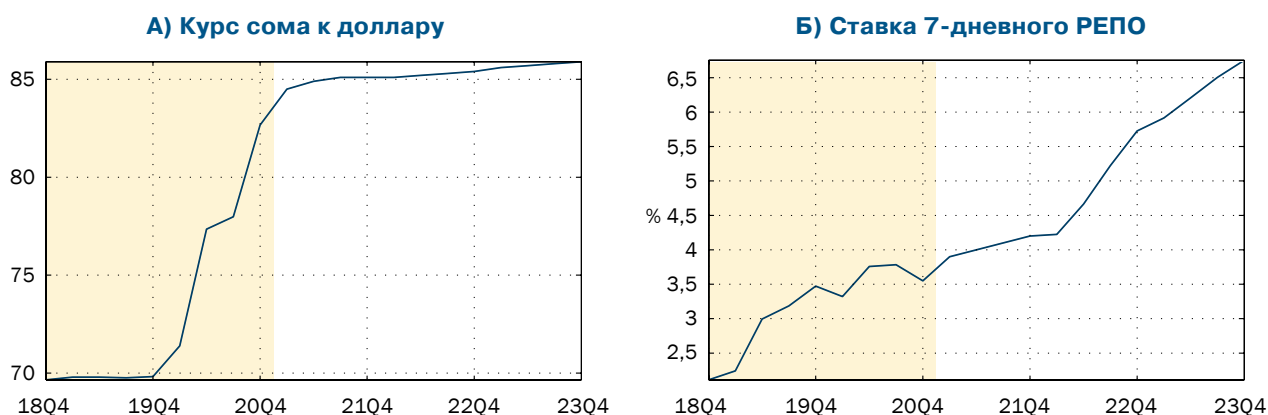
Источник: расчеты ЕАБР, ЕЭК

Инфляция

Ожидается замедление инфляции в конце 2021 г. до 7,3% по его итогам. Темп прироста потребительских цен останется выше 10% вплоть до сентября текущего года (рисунок 26.Б). Эффекты произошедшего в 2020 г. ослабления сома и повышения мировых и региональных цен на продовольствие продолжают отражаться в годовом показателе инфляции, удерживая его на высоком уровне. К концу года влияние этих факторов будет ослабевать по мере ожидаемой стабилизации как мировых цен на продукты питания, так и курса национальной валюты. В течение года инфляционный фон будет также поддерживаться более высокой стоимостью энергоресурсов на мировых рынках по сравнению с 2020 г. В результате инфляция по итогам 2021 г. прогнозируется в размере 7,3%.

ЕАБР прогнозирует низкий инфляционный фон в 2022–2023 гг. В условиях стабильности номинального обменного курса по отношению к доллару США, прогнозируемого в среднесрочном периоде, ожидается замедление темпов роста ИПЦ. 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 2022 и 2023 гг. сложится ниже целевого ориентира и составит 4,1% и 4,8% соответственно.

Рисунок 27. Прогноз курса кыргызского сома и ставки МБК в Кыргызской Республике



Источник: расчеты ЕАБР, ЕЭК

Денежно-кредитная политика и курс кыргызского сома

Учетная ставка, по базовому сценарию прогноза ЕАБР, сохранится на уровне 5,5% в текущем году. По нашим оценкам, ускорение инфляции, отмеченное в конце 2020 – начале 2021 г., во многом обусловлено действием временных факторов. Давление со стороны мировых цен на продовольствие начнет ослабевать со второй половины 2021 г., в то время как экономика все еще продолжит функционировать ниже своего потенциального роста, обуславливая необходимость в ее стимулировании. Учитывая, что стоимость межбанковского кредитования все еще остается ниже учетной ставки, мы допускаем их сближение к концу 2022 г. (рисунок 27.Б).

Предполагается стабильность курса кыргызского сома в среднесрочном периоде. В базовом сценарии прогноза мы ожидаем, что текущая валютная политика сохранится в среднесрочной перспективе. Монетарные власти, следуя режиму плавающего обменного курса, 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 США.

Риски

Неопределенность в отношении развития эпидемиологической ситуации является ключевым риском базового сценария ЕАБР. Появление новых штаммов вируса может замедлить процесс открытия границ в странах – торговых партнерах КР, что существенным образом скажется на ее экспортно ориентированных отраслях и замедлит процесс восстановления экономики. Сохранение затруднений в цепях поставок продолжит увеличивать издержки товаропроизводителей, а также повысит вероятность роста мировых цен на продовольствие – как следствие ограниченного предложения сельскохозяйственной продукции и повышенного спроса на нее, в том числе стимулируемого мерами усиления продовольственной безопасности. Данные факторы могут оказать повышательное давление на динамику внутренних цен КР.

Возможность наращивания государственного долга ограничена. Государственный долг по итогам 2020 г. превысил пороговое значение в 60% ВВП, оставляя возможность лишь для привлечения кредитных ресурсов на льготных условиях. В отсутствие роста налоговой базы и повышения объемов обслуживания внешнего долга возрастает вероятность сокращения государственных расходов. Это окажет сдерживающее влияние на рост ВВП в среднесрочной перспективе, замедлив восстановление экономики.

ЕАБР оценил рискованный сценарий прогноза, который основывается на следующих ключевых предпосылках. Сделано допущение о большем негативном влиянии пандемии на потенциальный ВВП КР в 2020 г. в сравнении с базовым сценарием. Предполагается, что восстановление деловой активности в странах – ключевых торговых партнерах КР будет медленным, цены на энергоресурсы снизятся, а на золото – будут выше, давление на курсы валют развивающихся стран усилится.²⁹ Деловая активность в КР в таких условиях будет гораздо слабее в сравнении с базовым прогнозом. Потребительский спрос сократится, а население увеличит спрос на иностранную валюту из-за повышения девальвационных ожиданий.

Реализация рискованного сценария приведет к более низким темпам экономического роста КР в 2021–2022 гг. по сравнению с базовым сценарием. ВВП увеличится на 2,8% в 2021 г., на 2,9% в 2022 г. и на 4,2% в 2023 г. Среднегодовой курс кыргызского сома к доллару в 2021 г. в рисковом прогнозе окажется на уровне 88,3, что на 4% слабее базового. Инфляция из-за девальвации национальной валюты достигнет 10,0% по итогам 2021 г., и в 2023 г. она замедлится до 4–4,7% в условиях слабого внутреннего спроса. Усиление инфляционного давления и ослабление национальной валюты могут потребовать повышения процентных ставок: ставка 7-дневного РЕПО прогнозируется в размере 6,5% в среднем за 2021 г. и 7,5% в 2022 г.

²⁹ Подробное описание рискованного сценария в части мировой экономики представлено в разделе «Внешнеэкономические условия».

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Текущая ситуация

Экономическая активность

ВВП России упал на 3,1% в 2020 г. вследствие сокращения внутреннего и внешнего спроса (рисунок 28.А). Меры социальной изоляции и снижение на 3,5% доходов населения привели к падению потребительских расходов домохозяйств на 8,6% в 2020 г. Капитальные вложения сократились на 6,2% в условиях повышенной неопределенности, снижения прибыли организаций и транспортно-логистических затруднений. Физические объемы экспорта в 2020 г. упали на 5,1%, во многом из-за уменьшения добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК+ и сокращения внешнего спроса.³⁰ Факторами поддержки экономической активности в 2020 г. стали смягчение денежно-кредитной политики и антикризисные меры властей. Объем последних оценивается около 4,5% ВВП, что компенсировало более 2% потерь ВВП.

В отраслевом разрезе наибольший отрицательный вклад в динамику ВВП в 2020 г. внесли добыча полезных ископаемых и транспорт – минус 0,9 и 0,7 п.п. соответственно.³¹ Снижение активности в этих секторах во многом объясняется падением спроса на энергоносители, уменьшением объемов добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК+, а также ограничениями на внутреннее и международное перемещение граждан. В условиях сокращения потребительского спроса и санитарных ограничений большие потери понесла сфера услуг. Торговля, гостиничный и ресторанный бизнес, а также сфера досуга и развлечений в совокупности сократили рост ВВП в 2020 г. на 0,7 п.п. Обрабатывающие производства пострадали от пандемии гораздо меньше сферы услуг, в том числе благодаря более мягким ограничениям на деятельность промышленных предприятий. ВДС обработки осталась практически на уровне 2019 г., получив поддержку за счет наращивания выпуска лекарственных средств и химической продукции. Финансовая и страховая деятельность добавили 0,4 п.п. к динамике показателя на фоне роста спроса на финансовые услуги.

В январе-феврале 2021 г. ВВП России сократился на 2,5% г/г.³² Потребительский спрос в начале года продолжил восстанавливаться: спад потребления услуг населением замедлился до 6% г/г в феврале (минус 8,7% в январе 2021 г. и минус 11,1% в декабре 2020 г.), а оборот розничной торговли практически достиг докризисного уровня (минус 0,7% г/г в январе-феврале 2021 г. после минус 3,6% г/г в декабре 2020 г.). Промышленное производство в январе-феврале сократилось на 2,8% г/г после быстрого восстановления в конце прошлого года (+2,1% г/г в декабре 2020 г.). На динамику индустриального сектора повлиял календарный фактор: в январе 2021 г. было меньшее количество рабочих дней, чем годом ранее, а в феврале 2021 г. – календарных дней. Без учета этого фактора промышленность остается на траектории восстановления, а выпуск обрабатывающих отраслей находится около докризисных объемов. На продолжение восстановительного процесса указывает и динамика индекса PMI в обрабатывающей промышленности: в январе

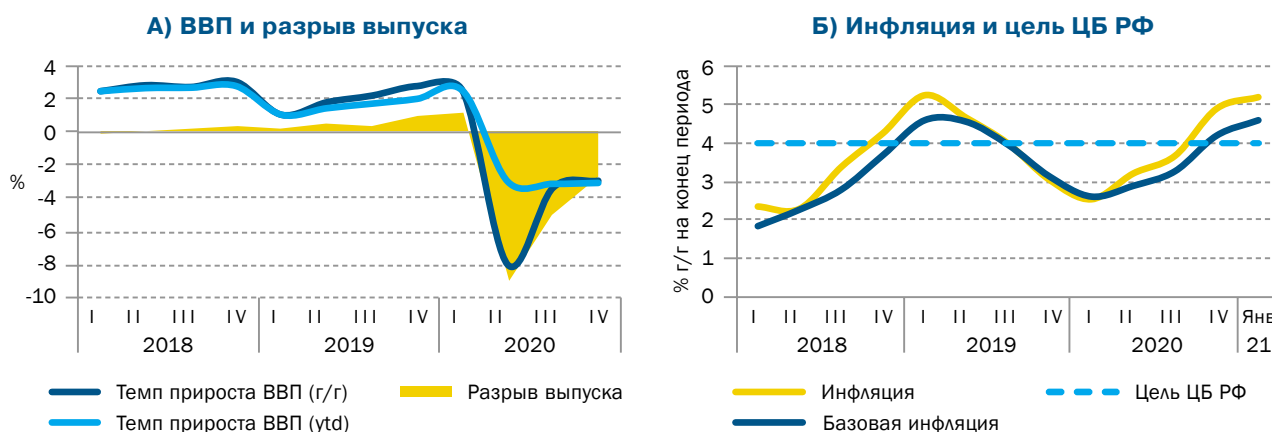
³⁰ По данным Росстата, в 2020 г. в России добыто 512 млн тонн нефти (включая газовый конденсат), что на 8,7% меньше, чем в 2019 г.

³¹ Оценки ЕАБР на основе данных Росстата.

³² Оценка Минэкономразвития РФ.

и феврале он составил соответственно 50,9 и 51,5 пункта и оставался выше пороговой отметки 50. По оценкам ЕАБР, восстановление экономической активности привело к сокращению отрицательного разрыва выпуска в I квартале 2021 г. до 1,5–2% с 2,6% в IV квартале 2020 г.

Рисунок 28. Экономическая активность и инфляция в России



Источник: Росстат, ЦБ РФ, расчеты ЕАБР, ЕЭК

Инфляция

Инфляция увеличилась в начале 2021 г. и достигла 5,2% г/г в январе и 5,7% г/г в феврале (рисунок 28.Б). Ускорение инфляции продолжилось и в первой половине марта – она составила 5,8% г/г на 15 марта. В целом по итогам марта ЕАБР прогнозирует темп прироста ИПЦ в размере 5,7–6% г/г. На внутренние потребительские цены оказывает давление рост стоимости продовольствия на мировом рынке. Так, индекс цен на продовольствие Всемирного банка увеличился на 26,2% г/г в феврале 2021 г. и достиг максимального уровня с 2013 г. К росту издержек производителей ведут затруднения в цепочках поставок и затраты на противоэпидемические мероприятия. Цены производителей в обрабатывающей промышленности повысились на 12,1% г/г в феврале, в том числе производителей пищевых продуктов – на 14,2% г/г. Дополнительным инфляционным фактором в начале текущего года остается произошедшее в прошлом году ослабление рубля. По нашим расчетам, за II квартал 2020 – I квартал 2021 г. курсовой фактор добавил 1,6–1,7 п.п. к годовому росту ИПЦ. Полная реализация эффекта переноса валютного курса ожидается во II квартале текущего года.³³

Внеэкономический сектор

Профицит текущего счета платежного баланса России в 2020 г. снизился на 32,3 млрд долл. США и составил 32,5 млрд долл. США (2,2% ВВП).³⁴ Ухудшение показателя объясняется сокращением на 75,9 млрд долл. США положительного сальдо торговли товарами (рисунок 29.А). Негативный эффект ухудшения торгового баланса на динамику текущего счета был частично компенсирован уменьшением дефицита внешней торговли услугами и баланса доходов (на 18,4 и 25,2 млрд долл. США соответственно) в условиях ограничений на туризм и снижения прибыли российских предприятий.

³³ В составе курсового фактора также учитывается изменение потребительских цен в странах – основных торговых партнерах.

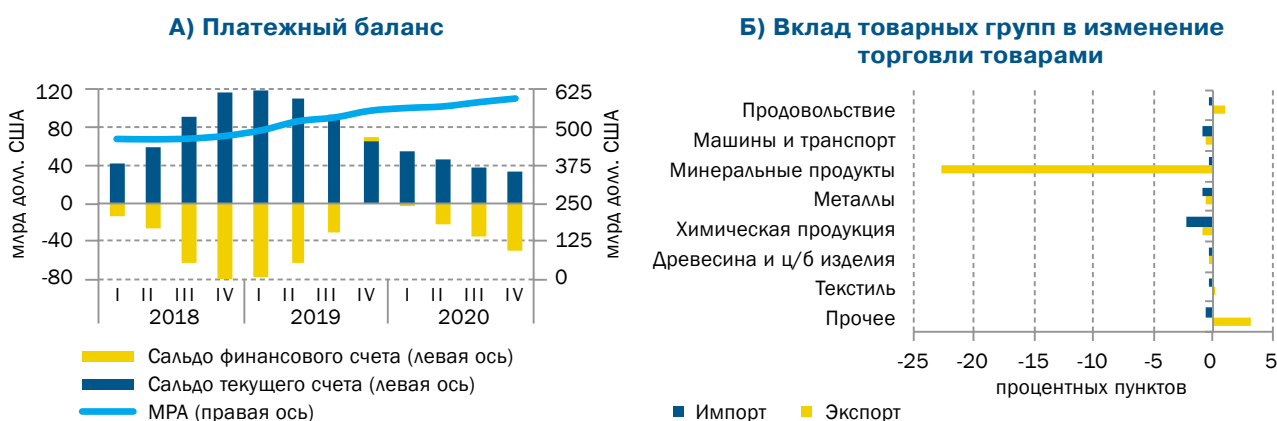
³⁴ Оценка платежного баланса РФ Банка России.

Падение нефтегазового экспорта на 90 млрд долл. США стало ключевым фактором сокращения профицита торгового баланса России в 2020 г. К этому привело снижение цен и внешнего спроса на углеводороды в условиях пандемии, а также уменьшение добычи нефти в рамках ОПЕК+. Объем ненефтегазового экспорта по итогам 2020 г. остался на уровне предыдущего года. Существенно увеличились поставки продовольствия, чему способствовали сохранение сильного спроса на продукты питания и рост мировых цен. В два раза вырос экспорт драгоценных металлов и камней – это может быть связано с прекращением Банком России покупок золота на внутреннем рынке и с удорожанием драгметалла на рынке мировом. Негативное воздействие на динамику ненефтегазового экспорта оказало снижение цен поставок удобрений и большинства металлов, а также падение экспорта инвестиционных товаров в условиях повышенной глобальной неопределенности и закрытия границ. Импорт товаров в Россию в 2020 г., по данным ФТС РФ, сократился на 14,2 млрд долл. США (5,7%) вследствие снижения внутреннего спроса и ослабления рубля. Сокращение поставок в Россию отмечено по всем укрупненным товарным группам (рисунк 29.Б).

На страны ЕАЭС в 2020 г. приходилось 9% объема внешней торговли товарами России.³⁵ Доля государств Союза увеличилась на 0,4 п.п. по сравнению с 2019 г. Российский экспорт в ЕАЭС упал на 13,7% в 2020 г., в то время как импорт из Союза сократился на 7,5%. Снижение поставок российских товаров на рынок ЕАЭС отмечено по большинству укрупненных товарных групп. Поддержку российскому экспорту в ЕАЭС оказало наращивание продаж продовольствия, а также текстильных изделий и фармацевтики, что может являться следствием пандемии COVID-19.

Отток капитала частного сектора из России увеличился на 25,7 млрд долл. США в 2020 г. и составил 47,8 млрд долл. США. Такая динамика объясняется главным образом сокращением на 45,5 млрд долл. США обязательств небанковского сектора. Поступления ПИИ упали на 27,5 млрд долл. США, а портфельные инвестиции – на 9,9 млрд долл. США на фоне снижения у инвесторов «аппетита» к риску в условиях пандемии, нарастания угроз ужесточения антироссийских санкций и сокращения прибыли российских компаний.

Рисунок 29. Показатели внешнеэкономического сектора России



Примечания: 1) на рисунке 29.А сальдо текущего и финансового счета представлено в виде скользящей суммы четырех кварталов; 2) на рисунке 29.А сальдо финансового счета представлено за вычетом изменения МРА, положительные значения – чистое заимствование.

Источник: ФТС РФ, ЕЭК, ЦБ РФ, расчеты ЕАБР

³⁵ Расчет ЕАБР на основе данных ФТС РФ.

Курс российского рубля к доллару в первые месяцы текущего года остается в диапазоне 72–76. Поддержку российской валюте оказывают рост нефтяных котировок и оптимизм на мировых рынках в связи с началом кампании вакцинации и сохранением восстановительной динамики мировой экономики. Сохранение угрозы ужесточения антироссийских санкций, в свою очередь, ограничивает пространство для укрепления рубля. По оценке ЕАБР, российская валюта в I квартале 2021 г. остается примерно на 7% недооцененной к доллару.

Золотовалютные резервы Российской Федерации на 1 марта 2021 г. составили 586,3 млрд долл. США. С начала года объем резервов снизился на 9,5 млрд долл. США, что преимущественно объясняется уменьшением стоимости золота на мировом рынке. Поддержку показателю оказывает возобновление с середины января покупок валюты в рамках бюджетного правила в условиях повышения нефтяных цен. Объем резервов превышает 20 месяцев импорта товаров и услуг и существенно превосходит традиционные критерии достаточности (например, три месяца импорта товаров и услуг).

Налогово-бюджетный сектор

Дефицит федерального бюджета составил 3,9% ВВП по итогам 2020 г. – после профицита 1,8% ВВП годом ранее. Формирование отрицательного сальдо стало результатом сокращения доходов и наращивания расходов (рисунок 30.А). Бюджетная политика в 2020 г. носила стимулирующий характер и поддерживала экономическую активность. По нашим расчетам, фискальный импульс в 2020 г. составил около 3% потенциального ВВП.³⁶

Доходы федерального бюджета в 2020 г. снизились на 0,95% ВВП. Это связано с падением нефтегазовых поступлений на 2,3% ВВП вследствие обвала цен на минеральное топливо и уменьшения объемов его добычи и экспорта. Ненефтегазовые доходы в 2020 г. выросли на 1,4% ВВП, главным образом за счет перечисления ЦБ РФ в бюджет прибыли от продажи Сбербанка (около 1% ВВП).

Расходы федерального бюджета в 2020 г. выросли на 4,7% ВВП. Значительно увеличились траты на социальную политику (на 2,1% ВВП), здравоохранение (на 0,6% ВВП) и национальную экономику (на 0,7% ВВП). Наращивание расходов во многом связано с поддержкой населения и бизнеса в условиях пандемии.

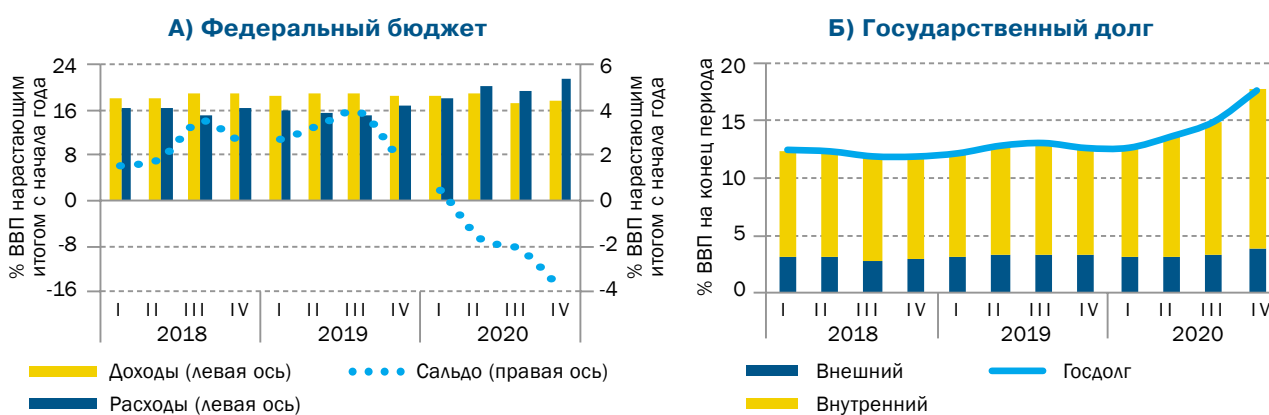
Государственный долг достиг на конец 2020 г. почти 19 трлн рублей – 17,7% ВВП по расчету ЕАБР. Рост долговой нагрузки объясняется преимущественно увеличением внутренних обязательств на 4,5% ВВП в условиях формирования дефицитного бюджета (рисунок 30.Б). Так, в 2020 г. объем размещения ОФЗ составил 5,3 трлн рублей – на 3,2 трлн рублей больше, чем в 2019 г. Ключевыми покупателями ОФЗ стали российские банки – требования кредитных организаций к федеральным органам госуправления по долговым ценным бумагам увеличились на 4,1 трлн рублей за 2020 г. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ снизилась до 23,4% на 1 февраля 2021 г. с пика в 34,9% на 1 марта 2020 г. в условиях глобального роста рисков и неопределенности. В структуре размещения ОФЗ по срочности в 2020 г. увеличилась доля заимствований со сроком погашения от 5 до 9 лет – до 65% суммарного объема с 50% в 2019 г. (расчет ЕАБР). При этом доля долгосрочных бумаг (свыше 10 лет) уменьшилась до 24% с 35%. Средневзвешенная доходность ОФЗ с постоянным купонным доходом, по нашим

³⁶ Фискальный импульс рассчитан как изменение циклически скорректированного дефицита федерального бюджета (без учета доходов от продажи Сбербанка и обслуживания госдолга).

расчетам, снизилась до 5,7% в 2020 г. с 7,8% в 2019 г., что произошло во многом в результате снижения ключевой ставки в 2020 г. В целом уровень долговой нагрузки остается небольшим, что сохраняет пространство для бюджетной поддержки экономики в случае воздействия негативных шоков.

Дефицит федерального бюджета в январе-феврале 2021 г. составил 645 млрд рублей – на 482 млрд больше, чем годом ранее. Это в первую очередь связано с сохранением более высокого объема расходов (на 14% г/г), главным образом на социальную политику. Доходы бюджета снизились на 2,3% г/г. На это повлияло сокращение нефтегазовых поступлений на 15,4% г/г – цена нефти Urals в январе 2021 г. была на 11,8% ниже, чем в январе 2020 г., а объем добычи нефти – на 9,4%. Постепенное наращивание добычи в течение года и сохранение более высоких, чем в 2020 г., нефтяных котировок поспособствуют увеличению нефтегазовых доходов в 2021 г. Обращает на себя внимание сильный рост НДС на 30,5% г/г в январе-феврале, что может являться признаком активного восстановления внутреннего спроса.

Рисунок 30. Показатели налогово-бюджетного сектора России



Источник: Минфин РФ, Росстат, расчеты ЕАБР

Денежно-кредитный сектор

Денежно-кредитные условия в I квартале 2021 г. остаются стимулирующими. В марте 2021 г. Банк России повысил ключевую ставку на 0,25 п.п. до 4,50%, завершив цикл смягчения денежно-кредитной политики. Это произошло в условиях ускорения инфляции и повышения краткосрочных проинфляционных рисков. Уровень ключевой ставки по-прежнему остается ниже нейтрального диапазона 5–6% и обеспечивает поддержку процессу восстановления экономической активности. Краткосрочные ставки межбанковского рынка в начале года формируются с небольшим отрицательным спредом к ключевой ставке на фоне профицита банковской ликвидности. Доходности государственных облигаций растут с начала года – по шестимесячным бумагам доходность к 19 марта увеличилась почти на 0,6 п.п., а по пятилетним – более чем на 1 п.п. К этому привели повысившиеся ожидания перехода к циклу повышения ключевой ставки и увеличение доходности зарубежных облигаций, в том числе США.

Условия банковского кредитования смягчились во второй половине 2020 г. после существенного ужесточения в первом полугодии.³⁷ На это повлияло сохранение мягкой

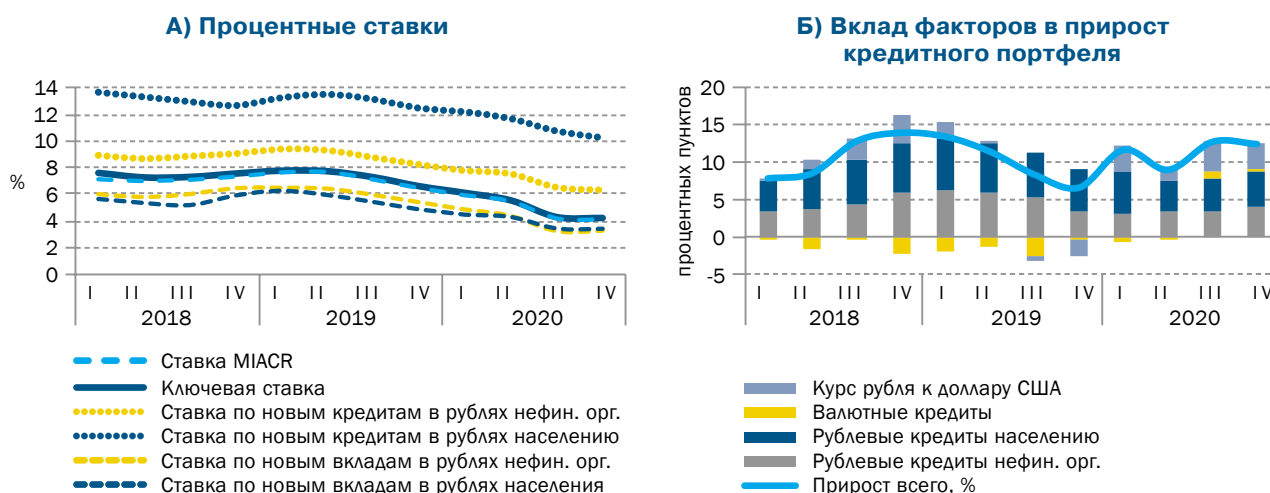
³⁷ По данным проводимых Банком России ежеквартальных обследований кредитных организаций «Изменения в кредитной политике банка».

денежно-кредитной политики и начало восстановления деловой активности. По расчетам ЕАБР, средневзвешенная ставка по рублевым кредитам нефинансовым организациям снизилась в декабре 2020 г. до 6,46% и до 6,3% в январе 2021 г. с локального пика в 8,1% в апреле 2020 г. (рисунок 31.А). Ставка по кредитам населению в рублях составила 10,1% в декабре 2020 г. и 10,7% в январе 2021 г. (около 12% в среднем в первой половине года). На снижение стоимости заимствований в этом сегменте также оказала влияние программа льготной ипотеки.

Спрос на новые кредиты восстанавливался во второй половине 2020 г. после снижения в первом полугодии. Согласно результатам обследования кредитных организаций, рост спроса был отмечен в сегменте населения и малого и среднего предпринимательства, а у крупных предприятий к концу года он перестал сокращаться. Такой динамике способствовало смягчение условий заимствований и восстановление деловой активности. В целом за 2020 г. объем кредитов банков нефинансовым организациям и населению увеличился на 9,2% (8,7% в 2019 г.).³⁸ Ссуды нефинансовым организациям выросли на 6,9% за 2020 г. (без учета валютной переоценки), в том числе рублевые – на 8,3%, валютные – на 2,7% (рисунок 31.Б). В сегменте населения наблюдались разнонаправленные тенденции. Портфель ипотечных жилищных кредитов увеличился за год почти на 21%, в том числе за счет реализации программы льготной ипотеки.³⁹ Рост потребительских ссуд, в свою очередь, замедлился с 20,9% в 2019 г. до 8,8% в 2020 г. в условиях снижения доходов населения и повышения рисков кредитования для банков.

Валютизация банковских вкладов и кредитов в России остается умеренной. На 1 февраля 2021 г. 27,5% всех депозитов и 27,9% кредитов нефинансовым организациям номинированы в иностранной валюте. За год их доли выросли на 3,3 и 3,1 п.п. соответственно из-за ослабления российского рубля. При этом в 2020 г. отмечено снижение срочных вкладов населения – на 9,3%

Рисунок 31. Показатели денежно-кредитного сектора России



Примечание: на рисунке 31.Б кредиты нефинансовым организациям включают в себя и кредиты индивидуальным предпринимателям.

Источник: ЦБ РФ, расчеты ЕАБР

³⁸ 1 января 2021 г. к 1 января 2020 г. без учета переоценки валютных кредитов. В составе нефинансовых организаций учитываются и индивидуальные предприниматели. Расчет ЕАБР.

³⁹ По данным ДОМ.РФ, в 2020 г. в рамках программы льготной ипотеки выдан 1 трлн рублей кредитов.

в рублях и на 4,6% в иностранной валюте. К этому, вероятно, привели уменьшение доходности депозитов и повышенная неопределенность.⁴⁰

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	–3,1	3,3	2,5	2,5
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	3,0	4,9	3,8	3,7	4,0
Ставка МІАСР в рублях (% годовых в среднем за год)	7,2	4,9	4,6	5,0	5,2
Курс российского рубля к доллару (в среднем за год)	64,7	71,9	73,6	71,4	72,5

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР

Ключевые предпосылки

Ограничительные меры внутри страны и за рубежом будут смягчены в течение 2021 г.

Это станет возможным по мере замедления развития пандемии, чему будет способствовать начавшаяся кампания вакцинации. Внешний спрос на экспортируемые Россией товары, цепочки поставок и активность потребителей внутри страны в таких условиях будут восстанавливаться. Мы ожидаем сохранения социального дистанцирования в текущем году, однако его масштаб будет ослабевать по мере «затухания» пандемии.

Постепенное восстановление потенциального экономического роста России. Реализация государственных программ развития, направленных в том числе на повышение инвестиционной активности, станет ключевой детерминантой этого процесса. Вместе с тем из-за существенного снижения инвестиционной активности и вероятных отложенных эффектов этого снижения на потенциальный экономический рост его восстановление ожидается постепенным.

Ослабление бюджетного стимулирования в среднесрочной перспективе. Налогово-бюджетная политика останется стимулирующей, однако объемы антикризисной поддержки в 2021–2022 гг. сократятся, что будет лимитировать скорость восстановления российской экономики.

Экономическая активность

Восстановительный рост российской экономики на 3,3% в 2021 г. (рисунок 32.А). По сравнению с предыдущим прогнозом (ЕАБР, 2020) оценка роста ВВП на 2021 г. повышена на 0,1 п.п. Улучшение связано с меньшим, чем ранее ожидалось, негативным влиянием второй волны коронавируса на экономику в конце прошлого – начале текущего года. В I квартале текущего года экономическая активность продолжает восстанавливаться. По нашим расчетам, ВВП России

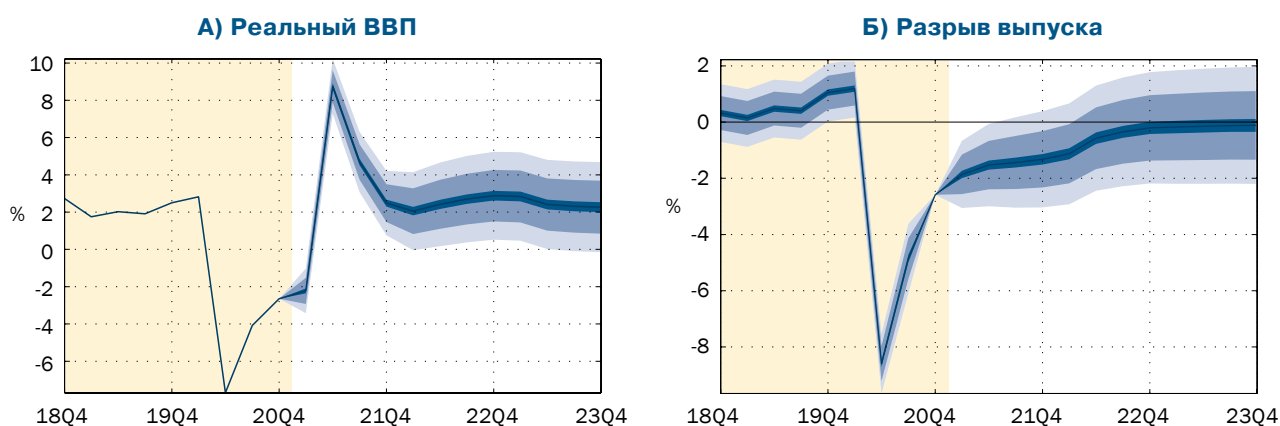
⁴⁰ Ставка по рублевым депозитам населения до одного года (кроме «до востребования») составила в декабре 2020 г. 3,42%, свыше одного года – 4,17%. В декабре 2019 г. ставки равнялись 4,74 и 5,56% соответственно.

составит примерно на 1% больше, чем в IV квартале 2020 г. (с устранением сезонности), что приведет к сокращению отрицательного разрыва выпуска ([рисунок 32.Б](#)). Восстановление экономики происходит на фоне повышения нефтяных котировок (более чем на 20% с начала года), а его ключевым фактором выступает усиление потребительского спроса. Мы ожидаем, что расширение потребительской активности по мере смягчения санитарных ограничений будет драйвером роста экономики в 2021 г. Стимулирующая денежно-кредитная политика и улучшение экономических настроений будут способствовать постепенному восстановлению инвестиционной активности. Расширение внешнего спроса, рост цен на нефть и недооцененность рубля поддержат российский экспорт. Ограничивать скорость экономического восстановления будут инерция инвестиций из-за пересмотра бизнес-планов, повышенная неопределенность, частичное сохранение социального дистанцирования и ослабление фискального стимулирования. ВВП России вернется к докризисным уровням в конце 2021 – начале 2022 г.

Рост российской экономики прогнозируется в среднем на 2,5% в год в 2022–2023 гг.

В базовом сценарии прогноза мы ожидаем завершения активной фазы восстановления экономической активности в 2021 – первой половине 2022 г. Отрицательный разрыв выпуска к середине 2022 г. существенно сократится и приблизится к нулевой отметке ([рисунок 32.Б](#)). В результате темп роста ВВП замедлится в среднесрочной перспективе после высокого показателя 2021 г. Мы ожидаем, что по мере завершения периода восстановления рост российской экономики стабилизируется вблизи 2,5% в год благодаря реализации государственных программ развития.

Рисунок 32. Прогноз экономической активности в России



Примечание: сезонно скорректированные данные.

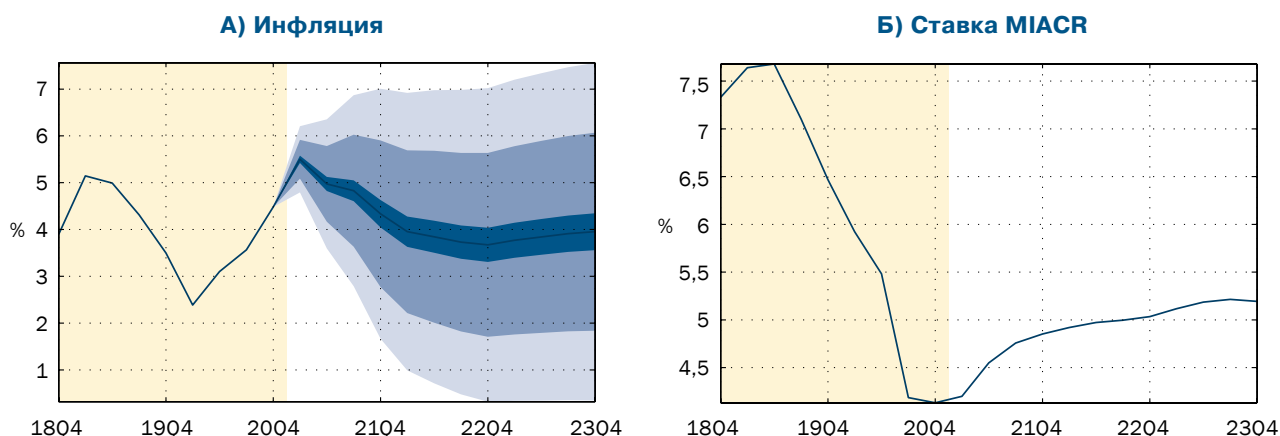
Источник: расчеты ЕАБР

Инфляция

Инфляция замедлится во второй половине 2021 г. до 3,8% по его итогам. В начале текущего года инфляция остается высокой. В феврале она составила 5,7% г/г и достигла 5,8% г/г к середине марта, главным образом из-за удорожания продовольствия и осложнений с поставками из-за пандемии. По базовому прогнозу ЕАБР, годовой темп роста потребительских цен начнет устойчиво снижаться со II квартала 2021 г. Замедлению динамики показателя будут способствовать укрепление российского рубля, постепенное восстановление цепочек поставок и уменьшение темпов роста цен на продовольствие. В результате мы ожидаем, что инфляция снизится до 3,8% к концу года ([рисунок 33.А](#)).

Инфляция прогнозируется вблизи 4% в 2022–2023 гг. По мере восстановления экономической активности ее дезинфляционное влияние будет ослабевать. В то же время мы ожидаем сохранения в 2022 г. понижающего воздействия на инфляцию со стороны динамики курса российского рубля. В результате темп прироста индекса потребительских цен останется несколько ниже цели Банка России и составит 3,7%. Восстановление инфляции к 4% прогнозируется в 2023 г., по мере выхода российской экономики к равновесному состоянию.

Рисунок 33. Прогноз инфляции и ставки МІАСР в России



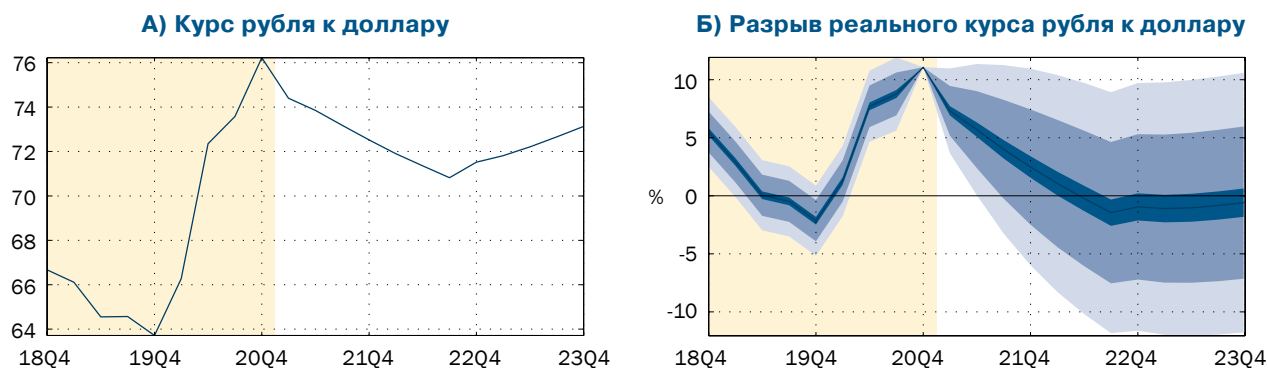
Примечание: данные по инфляции сезонно скорректированы.

Источник: расчеты ЕАБР

Денежно-кредитная политика и курс российского рубля

Постепенное повышение ключевой ставки в 2021–2022 гг. при сохранении в целом стимулирующих денежно-кредитных условий. На фоне усиления инфляционных рисков и роста доходности российских и зарубежных гособлигаций мы оцениваем высокой вероятностью повышения ключевой ставки на 0,25 п.п. до 4,75% во II квартале 2021 г. По мере восстановления экономики и уменьшения ее дезинфляционного влияния степень требуемой денежно-кредитной поддержки будет снижаться. В результате мы ожидаем повышения ключевой ставки до 5,0–5,25% на конец 2021 г. Завершение перехода к нейтральной политике прогнозируется к концу 2022 – началу 2023 г. Динамика ставки МІАСР в 2021–2023 гг. прогнозируется вблизи ключевой (рисунок 33.Б).

Средний курс российского рубля к доллару в 2021 г. прогнозируется в размере 73,6. К концу года мы ожидаем укрепления национальной валюты до 72–73 рублей за доллар (рисунок 34.А). В результате ее недооцененность значительно снизится, а завершение коррекции рубля к равновесному уровню прогнозируется в середине 2022 г. (рисунок 34.Б). Укреплению рубля будут способствовать восстановление «аппетита» к риску у инвесторов по мере замедления развития пандемии, а также рост цен на минеральное топливо. Вместе с тем сохранение геополитических рисков ограничит пространство для укрепления рубля. В 2023 г. прогноз ЕАБР предполагает ослабление рубля на 1,5% к доллару. Такая динамика будет соответствовать равновесной траектории курса национальной валюты. Тенденция ослабления российского рубля связана с более высокой инфляцией в России по сравнению со странами – торговыми партнерами.

Рисунок 34. Прогноз курса российского рубля

Примечание: на рисунке 34.Б положительные значения соответствуют недооцененности российского рубля.

Источник: расчеты ЕАБР

Риски

Затягивание пандемии приведет к потерям экономического роста России. Рискосый сценарий прогноза ЕАБР основывается на следующих ключевых предпосылках. Сделано допущение о большем негативном влиянии пандемии на потенциальный ВВП России в 2020 г. в сравнении с базовым сценарием. Предполагается, что пандемия коронавирусной инфекции затянется, и это приведет к меньшему, по сравнению с базовым сценарием, росту мирового ВВП в среднесрочной перспективе, более низким ценам на сырьевые товары и усилению давления на курсы валют развивающихся стран.⁴¹ При реализации рискосого сценария рост ВВП России в 2021 г. составит 1,9% – на 1,4 п.п. меньше, чем по базовому сценарию. Среднегодовой курс российского рубля к доллару окажется на уровне 78,8, что на 7% слабее базового прогноза. Инфляция из-за девальвации национальной валюты составит около 5% по итогам 2021 г., а ставка MIACR – 5,1% в среднем за год. В 2022–2023 гг. в рискосом сценарии экономика России будет расти примерно на 1% в год из-за долгосрочного негативного влияния пандемии на потенциальный экономический рост.

Существует риск сохранения инфляции на повышенном относительно целевого уровне в 2021–2022 гг. Ускорение инфляции в 2020 г. сопровождалось повышением инфляционных ожиданий. Значительно подорожали продукты питания, которые являются товарами повседневного спроса и во многом формируют ожидания. В связи с этим присутствует риск дальнейшего устойчивого повышения инфляционных ожиданий. Кроме того, восстановление внутреннего спроса в 2021 г. может оказаться проинфляционным, даже несмотря на его сохранение на уровнях ниже докризисных. Это связано с производственными ограничениями: производители могут не успевать за резкими изменениями спроса на продукцию. При сохранении повышенных месячных темпов роста потребительских цен переход к нейтральной денежно-кредитной политике будет более быстрым в сравнении с базовым сценарием и может завершиться уже в 2021 г.

При сохранении цены нефти вблизи максимумов марта текущего года рост ВВП России по итогам 2021 г. может составить 3,7%. ЕАБР оценил сценарий, в который заложена динамика котировок Urals вблизи 70 долл. США за баррель во II–IV кварталах 2021 г. В результате среднегодовая цена нефти окажется почти на 22% выше, чем в базовом сценарии. При таком развитии событий российская экономика может вырасти на 3,7% в 2021 г., что на 0,4 п.п. больше по сравнению с базовым прогнозом. Российский рубль в этом сценарии укрепится к доллару до уровня 70–71 к концу текущего года.

⁴¹ Подробное описание рискосого сценария в части мировой экономики представлено в разделе «Внешнеэкономические условия».

РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН

Текущая ситуация

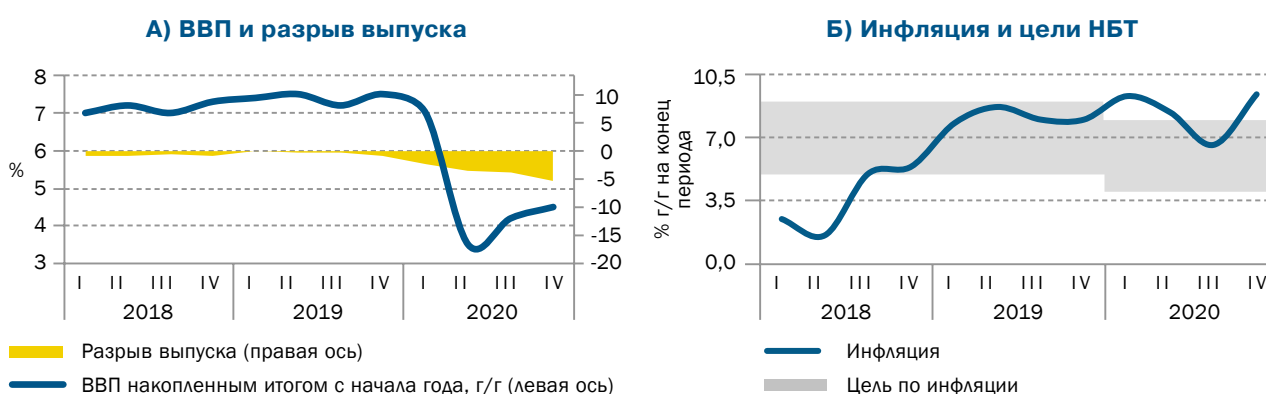
Экономическая активность

Рост экономики Таджикистана замедлился с 7,5% за 2019 г. до 4,5%⁴² по итогам 2020 г. (рисунок 35.А). На фоне распространения коронавируса (как в мире, так и в пределах Таджикистана) в стране сократился внутренний спрос. На это указывает сокращение оборота торговли (розничной и оптовой) на 6,8% (рост на 9,0% в 2019 г.), объема предоставленных платных услуг населению – на 9,9% (рост на 2,4% в 2019 г.), а инвестиций в основной капитал – на 4,6% (снизились на 6,4% в 2019 г.).

Рост экономики в 2020 г. остался в положительной зоне благодаря промышленности и сельскому хозяйству – совместный вклад в него этих двух секторов составил 4,4 п.п. (Агентство по статистике при президенте Республики Таджикистан, 2021). Производство в промышленности в 2020 г. выросло на 9,7%, а в сельском хозяйстве – на 8,8%. Позитивная динамика в этих секторах определялась факторами со стороны предложения – расширением мощностей в некоторых отраслях (в частности, в металлургии) и хорошим урожаем. Влияние отмеченных факторов на экономический рост носит временный характер.

Данные за январь 2021 г. указывают на восстановление внутреннего спроса. Об этом свидетельствует рост оборота торговли на 10,0% г/г и капитальных вложений на 6,9% г/г. Восстановление потребительской и инвестиционной активности поддерживает высокие темпы роста в промышленности (19,1% г/г), в том числе в таких отраслях, как пищевая и производство резиновых и пластмассовых изделий, прочих неметаллических минеральных продуктов (в составе которых преобладают строительные материалы).

Рисунок 35. Экономическая активность и инфляция в Таджикистане



Источник: национальное статистическое ведомство, расчеты ЕАБР

⁴² Рост «краткосрочного показателя развития основных отраслей экономики», публикуемого национальным Агентством по статистике.

Инфляция

Инфляция ускорилась за 2020 г., составив 9,4% г/г по итогам декабря (8,0% г/г на конец 2019 г.). Рост цен в стране вышел за пределы действующего с начала 2020 г. целевого интервала Национального банка (рисунок 35.Б). Одной из причин этого стало повышение стоимости продуктов питания (в среднем на 13,1% по сравнению с декабрем 2019 г.), в большой степени связанное с увеличением мировых цен на продовольствие. Ослабление национальной валюты с 9,7 до 11,3 сомони за доллар за 2020 г. также способствовало ускорению роста цен в Таджикистане. Уменьшение степени воздействия этих двух факторов привело к снижению показателя инфляции в конце 2020 – начале 2021 г. По итогам января текущего года он составил 9,5%, опустившись с пиковых 9,8% в ноябре 2020 г.

Внеэкономический сектор

Дефицит баланса внешней торговли товарами уменьшился до 1,7 млрд долл. США по итогам 2020 г. с 2,2 млрд в 2019 г. Относительно ВВП он сократился с 26,2 до 21,9%. Экспорт вырос до 1,4 млрд долл. США (17,7% ВВП) с 1,2 млрд долл. США (14,2% ВВП) годом ранее благодаря увеличению доходов от поставок за пределы страны драгоценных металлов и камней (прежде всего золота) в два раза (рисунок 36.А). Импорт сократился до 3,2 млрд долл. США в 2020 г. с 3,3 млрд в 2019 г. (относительно ВВП – до 39,6 с 40,4%) на фоне снижения внутреннего спроса и падения цен на энергоносители.⁴³ Снизились закупки за рубежом таких товаров, как минеральные продукты (минус 12,3%), транспортные средства (минус 30,4%) и изделия из камня, гипса и цемента – минус 13,9%.

Доля стран ЕАЭС в обороте внешней торговли товарами Таджикистана снизилась до 43,3% по итогам 2020 г. с 46,1% в 2019 г. Ее сокращение объясняется как ростом торговли страны с государствами вне регионального объединения (прежде всего за счет поставок золота, в основном в Западную Европу), так и уменьшением объема торговли со странами Союза – с 2,1 млрд долл. США в 2019 г. до 2,0 млрд долл. США в 2020 г. Ключевую роль в этом сыграло снижение цен на нефть, газ и продукты нефтепереработки, а также сокращение поставок рудных концентратов, особенно в Казахстан, в связи со снижением спроса со стороны металлургической промышленности. Положительно на торговлю Таджикистана с ЕАЭС в 2020 г. повлияла активизация внешнеэкономических отношений с Беларусью. Импорт из этой страны увеличился почти в два раза, с 26,4 до 55,4 млн долл. США, благодаря активному продвижению на таджикский рынок продукции белорусских предприятий, поддержанному властями двух государств.⁴⁴

Данные за январь – сентябрь 2020 г. указывают на заметное улучшение платежного баланса страны (рисунок 36.Б). Счет текущих операций сложился по итогам I–III кварталов 2020 г. с профицитом на уровне 415,8 млн долл. США (7,1% ВВП) – после дефицита в размере 169,5 млн долл. США (2,9% ВВП) в январе – сентябре 2019 г. Перемещение сальдо СТО в положительную зону стало результатом роста экспорта и снижения импорта, отмеченных выше. Влияние этого фактора перевесило отрицательное воздействие на СТО, оказанное снижением притока по линии оплаты труда. Последний сократился до 1065,3 млн долл. США за первые девять

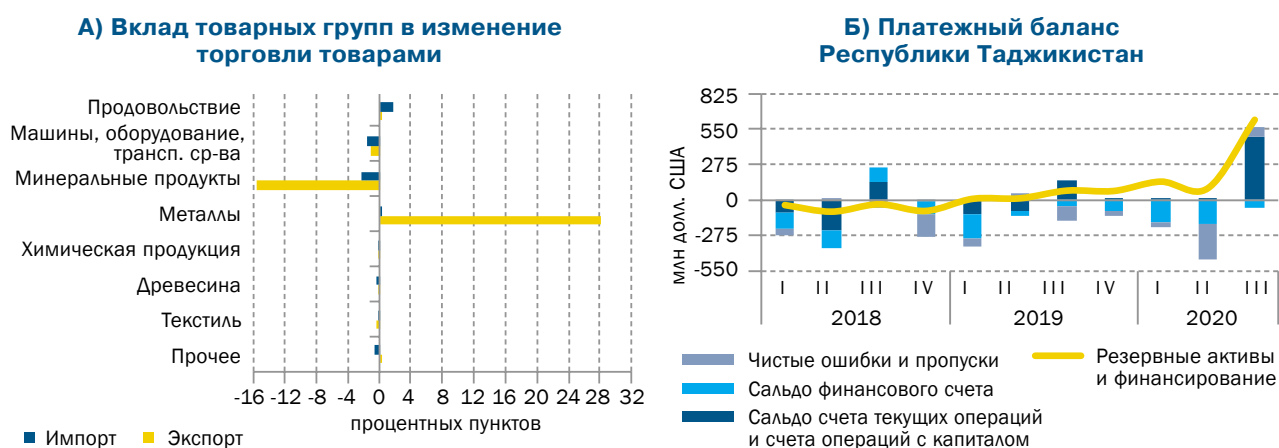
⁴³ Импорт по основной статье – «минеральные продукты» – упал на 12,3%.

⁴⁴ См.: <https://www.belta.by/economics/view/eksport-belorusskoj-selhozproduksii-v-tadzhikistan-v-janvare-aprele-vyros-na-628-396351-2020/>

месяцев 2020 г. с 1220,9 млн долл. США за тот же период годом ранее (минус 12,7% г/г). Значительное снижение объема средств, поступающих в страну по этой статье, во II квартале 2020 г. (на 55% г/г) было частично компенсировано его ростом в III квартале, когда экономики государств, откуда в Таджикистан поступают денежные переводы трудовых мигрантов, начали восстанавливаться после спада, вызванного пандемией COVID-19.

Чистый приток иностранных инвестиций в Таджикистан вырос по итогам января – сентября 2020 г. – дефицит финансового счета платежного баланса расширился до 397,3 млн долл. США с 273,7 млн долл. США годом ранее. Это произошло за счет роста поступления «других инвестиций» (прежде всего в виде торгового финансирования), который оказался больше, чем снижение прямых иностранных инвестиций (чистое принятие обязательств по этой статье составило в I–III кварталах 2019 г. 187,4 млн долл. США, а за те же кварталы 2020 г. – только 30,1 млн долл. США). Профицит СТО и увеличение чистого притока иностранных инвестиций в январе – сентябре 2020 г. обеспечили формирование положительного сальдо операций с резервами на уровне 874,0 млн долл. США (103,6 млн долл. США годом ранее). В этих условиях, а также благодаря росту цен на золото, резервные активы НБТ увеличились с 1,5 млрд долл. США на конец 2019 г. до 1,9 млрд долл. США по итогам августа 2020 г. (данные за более поздние месяцы пока не опубликованы).

Рисунок 36. Внешняя торговля и платежный баланс



Источник: национальное статистическое ведомство, НБТ, расчеты ЕАБР

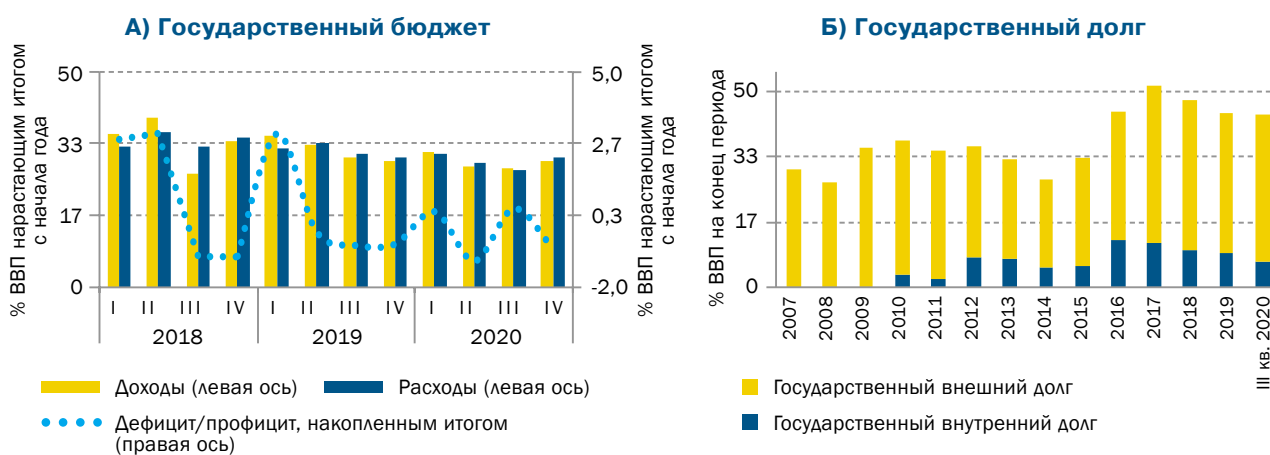
Налогово-бюджетный сектор

Государственный бюджет был исполнен с дефицитом на уровне 600,4 млн сомони (0,7% ВВП⁴⁵) по итогам 2020 г. Этот показатель увеличился по сравнению с 2019 г., когда он составлял 469,8 млн сомони, или 0,6% ВВП (рисунок 37.А). В условиях необходимости финансирования мер по борьбе с последствиями пандемии коронавируса расходы казны выросли до 24,9 млрд сомони с 23,7 млрд в 2019 г. Рост доходов в 2020 г. носил более ограниченный характер – до 24,3 с 23,2 млрд сомони в 2019 г. Налоговые платежи упали с 15,8 до 15,4 млрд сомони, но их сокращение было компенсировано ростом других поступлений, в том числе грантов, предоставленных международными донорами.

⁴⁵ Оценка ЕАБР.

Долговая нагрузка остается на уровне конца 2019 г. По итогам III квартала 2020 г. обязательства центрального правительства составили 38,0 млрд сомони, или 44,2% ВВП (34,9 млрд сомони, или 44,4% ВВП по итогам 2019 г.). За январь – сентябрь в их структуре уменьшилась доля внутреннего долга – она сократилась с 8,8 до 6,5% ВВП. Внешние обязательства правительства, напротив, увеличились с 35,6 до 37,7% ВВП – с 2,9 до 3,1 млрд долл. США (рисунок 37.Б). Главным источником привлекаемых властями ресурсов стали международные донорские организации, расширившие финансирование⁴⁶ с целью поддержки развивающихся экономик в условиях пандемии COVID-19. Льготный характер займов, предоставляемых МФО, а также сокращение обязательств перед таджикскими держателями ограничивают рост бремени обслуживания государственного долга в среднесрочной перспективе.

Рисунок 37. Показатели налогово-бюджетного сектора



Примечание: на рисунке 37.Б представлен валовой долг центрального правительства РТ.

Источник: национальное статистическое ведомство, Всемирный банк, расчеты ЕАБР

Денежно-кредитный сектор

Национальный банк Таджикистана снизил ставку рефинансирования с 12,25% на 31 декабря 2019 г. до 11% на начало марта 2021 г. (рисунок 38.А). Денежно-кредитная политика была смягчена в 2020 г. в условиях слабого спроса в экономике и нахождения инфляции с июля по сентябрь 2020 г. в пределах целевого интервала ($6 \pm 2\%$)⁴⁷ (рисунок 35.Б). Ускорение роста потребительских цен в IV квартале 2020 г. и в начале 2021 г. привело к тому, что НБТ воздержался от дальнейшего снижения ставки, а 8 февраля 2021 г. НБТ повысил ее на 0,25 п.п. с целью обеспечить возвращение инфляции в целевой диапазон.

⁴⁶ В мае 2020 г. было заключено соглашение о финансировании с МВФ и в августе 2020 г. – с ЕФСР. Также средства предоставляются Группой Всемирного банка, АБР и другими институтами развития. Власти оценивают поддержку со стороны МФО на уровне 300,8 млн долл. США (см.: <http://news.taj.su/?p=41210>).

⁴⁷ Целевой интервал установлен на уровнях $6 \pm 2\%$ с начала 2020 г. Он был передвинут на 1 п.п. вниз по сравнению с целевым интервалом 2019 г. ($7 \pm 2\%$).

Политика НБТ способствовала снижению процентных ставок в экономике. Средняя стоимость банковского кредита в сомони опустилась с 24,5% в IV квартале 2019 г. до 21,2% за IV квартал 2020 г., а средняя ставка депозитного рынка – с 0,53 до 0,50%.

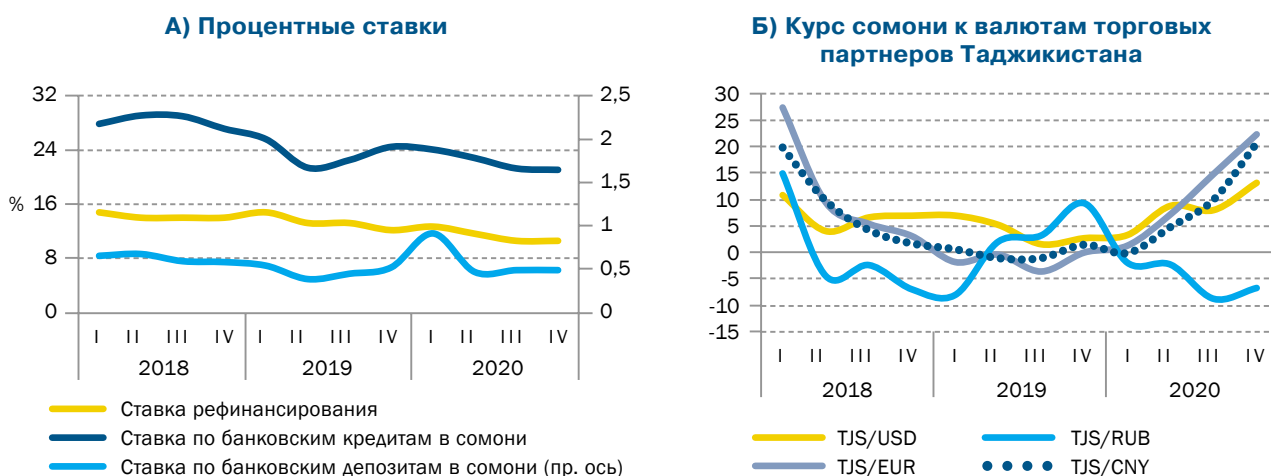
Кредитный портфель банков и микрофинансовых организаций увеличился по итогам ноября 2020 г. на 12,0% г/г (на столько же, на сколько и в 2019 г.). Этому способствовало снижение стоимости кредитования под влиянием политики НБТ, которое уравнило негативное воздействие, оказанное пандемией на спрос на кредиты со стороны заемщиков, и поддержало рост экономики, особенно во второй половине 2020 г.

Тенденция девальютизации банковских кредитов сохранилась. Доля займов в сомони в общем объеме кредитов выросла до 58,1% на конец 2020 г. с 51,3% на конец 2019 г. Этому способствовал рост банковского финансирования экономики в сомони во втором полугодии 2020 г., последовавший за снижением ставки рефинансирования НБТ. Доля депозитов в сомони в общем объеме банковских вкладов выросла менее значительно – с 51,4% в декабре 2019 г. до 52,0% в ноябре 2020 г. Девальютизации вкладов способствовало ослабление притока в страну иностранных валют посредством переводов, а ослабление сомони сдерживало этот процесс.

Сомони снизился в цене к доллару США на 16,7% за 2020 г. (рисунок 38.Б). Еще более значительным было ослабление сомони относительно евро и юаня (27,9 и 25,8% соответственно). Такая динамика валютного рынка стала результатом негативного влияния пандемии на поступления в страну финансовых ресурсов посредством переводов и прямых иностранных инвестиций. Дополнительным фактором стало ослабление к доллару валют России и Казахстана – ведущих торговых партнеров Таджикистана.

Реальный эффективный курс сомони укрепился по итогам 2020 г. – в среднем на 3,3% по сравнению с 2019 г. Этому способствовали укрепление таджикской валюты к российской и более быстрый, по сравнению с большинством государств, с которыми Таджикистан поддерживает внешнеэкономические отношения, рост цен в стране.

Рисунок 38. Стоимость кредитования и обменные курсы



Источник: НБТ, расчеты ЕАБР

Прогноз

Таблица 8. Основные макроэкономические показатели Республики Таджикистан (базовый сценарий)

Показатель	2019	2020	2021П	2022П	2023П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	7,4	4,5	6,1	7,5	7,1
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	8,0	9,4	6,6	5,1	5,8
Ставка рефинансирования (% годовых в среднем за год)	13,8	11,5	11,0	10,6	10
Курс сомони к доллару США (в среднем за год)	9,5	10,3	11,5	11,9	12,3

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР

Ключевые предпосылки

Распространение COVID-19 замедлится в течение 2021 г. В базовом сценарии прогноза мы ожидаем постепенного смягчения санитарных требований внутри страны и за рубежом. Это будет способствовать восстановлению экономической активности в странах, откуда в Таджикистан поступают денежные переводы физических лиц и инвестиции. Кроме того, отсутствие жестких противоэпидемических ограничений окажет прямое положительное влияние на экономическую активность, особенно в секторе услуг.

Динамика цен на международных рынках сырья в 2021 г. будет носить в целом благоприятный для Таджикистана характер. Рост стоимости (в среднем по текущему году) цветных металлов и концентратов их руд перевесит по влиянию на экономику снижение цен на золото (доходы от его поставок на внешние рынки сказываются на внутреннем спросе преимущественно через бюджетный канал, что ослабляет воздействие краткосрочных колебаний стоимости данного металла на рост ВВП).

Налогово-бюджетная политика продолжит оказывать стимулирующее влияние на рост экономики. На это указывают параметры бюджета на 2021 г. – он предусматривает поддержку расходов государства на уровне 30,3% ВВП (30,2% ВВП в 2020 г.) при ограниченном снижении дефицита – 0,5 с 0,7% ВВП.⁴⁸

Денежно-кредитная политика поддержит рост экономики. Этому будет способствовать ослабление инфляционных процессов – на фоне стабилизации цен на международных рынках продовольственных товаров и повышения устойчивости сомони (ему окажет содействие укрепление к доллару США рубля и тенге). В этих условиях Национальный банк сможет вернуться к снижению ставки рефинансирования без риска потерять контроль над инфляцией.

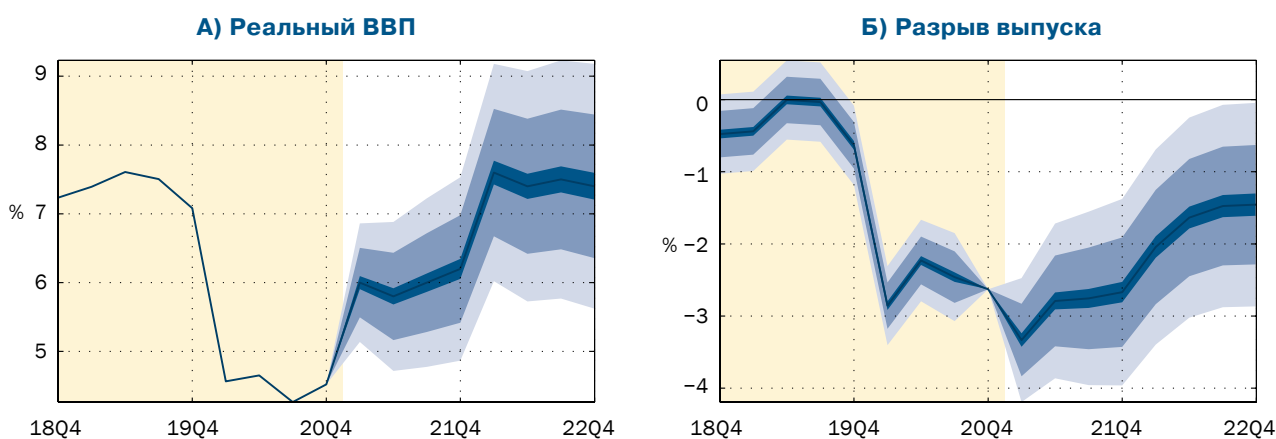
⁴⁸ Оценка ЕАБР.

Экономическая активность

Согласно прогнозу ЕАБР, экономика Таджикистана ускорит рост в 2021 г. до 6,1% с 4,5% в 2020 г. (рисунок 39.А). Увеличение экономической активности будет определяться повышением объемов поступающих в страну денежных переводов физических лиц и прямых иностранных инвестиций на фоне снижения интенсивности пандемии COVID-19. Поддержку внутреннему спросу также окажет стимулирующая налогово-бюджетная и денежно-кредитная политика. Увеличение стоимости экспортируемых Таджикистаном цветных металлов и их руд приведет к наращиванию экспорта.

В 2022 и 2023 гг. ВВП увеличится на 7,5% и 7,1% соответственно. Высокие темпы роста экономики страны определяются структурными факторами – сильной демографической динамикой, низким накопленным уровнем инвестиций в основной капитал, а также позитивным влиянием процессов региональной экономической интеграции – прежде всего с Узбекистаном и странами ЕАЭС.

Рисунок 39. Прогноз экономической активности в Таджикистане

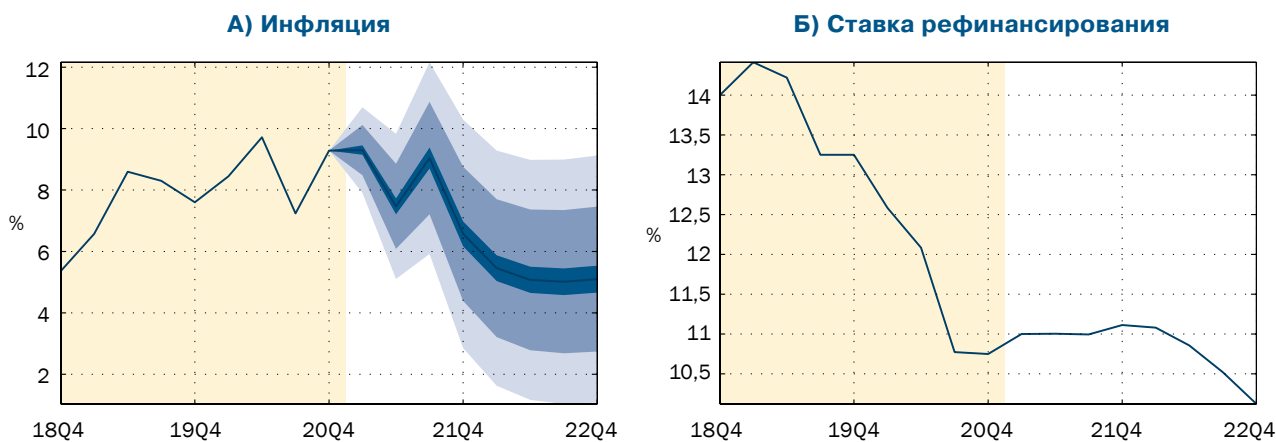


Источник: расчеты ЕАБР

Инфляция

Инфляция составит 6,6% по итогам 2021 г. Рост потребительских цен замедлится с 9,4% в 2020 г. в условиях остающегося пониженным внутреннего спроса и отрицательного разрыва выпуска (рисунок 39.Б). Стабилизация мировых цен на продовольствие (см. таблицу 8) и увеличение устойчивости сомони также будут способствовать ослаблению инфляционного давления в экономике.

Рост индекса потребительских цен в 2022 и 2023 гг. сложится на уровне 5,1% и 5,8%. Таким образом, инфляция будет находиться в границах действующего целевого интервала НБТ ($6 \pm 2\%$). Мы не ожидаем изменения этих параметров в 2022–2023 гг.

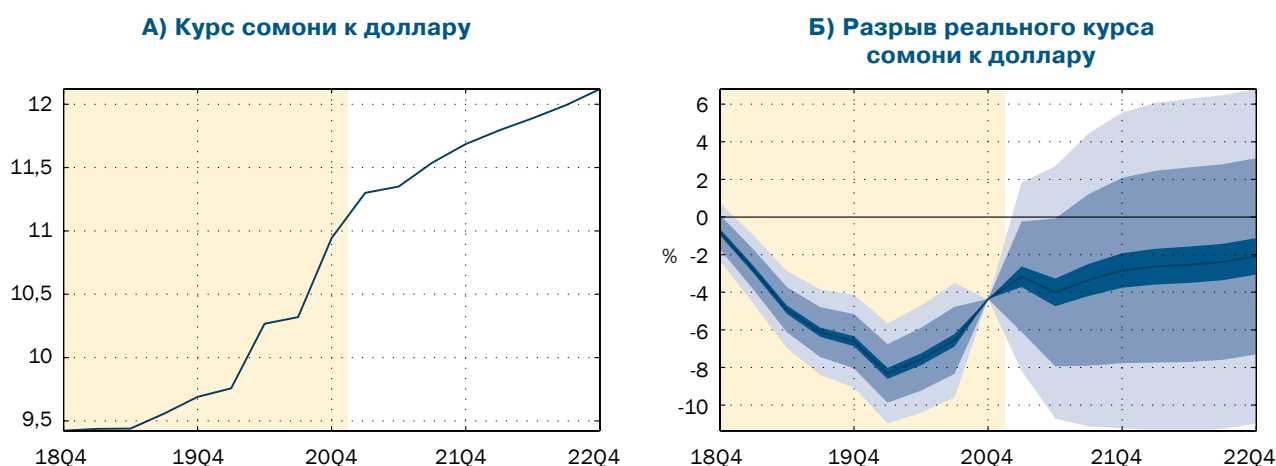
Рисунок 40. Прогноз инфляции и ставки рефинансирования

Источник: расчеты ЕАБР

Денежно-кредитная политика и курс национальной валюты

Согласно базовому прогнозу ЕАБР, мы ожидаем снижения ставки рефинансирования в 2022 г. Этому будут способствовать замедление инфляции и рост уверенности в стабильности на валютном рынке в стране (рисунок 40.А). Мы ожидаем, что после серии снижений ставка составит около 10% годовых (рисунок 40.Б).

Ослабление национальной валюты в ноябре 2020 г. приблизило курс сомони относительно доллара к равновесному. Мы ожидаем, что в 2021–2023 гг. этот процесс будет идти более низкими темпами, чем в прошлом году (рисунки 41.А, Б). Его скорость будет определяться разницей в уровнях инфляции между Таджикистаном и его торговыми партнерами.

Рисунок 41. Прогноз курса сомони

Источник: расчеты ЕАБР

Риски

Большая, чем предусмотрено базовым прогнозом ЕАБР, продолжительность пандемии COVID-19. В случае реализации этого риска восстановление мировой экономики будет медленным. В таких условиях вероятно падение цен сырьевых товаров и длительное сохранение ограничений на трудовую миграцию. В результате ВВП Таджикистана в 2021 г. вырастет на 4,1% в рисковом сценарии – на 2 п.п. меньше по сравнению с базовым.

Сохранение инфляции на уровнях, превышающих верхнюю границу целевого интервала Национального банка. Такое развитие событий может стать результатом высокой волатильности цен на продовольствие в стране либо колебаний курса национальной валюты. Это затруднит поддержку экономики средствами денежно-кредитной политики и, как следствие, негативно скажется на росте ВВП.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

Агентство по статистике при президенте Республики Таджикистан (2021). *Социально-экономическое положение Республики Таджикистан*. Январь – декабрь. Январь 2021 г.

ЕАБР (2016) *Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза*. М.: ЕЭК, СПб.: ЦИИ ЕАБР. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/sistema-analiza-i-makroekonomicheskogo-prognozirovaniya-evraziyskogo-ekonomicheskogo-soyuza/> (Просмотрено 9 февраля 2021).

ЕАБР (2020) *Макроэкономический прогноз на 2021 год: выход на фазу роста*. Центр странового анализа. Дирекция по аналитической работе ЕАБР. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews/makroekonomicheskii-prognoz-na-2021-god-vykhod-na-fazu-rosta/> (Просмотрено 9 февраля 2021).

Калечиц, Д. (2021) *Обеспечение финансовой стабильности в 2020 году и задачи на 2021 год*. Национальный банк Республики Беларусь. Доступно на: <https://www.nbrb.by/top/pdf/obespechenie-finansovoj-stabilnosti-v-2020-godu-i-zadachi-na-2021-god.pdf> (Просмотрено 9 февраля 2021).

Кузнецов, А., Харитончик, А., Бердигулова, А., Федоров К. (2019) *Каналы и масштаб влияния внешних шоков на экономики стран – участниц ЕАБР*. М.: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/special-reports/kanaly-i-masshtab-vliyaniya-vneshnikh-shokov-na-ekonomiki-stran-uchastnits-eabr/> (Просмотрено 11 февраля 2021).

Кузнецов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Харитончик, А. (2021) *Макроэкономический обзор ЕАБР. Январь 2021*. М.: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/monthly-review/makroekonomicheskii-obzor-eabr-yanvar-2021/> (Просмотрено 9 февраля 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 1 March 2021).

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.

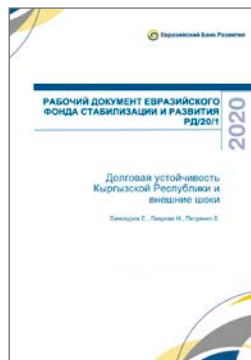
Purchasing Managers' Index (PMI)

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/EN)

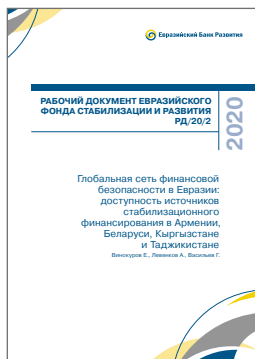
Ежемесячные макроэкономические обзоры, в которых приведен анализ текущего состояния экономик государств – участников ЕАБР и на основе прогнозных моделей представлена оценка их экономического развития.



Рабочий документ РД/20/1 (RU/EN)

Долговая устойчивость Кыргызской Республики и внешние шоки

Документ содержит методологический и эмпирический анализ долговой устойчивости Кыргызстана. В работе дана оценка эффекта различных видов шоков на долговую устойчивость страны.



Рабочий документ РД/20/2 (RU/EN)

Глобальная сеть финансовой безопасности в Евразии: доступность источников стабилизационного финансирования в Армении, Беларуси, Кыргызстане и Таджикистане

В аналитическом документе учтены шесть источников антикризисного финансирования.



Основные тенденции интеграционного развития стран – участниц ЕАБР в 2019 г. (RU)

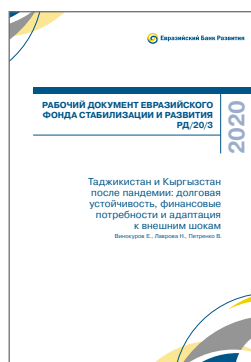
Публикации, в которых анализируются и обсуждаются тенденции интеграционного развития отдельных государств – членов ЕАБР в 2019 г.



Доклад (RU)

Евразийская экономическая интеграция-2020

В докладе проанализированы процессы евразийской экономической интеграции и их динамика по состоянию на конец 2019 г.



Рабочий документ РД/20/3 (RU/EN)

Таджикистан и Кыргызстан после пандемии: долговая устойчивость, финансовые потребности и адаптация к внешним шокам

Пандемия COVID-19 продемонстрировала чувствительность экономик и долговых позиций стран к целому ряду потрясений.



Доклад (RU)

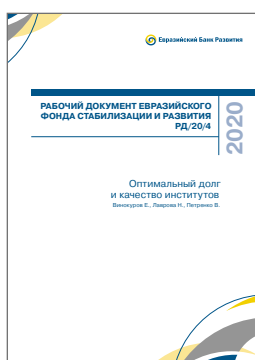
Экономические эффекты вступления Таджикистана в Евразийский экономический союз

В докладе проанализированы основные преимущества Таджикистана от возможного вступления в ЕАЭС.



Макроэкономический прогноз на 2021 год (RU/EN)

Страны региона операций ЕАБР подверглись масштабным социальным и экономическим потрясениям в текущем году вследствие пандемии COVID-19. Согласно прогнозу ЕАБР, агрегированный ВВП стран – участниц ЕАБР увеличится на 3,2% в 2021 г. после сокращения на 3,8% в 2020 г.



Рабочий документ РД/20/04 (RU/EN)

Оптимальный долг и качество институтов

Текущий кризис, вызванный пандемией COVID-19, поставил многие страны перед выбором – стимулировать экономическое развитие за счет наращивания долговых обязательств или сосредоточиться на бюджетной устойчивости в условиях макроэкономической неопределенности.



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.



**ЦЕНТР СТРАНОВОГО АНАЛИЗА
ДИРЕКЦИИ ПО АНАЛИТИЧЕСКОЙ РАБОТЕ
ЕВРАЗИЙСКОГО БАНКА РАЗВИТИЯ**

Комментарии, предложения и замечания
к настоящему обзору вы можете направить
по адресу pressa@eabr.org

 **ЕАБР | 15 лет**

www.eabr.org