

МАКРО БЗОР ЕАБР



09'2020

Российская Федерация

СОДЕРЖАНИЕ

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ	2
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	3
РЕЗЮМЕ	4
ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	7
Экономическая активность	7
Инфляция	9
Монетарная и фискальная политика	10
Сырьевые рынки	11
Финансовые рынки	12
СОСТОЯНИЕ ЭКОНОМИКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ	16
Экономическая активность	16
Рынок труда	22
Инфляция	23
Внешнеэкономические операции	25
Фискальный сектор	28
Монетарные условия	30
ПРОГНОЗ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ	33
Ключевые предпосылки	33
Экономическая активность	34
Инфляция	37
Монетарные условия	38

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ

Обзор включает в себя подробное описание текущих внутренних и внешних макроэкономических условий, а также согласованный прогноз, учитывающий существующие взаимосвязи между экономиками региона операций ЕАБР и внешним сектором.

Прогноз основных макроэкономических индикаторов подготовлен ЕАБР совместно с ЕЭК с использованием интегрированной системы моделей, в основе которой лежит многострановая структурная динамическая макроэкономическая модель общего равновесия. Более подробная информация о структуре данной системы, ее основных блоках и использовании в рамках анализа макроэкономической ситуации и прогнозирования представлена в совместном докладе ЕАБР и ЕЭК «Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не может расцениваться как рекомендация о покупке или продаже ценных бумаг или иных финансовых инструментов. Ни информация, содержащаяся в аналитическом 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. Сведения, содержащиеся в настоящем обзоре, и выводы, сделанные на их основе, были получены из открытых источников, которые ЕАБР считает надежными, с датой отсечения на момент публикации. 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 нем сведениями. Любая информация, содержащаяся в обзоре, может изменяться в любое время без предварительного уведомления. Ни один из членов ЕАБР не берет на себя обязательств по обновлению, изменению, дополнению настоящего аналитического обзора или уведомлению читателей в той или иной форме в том случае, если какой-либо из упомянутых в нем фактов, мнений, расчетов, прогнозов или оценок изменится или иным образом утратит актуальность.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

ВВП — валовой внутренний продукт

д/х — домашнее хозяйство

ЕАБР — Евразийский банк развития

ЕАЭС, Союз — Евразийский экономический союз

ЕС — Европейский союз

ЕЦБ — Европейский центральный банк

ЭК — Евразийская экономическая комиссия

ИПЦ — индекс потребительских цен

ИСМ — интегрированная система моделей

МРА — международные резервные активы

МФ РФ — Министерство финансов Российской Федерации

МЭР РФ — Министерство экономического развития Российской Федерации

НДС — налог на добавленную стоимость

нефин. орг. — нефинансовая организация

ОПЕК — Организация стран — экспортеров нефти

ОФЗ — облигации федерального займа

ОЭСР — Организация экономического сотрудничества и развития

Росстат — Федеральная служба государственной статистики Российской Федерации

РФ — Российская Федерация

США — Соединенные Штаты Америки

ФРС — Федеральная резервная система США

ФТС РФ — Федеральная таможенная служба Российской Федерации

ЦБ РФ — Центральный банк Российской Федерации

BEA — Bureau of Economic Analysis

CDS — credit default swap (кредитный дефолтный своп)

COVID-19 — респираторная инфекция, вызываемая коронавирусом SARS-CoV-2

EONIA — Euro Overnight Index Average (ставка по межбанковским кредитам овернайт в еврозоне)

EURIBOR — Euro Interbank Offered Rate (европейская межбанковская ставка предложения)

LIBOR — London Interbank Offered Rate (лондонская межбанковская ставка предложения)

MIACR — Moscow Interbank Actual Credit Rate (фактическая ставка по предоставленным межбанковским кредитам)

PCE — personal consumption expenditures inflation (дефлятор расходов на конечное потребление домашних хозяйств)

PMI — Purchasing Managers' Index (индекс деловой активности)

% — процент

% г/г — годовой темп прироста

п.п. — процентный пункт

РЕЗЮМЕ

В первой половине текущего года развитие российской экономики происходило в сложных внешнеэкономических условиях. Последствия пандемии COVID-19 привели к беспрецедентному сокращению глобальной экономической активности и объемов международной торговли. Действие карантинных ограничений практически повсеместно выразилось в существенном ослаблении потребительского и инвестиционного спроса, что наряду с падением стоимости энергоносителей явилось фактором замедления инфляционных процессов. В этих условиях монетарные регуляторы как развитых, так и развивающихся стран заметно смягчили денежно-кредитную политику, а фискальные органы начали реализацию масштабных антикризисных пакетов помощи населению и бизнесу.

В июне-июле 2020 г. оперативные индикаторы сигнализировали о начале восстановления мировой экономической активности на фоне смягчения мер социальной изоляции и возобновления работы предприятий, в первую очередь сферы услуг. Данный процесс развивается постепенно и неоднородно из-за межстрановых различий в эпидемиологической обстановке и масштабах государственной поддержки. Согласно базовому сценарию прогноза ЕАБР, восстановление крупнейших мировых экономик будет длительным, их функционирование в 2020–2022 гг. ожидается в условиях неполной загрузки производственных мощностей, что предопределяет сдержанность внешнего спроса на российский экспорт в среднесрочной перспективе. Инфляционное давление из-за рубежа в таких условиях останется слабым.

Цены на нефть под влиянием ослабленного мирового спроса в первом полугодии находились на пониженных уровнях, а ограничению масштаба их падения способствовало достижение в апреле соглашения ОПЕК+ о снижении добычи сырья. Прогноз ЕАБР исходит из предположения об умеренном росте нефтяных котировок по мере восстановления глобальной экономической активности.

Экономика России в сложившихся условиях сократилась в январе — июне 2020 г. на 3,4% г/г. Действие внутренних санитарных ограничений, снижение внешнего спроса и трудности с транспортировкой, падение цен на нефть и объемов ее добычи в рамках договоренностей ОПЕК+, повышение неопределенности и ухудшение настроений бизнеса стали ключевыми факторами экономической динамики. В результате наблюдались значительное сокращение потребительской и инвестиционной активности, доходов населения и увеличение безработицы. Последствия пандемии коронавирусной инфекции в настоящее время выразились в большей степени в циклическом экономическом спаде, хотя потенциальные темпы роста ВВП также снизились. По нашим оценкам, отрицательный разрыв выпуска по итогам II квартала 2020 г. составил около 10–11%.

Согласно базовому сценарию прогноза ЕАБР, смягчение карантинных ограничений во второй половине текущего года и сохранение стимулирующей монетарной и фискальной политики сформируют условия для начала восстановления экономической активности. Вместе с тем из-за повышенной неопределенности, социального дистанцирования, сдержанного внешнего спроса, ослабленной инвестиционной активности и ухудшения состояния рынка труда данный процесс будет длительным: возврат к докризисному уровню производства ожидается в течение 2021–2022 гг., а разрыв выпуска останется отрицательным на всем горизонте прогнозирования. Сокращение ВВП в 2020 г. оценивается в 4,2%, прирост в 2021–2022 гг. — около 3% в среднем за год.

Российский рубль по итогам полугодия ослаб по отношению к ключевым мировым валютам. Основное давление пришлось на вторую половину марта, когда вспышка коронавируса переросла в пандемию, а странам ОПЕК+ не удалось прийти к соглашению о продлении ограничений на добычу нефти. В мае-июне рубль частично отыграл утерянные позиции и находился около уровня 70 рублей за доллар США, чему способствовало начало восстановления экономической активности внутри страны и за рубежом, а также рост нефтяных котировок. Во второй половине августа — начале сентября 2020 г. давление на курс российского рубля усилилось из-за повышения геополитических рисков, сохранение которых не позволит в полной мере реализовать потенциал укрепления национальной валюты. Коррекция курса к равновесному уровню ожидается в течение 2021 г. в условиях замедления темпов распространения коронавируса и нормализации геополитической обстановки.

Темп прироста индекса потребительских цен в первой половине текущего года несколько ускорился под влиянием эффекта переноса валютного курса, временного ажиотажного спроса населения на отдельные товары и удорожания плодоовощной продукции. К концу 2020 г. мы ожидаем увеличения инфляции до 3,9% г/г, главным образом благодаря эффекту низкой базы предыдущего года, когда рост цен существенно замедлился. Значительно ограничивать инфляционные процессы в среднесрочной перспективе будет сдержанный внутренний и внешний спрос. В результате при стабилизации курсовой динамики темп прироста индекса потребительских цен замедлится до 3,5% г/г по итогам 2021 г. и начнет постепенно восстанавливаться по направлению к цели Банка России (4%) по мере ослабления дезинфляционных факторов.

В условиях, когда преобладает риск отклонения инфляции ниже целевого ориентира в среднесрочной перспективе и необходимо поддерживать внутреннюю экономическую активность, Банк России снизил ключевую ставку до 4,25 с 6,25% на начало текущего года. По нашим оценкам, потенциал уменьшения индикатора в большей степени уже реализован, и до конца текущего года она сохранится в диапазоне 4–4,25%. Постепенное повышение ключевой ставки до нейтрального уровня ожидается со второй половины 2021 г., тем не менее характер монетарной политики в 2021–2022 гг. останется умеренно стимулирующим.

Федеральный бюджет в первой половине текущего года исполнен с дефицитом в размере 1,7% ВВП. Заметно увеличен объем расходов, что во многом объясняется реализацией трех пакетов антикризисной поддержки экономики, объем которых — около 4 трлн рублей (примерно

3,8% ВВП). Доходы в январе — июне 2020 г. сократились, в первую очередь из-за падения цен на углеводороды, уменьшения объемов их добычи и экспорта, а также сокращения внутренней экономической активности. В целом налогово-бюджетная политика носила стимулирующий характер и способствовала ограничению масштаба спада производства и спроса. В среднесрочной перспективе мы ожидаем постепенного ослабления фискального импульса по мере того, как будет уменьшаться объем поддержки экономики.

Риски остаются повышенными и смещенными в сторону ухудшения прогноза из-за неустойчивости наметившегося восстановления экономической активности на фоне сохраняющейся угрозы масштабной второй волны пандемии, обострения американо-китайских отношений и усиления санкционной риторики в отношении России.

ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

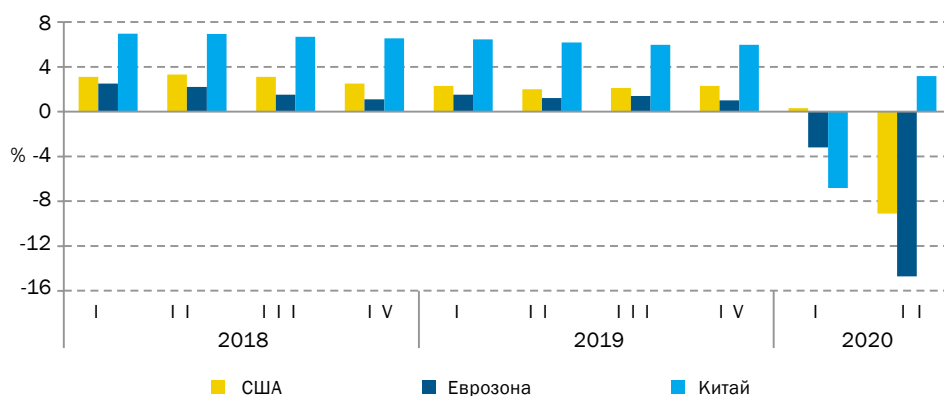
Экономическая активность

Беспрецедентное сокращение глобальной экономической активности

В первой половине текущего года мировая экономика столкнулась со сложнейшим вызовом — пандемией коронавирусной инфекции COVID-19. Распространение заболевания и ответные меры властей большинства государств, направленные на ограничение его масштаба, привели к нарушению глобальных поставок, повышению волатильности на финансовых и товарных рынках, оказали негативное влияние на многие ключевые сектора экономики. Действие мер социальной изоляции выразилось в сокращении потребительской и инвестиционной активности, доходов населения и бизнеса, росте безработицы.

Среди крупнейших экономик мира наиболее масштабный спад деловой активности во II квартале 2020 г. наблюдался в еврозоне, где ВВП сократился на 14,7% г/г¹ (минус 3,2% г/г в январе — марте текущего года), что является максимальным падением с момента начала расчета показателя в 1995 г. ВВП США за аналогичный период потерял 9,1% г/г² (прирост на 0,3% в I квартале 2020 г.) — наихудший результат с 1947 г. Позитивными во II квартале оказались данные по ВВП Китая, который вырос на 3,2% г/г (минус 6,8% г/г в январе — марте) после весеннего смягчения карантинных ограничений.

Рисунок 1.
Динамика ВВП крупнейших мировых экономик
(период к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: CEIC Data, BEA, Eurostat

¹ Сезонно скорректированные данные. Снижение к предыдущему кварталу (с устранением сезонности) в годовом выражении составило, по нашим расчетам, около 40%.

² Сезонно скорректированные данные. Снижение к предыдущему кварталу (с устранением сезонности) в годовом выражении составило 31,7%.

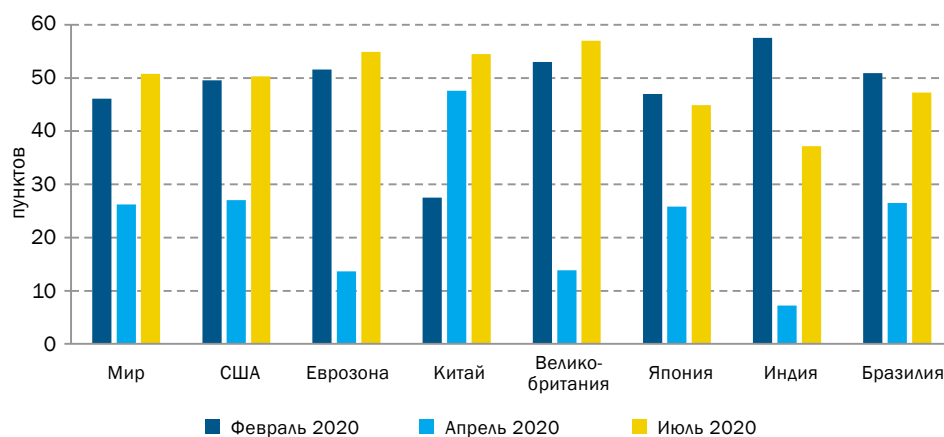
Большие потери сферы услуг

В отраслевом разрезе наибольшие потери понесли организации, оказывающие потребительские услуги. Это демонстрируют, в том числе, результаты опросов PMI³, согласно которым деловая активность существенно сократилась в секторах туризма и гостиничного бизнеса, транспорта, операций с недвижимостью. Значительное ухудшение настроений бизнеса отмечено в технологических и финансовых организациях, а также сегменте телекоммуникационных услуг. Снижился выпуск и в отраслях обрабатывающей промышленности, в первую очередь в машиностроении и производстве автомобилей. В меньшей степени пандемия затронула пищевую и фармацевтическую отрасли.

Стабилизация мировой экономики на пониженных уровнях в июне-июле

Дно кризиса (при условии, что не будет глобальной второй волны заболевания или ее продолжительность и последствия окажутся не слишком значительными), вероятно, пройдено в апреле-мае, когда мировой сводный PMI составил 26,2 (рекордно низкий уровень) и 36,3 пункта соответственно. В июне-июле показатель увеличился до 47,7 и 50,8 пункта соответственно, что указывает на существенное уменьшение экономического спада после смягчения карантинных ограничений. В еврозоне сводный PMI достиг в июле 54,9 пункта (13,6 в апреле 2020 г.), в США — 50,3 (27 в апреле 2020 г.), в Китае — 54,5 (27,5 в феврале 2020 г.).

Рисунок 2.
Динамика сводных PMI



Источник: IHS Markit

Улучшение экономических настроений в июне-июле отмечено как в секторе услуг (операции с недвижимостью, банковские продукты, телекоммуникации), так и в отраслях обрабатывающей промышленности

³ PMI представляет собой 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 экономической активности, ниже — о ее снижении. Подробнее см.: <https://www.markiteconomics.com/Public/Release/PressReleases>

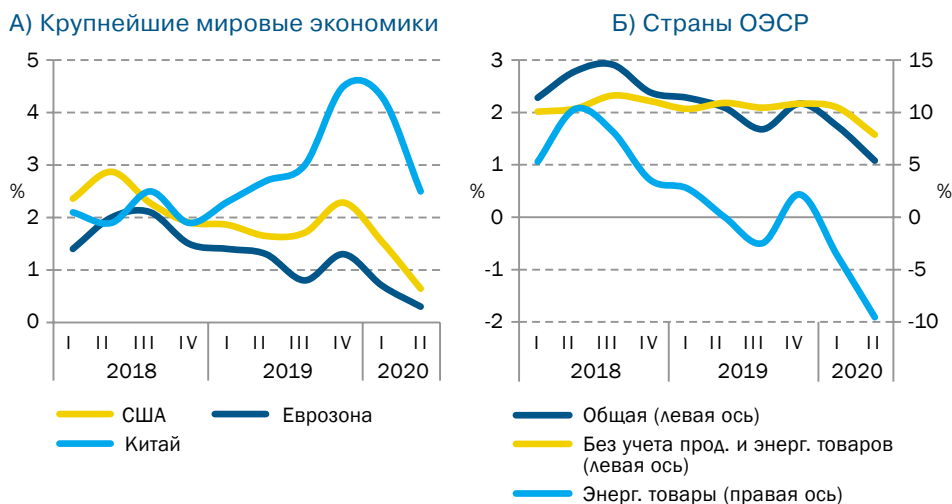
(производство строительных материалов, автомобилей, химических продуктов и др.). Значительно сократились темпы снижения объема новых заказов, в том числе экспортных. Тем не менее восстановление деловой активности в мире происходит неравномерно из-за различий в эпидемиологической обстановке, а в целом опережающие индикаторы сигнализируют о стабилизации глобального выпуска на уровнях значительно ниже докризисных, что указывает на высокую вероятность продолжительного периода возврата мировой экономики к «нормальному» состоянию.

Инфляция

Слабый инфляционный фон

Сокращение глобальной экономической активности привело к замедлению инфляционных процессов в мире. Инфляция в странах ОЭСР снизилась в июне до 1,1 с 2,2% г/г в декабре 2019 г., в США — до 0,6 с 2,3% г/г, в еврозоне — до 0,3 с 1,3% г/г, в Китае — до 2,5 с 4,5% г/г. Дополнительным дезинфляционным фактором стало падение стоимости энергоносителей в условиях уменьшения спроса на них. Определенное давление на потребительские цены оказывало ускорение темпов роста цен на продовольствие, несмотря на их снижение на мировом рынке, что может быть связано с временными трудностями, касающимися транспортировки, и с ажиотажным спросом населения на отдельные товары в конце марта — начале апреля.

Рисунок 3. Динамика зарубежной инфляции
(последний месяц квартала к последнему месяцу соответствующего квартала предыдущего года)



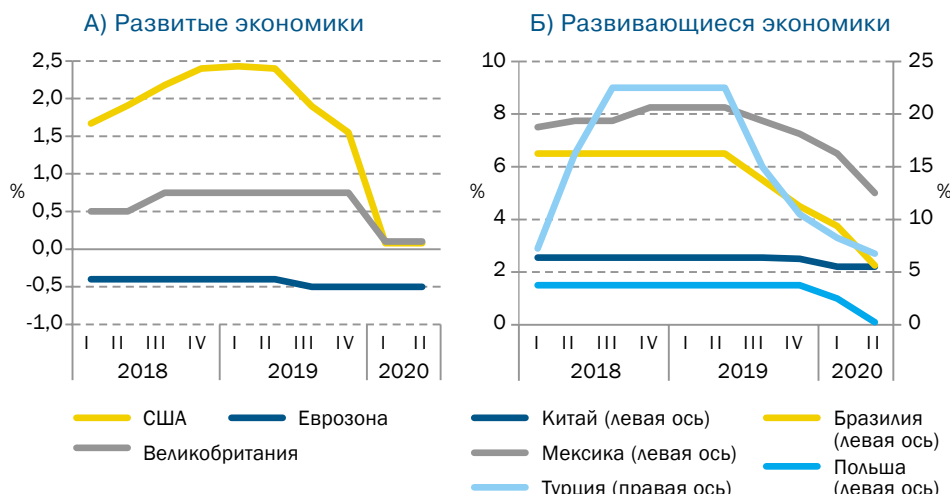
Источник: ОЭСР

Монетарная и фискальная политика

Смягчение денежно-кредитной политики

Ограничению масштаба спада в крупнейших мировых экономиках способствовали активные государственные меры поддержки населения, бизнеса и финансового сектора. Монетарные регуляторы в первой половине текущего года существенно смягчили денежно-кредитную политику, снизив ключевые процентные ставки и расширив программы скупки активов. Кроме того, ведущие центральные банки выразили намерение сохранять мягкую политику в среднесрочной перспективе. Монетарные регуляторы развивающихся стран также снижали ключевые ставки, наиболее активно — в марте-апреле 2020 г.

Рисунок 4.
Ключевые процентные ставки зарубежных стран (на конец периода)



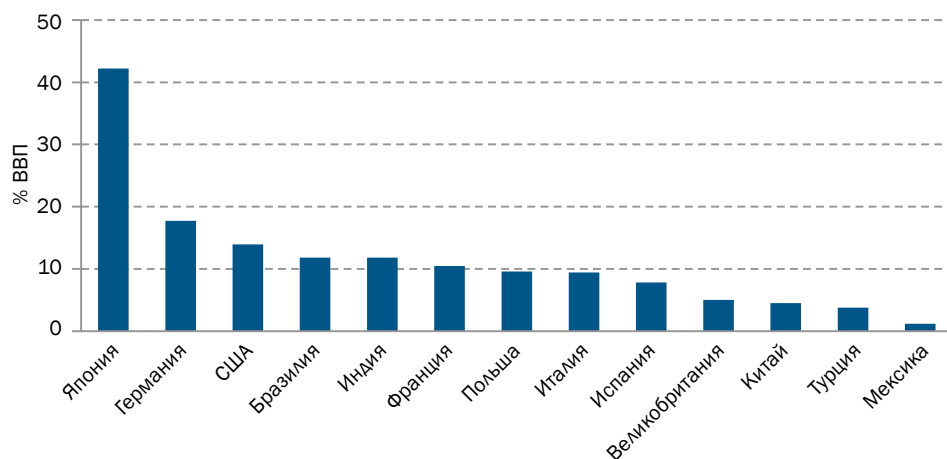
Источник: CEIC Data

Стимулирующая фискальная политика

Объемы фискальной помощи в первом полугодии текущего года значительно расширены, что обусловлено необходимостью реализации антикризисных мероприятий, в том числе поддержки бизнеса и доходов населения. По данным COVID-19 Economic Stimulus Index⁴ на 25 августа, объем налогово-бюджетного стимула в Японии составил 42,2% ВВП, в США — 13,9% ВВП, в Германии — 17,7% ВВП, во Франции — 10,4% ВВП, в Италии — 9,4% ВВП, в Великобритании — 5% ВВП, в Китае — 4,5% ВВП.

⁴ Подробнее см.: Elgin С., Basbug G., Yalaman A. 2020. Economic policy responses to a pandemic: Developing the Covid-19 economic stimulus index. CEPR. Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers. No 3. PP. 40–53.

Рисунок 5.
Объем фискальных мер поддержки



Источник: COVID-19 Economic Stimulus Index

Сырьевые рынки

Низкие цены на нефть

Динамика котировок большинства ключевых биржевых товаров в первой половине текущего года во многом определялась состоянием глобального спроса и ожиданиями его восстановления. После падения в марте-апреле цены на нефть, металлы и продовольствие начали восстанавливаться в условиях оживления экономической активности. На нефтяные котировки позитивное воздействие также оказало соглашение ОПЕК+, предусматривающее масштабное сокращение добычи сырья с мая 2020 г. В результате стоимость Brent повысилась в июле до 42,8 долл. США за баррель (Urals — до 43,9) с многолетнего минимума 23,3 в апреле (Urals — 18,2), но оставалась гораздо ниже докризисных значений.

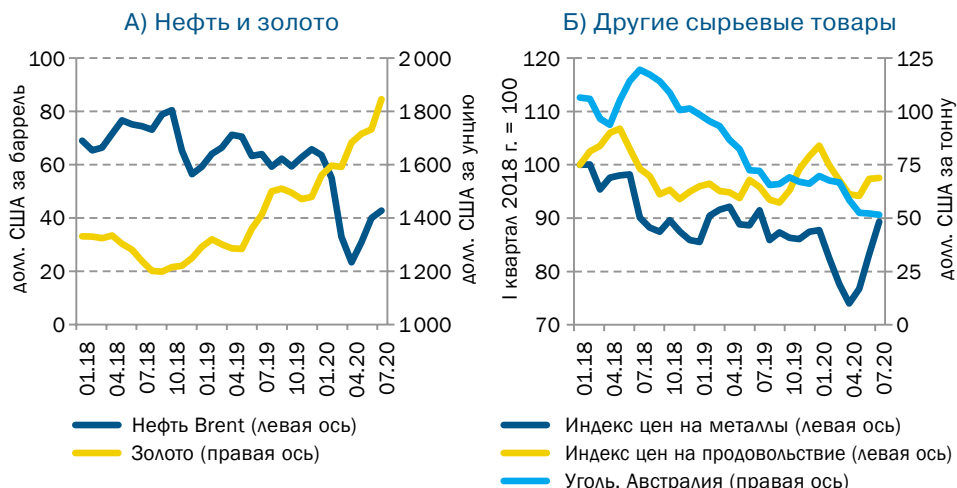
Быстрое восстановление цен на металлы

Индекс цен на металлы в июле увеличился на 20,7% к минимуму апреля и превысил уровень декабря 2019 г. Этому во многом способствовало оживление экономической активности в Китае. На бурный рост показателя в июне-июле повлияло и ослабление доллара США к ключевым мировым валютам, а также вызванный распространением коронавируса в Латинской Америке риск сокращения предложения промышленных металлов, в том числе меди. Схожую динамику продемонстрировал индекс цен на продовольствие — после падения в апреле-мае наблюдалось восстановление в июне-июле. По-прежнему слабая ценовая конъюнктура сохраняется на рынке калийных удобрений и угля.

Рост цены золота

На фоне повышения глобальной неопределенности в первой половине текущего года существенно увеличился спрос на защитные активы, такие как золото, котировки которого в июле 2020 г. выросли до исторического максимума и были почти на 25% выше декабрьского уровня прошлого года. Этому способствовала и мягкая политика крупнейших центральных банков, сопровождающаяся масштабными вливаниями ликвидности.

**Рисунок 6.
Динамика цен
сырьевых товаров**



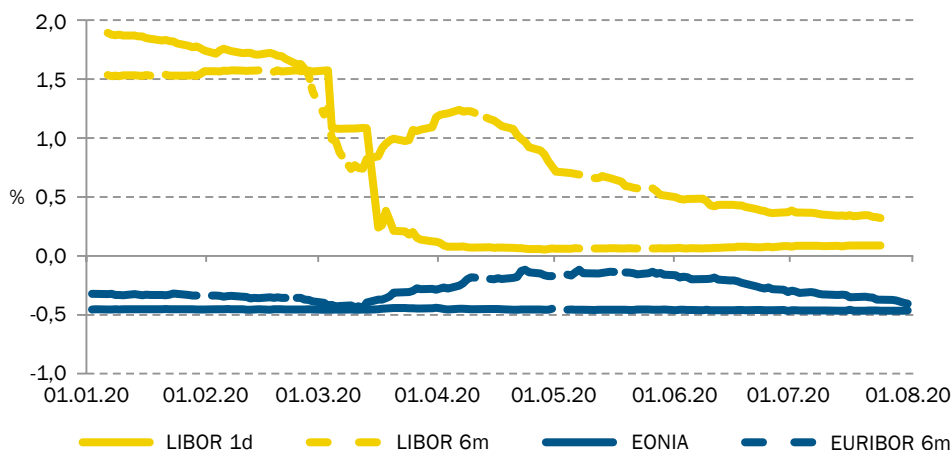
Источник: Всемирный банк

Финансовые рынки

**Снижение ставок
межбанковского
рынка**

Ставки LIBOR в долларах США, а также индикаторы денежного рынка еврозоны в течение II квартала 2020 г. снизились вследствие смягчения денежно-кредитной политики монетарных регуляторов. Поддержка ликвидности финансовых рынков со стороны центральных банков и некоторое улучшение настроений бизнеса на фоне стабилизации экономической активности способствовали уменьшению спредов между ставками по однодневным и более длинным межбанковским кредитам, которые вернулись к докризисным уровням после всплеска в марте.

Рисунок 7.
Динамика ставок
денежного рынка
развитых стран

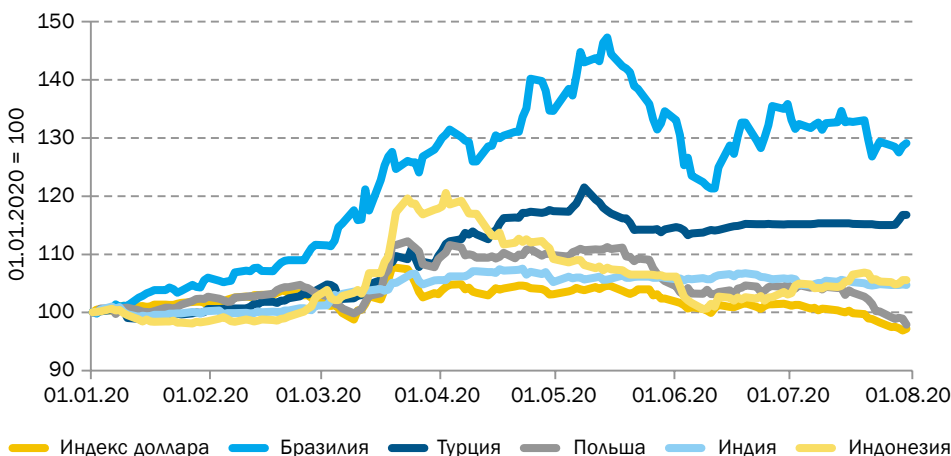


Источник: CEIC Data

Ослабление доллара
США к валютам
развитых стран

Курс доллара США к ключевым мировым валютам заметно ослаб в июне-июле после укрепления в марте-апреле, когда инвесторы выходили из рискованных активов. На снижение стоимости американской денежной единицы повлиял ряд факторов, среди которых можно отметить заявления ФРС о намерении поддержать экстремально мягкую монетарную политику в среднесрочной перспективе, сохранение высоких темпов распространения коронавирусной инфекции в США, а также достижение в июле странами ЕС договоренностей о выпуске общих облигаций.

Рисунок 8.
Динамика курсов
валют к доллару США



Источник: CEIC Data, Investing.com

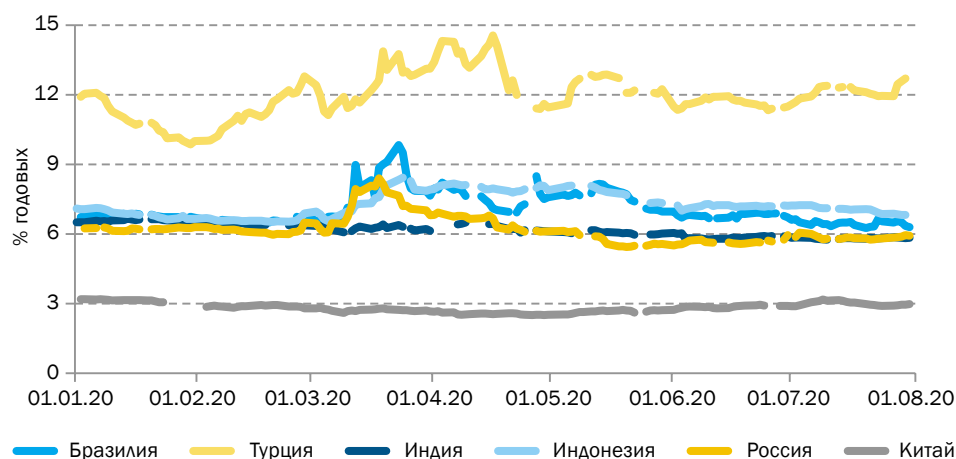
Волатильность валют
развивающихся
рынков

Валюты стран с развивающимся рынком во II квартале текущего года несколько отыграли утерянные в марте позиции к доллару США, чему способствовало появление признаков восстановления экономической активности. Кроме того, подобные движения во многом коррекционные,

так как на фоне панических настроений в марте эти валюты были перепроданными. Вместе с тем курсы по-прежнему остаются волатильными, и появление в конце июня — июле новых вспышек COVID-19 и обострение американо-китайских отношений вновь привели к давлению на валюты развивающихся рынков из-за усилившихся опасений касательно второй волны пандемии и снижения интереса инвесторов к рисковым активам.

Доходность государственных долгосрочных облигаций стран с развивающимся рынком в апреле — июле уменьшилась после заметного роста в марте и в целом вернулась к уровням, наблюдавшимся до начала пандемии, или более низким. Этому способствовали как снижение ключевых процентных ставок центральных банков, так и начало восстановительных процессов в экономиках.

Рисунок 9.
Динамика доходности десятилетних государственных облигаций стран с развивающимся рынком

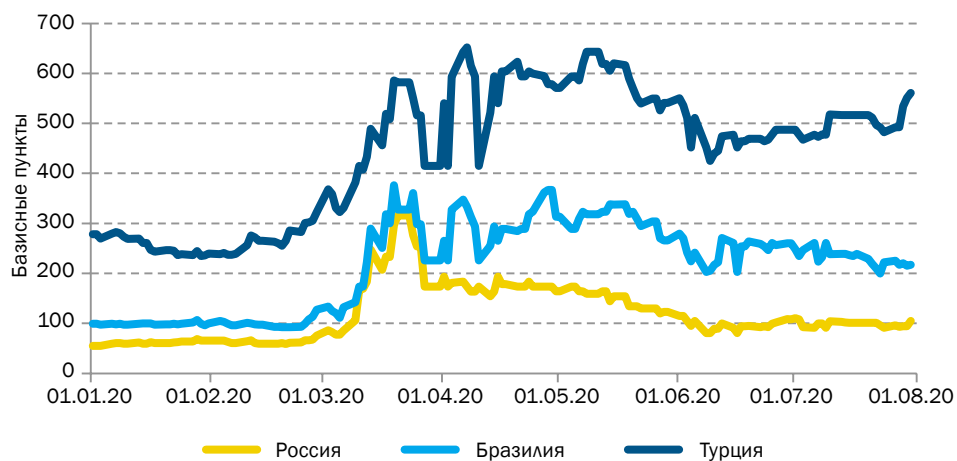


Источник: Investing.com

Премии за риск стабилизировались на повышенных уровнях

Премии за риск для развивающихся экономик во II квартале текущего года снизились по отношению к максимумам марта-апреля, на что указывает динамика CDS. Тем не менее их значения в июне-июле стабилизировались на уровнях, превышающих докризисные, что может быть связано с сохраняющейся высокой неопределенностью перспектив мировой экономики. Страновые риск-премии, вероятно, останутся повышенными до тех пор, пока темпы распространения коронавирусной инфекции не начнут устойчиво замедляться.

Рисунок 10.
Динамика
пятилетних
CDS стран
с развивающимся
рынком



Источник: Investing.com

СОСТОЯНИЕ ЭКОНОМИКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Экономическая активность

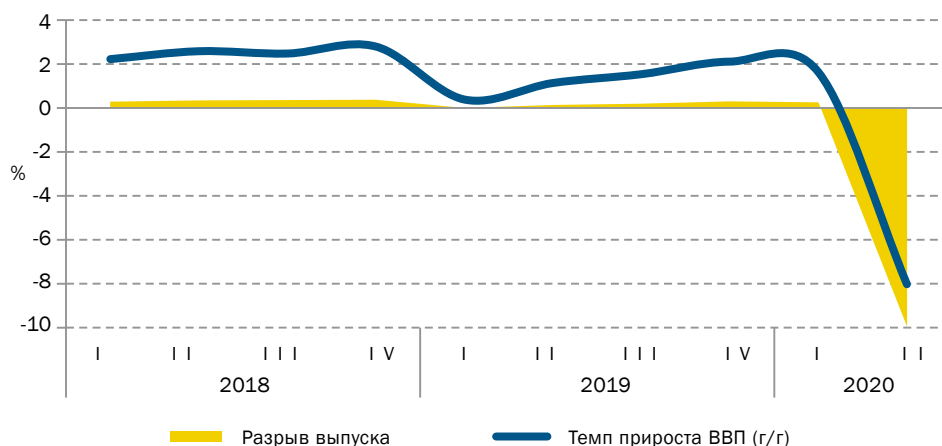
Масштабное сокращение экономической активности

В первой половине 2020 г. экономика Российской Федерации испытала масштабный шок, вызванный пандемией COVID-19. ВВП страны в январе — июне 2020 г. сократился на 3,4% г/г. Вспышка заболевания оказала влияние на экономическую активность в стране по двум основным каналам.

- ← Ухудшение внешнеэкономических условий, которое проявилось в ослаблении спроса на российский экспорт, сокращении доходов бюджета и организаций от поставок сырьевых товаров за рубеж вследствие падения их цен и объемов добычи, нарушении глобальных цепочек добавленной стоимости, ухудшении настроений бизнеса.
- ← Действие внутренних санитарных мер, в первую очередь периода нерабочих дней с конца марта до середины мая текущего года, приведшее к масштабному сокращению потребительского и инвестиционного спроса.

Основной удар пандемии пришелся на II квартал, по итогам которого выпуск упал на 8% г/г. По нашим оценкам, отрицательные эффекты в большей степени выразились в циклическом спаде, хотя темпы роста потенциального ВВП также снизились (по расчетам ЕАБР, на 0,4–0,8 п.п. к докризисным значениям — до 0,7–1% г/г) (*врезка 1*). Смягчению негативного экономического и социального воздействия обострившейся эпидемиологической обстановки способствовали государственные меры фискальной, монетарной и макропруденциальной поддержки.

Рисунок 11.
Экономическая
активность



Источник: Росстат, расчеты авторов, ЕЭК

Врезка 1. Влияние пандемии COVID-19 на потенциальный и циклический экономический рост России

Негативные последствия пандемии COVID-19 могут оказать существенное воздействие на динамику ненаблюдаемых макроэкономических переменных, таких как потенциальный ВВП и разрыв выпуска. От верной идентификации состояния бизнес-цикла, характера монетарной и фискальной политики, движущих факторов экономических процессов в значительной степени зависит эффективность проведения денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики.

В ЕАБР основным инструментом для анализа и прогнозирования макроэкономической ситуации в регионе операций Банка является ИСМ⁵. В ее основе лежат полуструктурные модели с денежно-кредитными и налогово-бюджетными секторами, позволяющие оценивать ненаблюдаемые переменные.

Для верификации результатов ИСМ в Банке разработаны макроэкономические полуструктурные модели (МПМ)⁶ для каждой страны региона операций ЕАБР, ключевое отличие которых от ИСМ — способ определения равновесной процентной ставки: ее уровень (вместо непокрытого паритета процентных ставок в ИСМ) увязывается с приростом потенциального ВВП, скорректированного на изменение равновесного реального эффективного курса. Это позволяет напрямую учесть влияние доходности производства на равновесную ставку, воздействие на ее динамику процесса экономической конвергенции и прибыльности инвестиций в иностранной валюте.

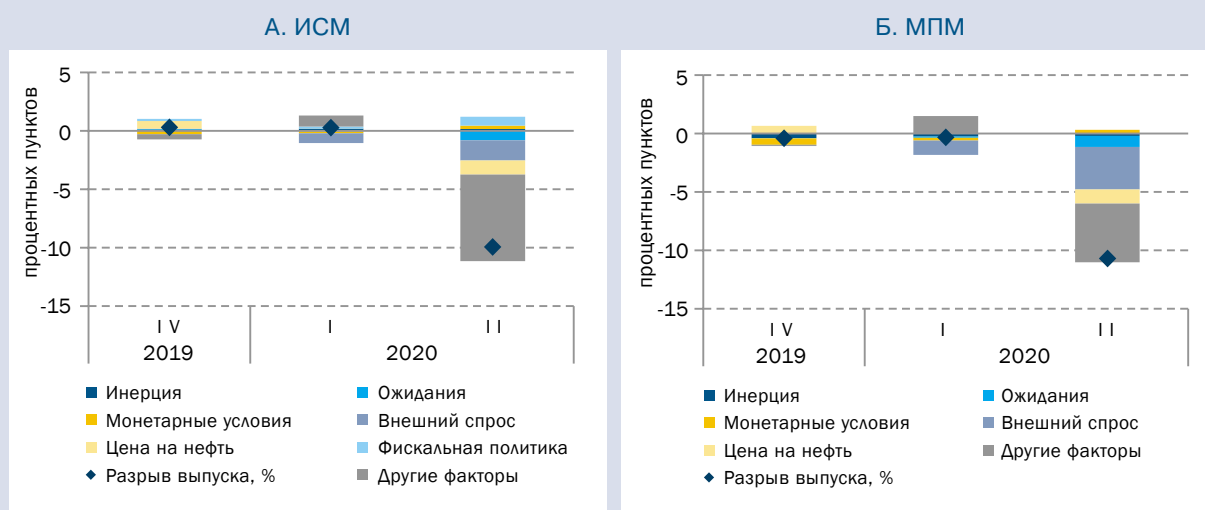
⁵ Подробнее см.: Совместный доклад ЕЭК и ЕАБР «Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза» (2016).

⁶ Подробнее см.: Тематический доклад ЕАБР «Оценка ненаблюдаемых экономических переменных в странах – участницах ЕАБР» (август 2020 г.).

Согласно полученным результатам, пандемия COVID-19 привела к беспрецедентному циклическому спаду российской экономики: отрицательный разрыв выпуска, показывающий отклонение фактического реального ВВП от равновесного (потенциального) уровня, во II квартале 2020 г. составил около 10–11%, что является минимальным значением за последние 15 лет. Ключевыми объясняющими факторами такой динамики показателя выступили сокращение внешнего спроса и действие внутренних ограничительных мер, направленных на сдерживание распространения коронавируса. Влияние последних на представленных декомпозициях (рисунок В.1) отражено во вкладе других факторов (шок спроса). Существенное влияние на состояние экономического цикла оказало падение цен на нефть, а также уменьшение добычи энергетического сырья в рамках соглашения ОПЕК+ (вклад последнего фактора, как и санитарных мер, выражается в шоке спроса). Ограничению масштаба спада деловой активности способствовало смягчение монетарных условий и налогово-бюджетной политики.

Темп прироста потенциального выпуска снизился на 0,4–0,8 п.п. — до 0,7–1% г/г, что может быть связано с закрытием части предприятий и организаций, спадом инвестиционной активности и повышением неопределенности, а также влиянием договоренностей ОПЕК+ об ограничении добычи нефти. Следует отметить, что воздействие пандемии COVID-19 на потенциальный экономический рост России может оказаться гораздо более существенным по сравнению с полученными результатами и во многом будет определяться дальнейшим развитием эпидемиологической ситуации.

Рисунок В.1. Декомпозиция разрыва выпуска в России



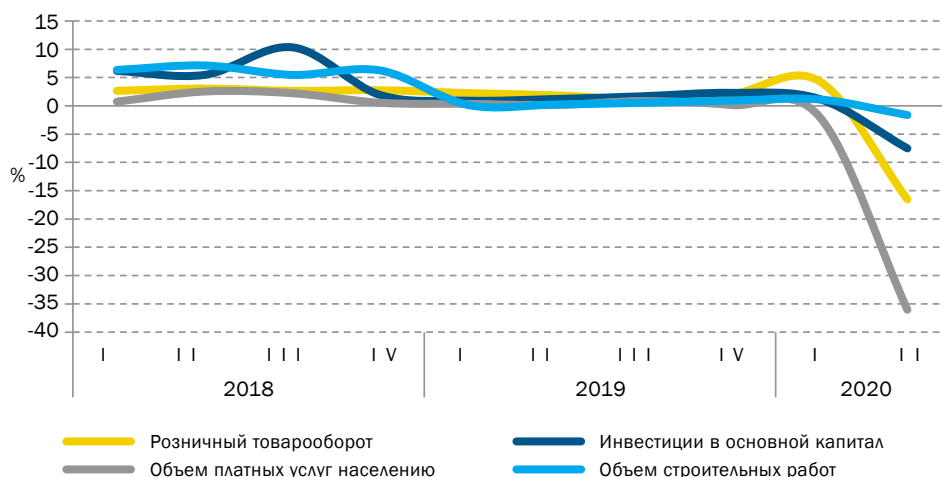
Источник: расчеты авторов, ЕЭК

Падение потребительского спроса

В отраслевом разрезе наибольшие потери в первой половине 2020 г. понесли сектора сферы услуг, ориентированные на потребительский спрос. Оборот розничной торговли сократился на 6,4% г/г, объем платных услуг населению — на 19,9% г/г. На динамику потребительского спроса негативно повлияли меры социальной изоляции и приостановка

работы отдельных организаций, ориентированных на предоставление услуг населению. Дополнительными факторами стали вызванные пандемией COVID-19 изменения на рынке труда, связанные с ростом безработицы и уменьшением доходов домашних хозяйств. Наибольшее падение активности потребителей пришлось на апрель-май, когда действовали жесткие карантинные ограничения. В июне-июле, по мере их смягчения, спрос населения начал восстанавливаться, а индекс PMI⁷ сферы услуг России в июле, впервые с февраля текущего года, превысил отметку 50 пунктов (58,5), сигнализируя о росте деловой активности в секторе. Тем не менее восстановление, особенно в секторах платных услуг (минус 25,5% г/г в июле после минус 31,4 и минус 38,9% г/г в июне и мае соответственно), происходит медленно и в условиях существенного падения доходов и повышения безработицы может занять длительное время.

Рисунок 12.
Индикаторы
внутреннего спроса
(темпы прироста, период
к соответствующему
периоду предыдущего
года)



Источник: Росстат

Ослабление инвестиционной активности

Инвестиции в основной капитал во II квартале сократились на 7,6% г/г после роста на 1,2% г/г кварталом ранее. Снижение активности происходило под влиянием ухудшения финансового состояния и экономических настроений бизнеса, сокращения внешнего спроса и внутреннего потребления, нарушения цепочек поставок. Сдерживать динамику капитальных вложений также могли ослабление курса национальной валюты и ужесточение неценовых условий банковского кредитования на фоне повышения риска неплатежей. В меньшей степени негативные эффекты пандемии отразились на строительной отрасли, где объем выпуска во II квартале 2020 г. был на 1,7% ниже, чем в соответствующий период предыдущего года. В целом ограничению глубины падения инвестиций

⁷ Подробнее см.: <https://www.markiteconomics.com/Public/Release/PressReleases>

способствовали меры фискальной, монетарной и макропруденциальной политики, в том числе отсрочка и снижение налоговых и страховых платежей, административной нагрузки на предприятия, поддержка ликвидности банковского сектора и облегчение регуляторных требований, оказание финансовой поддержки бизнесу.

Пандемия нанесла серьезный удар по промышленному производству

Производственная активность в январе — июне текущего года существенно снизилась вследствие действия карантинных ограничений и слабости внутреннего и внешнего спроса. Объем выпуска промышленности сократился на 3,5% г/г по итогам первого полугодия. При этом во II квартале 2020 г. падение достигло 8,5% г/г после роста на 1,5% г/г в январе — марте.

Слабый спрос и сделка ОПЕК+ привели к падению добычи сырья

Ухудшение производственных показателей зафиксировано как в добывающих отраслях, так и в обрабатывающей промышленности. Добыча полезных ископаемых в январе — июне снизилась на 5,2% г/г, в том числе нефти и попутного газа — на 4,8% г/г, природного газа и конденсата — на 5,7% г/г, угля — на 7,4% г/г. На динамику сектора оказали влияние главным образом выполнение Россией в мае-июне договоренностей ОПЕК+ об ограничении добычи нефти, слабость внешнего спроса и осложнения в транспортно-логистическом сообщении. В меньшей степени последствия пандемии коронавирусной инфекции затронули отрасли добычи металлов и строительных материалов (камня, песка и глины), где по итогам полугодия сохранились положительные темпы роста — 0,6 и 2,7% г/г соответственно.

Слабая динамика в обработке

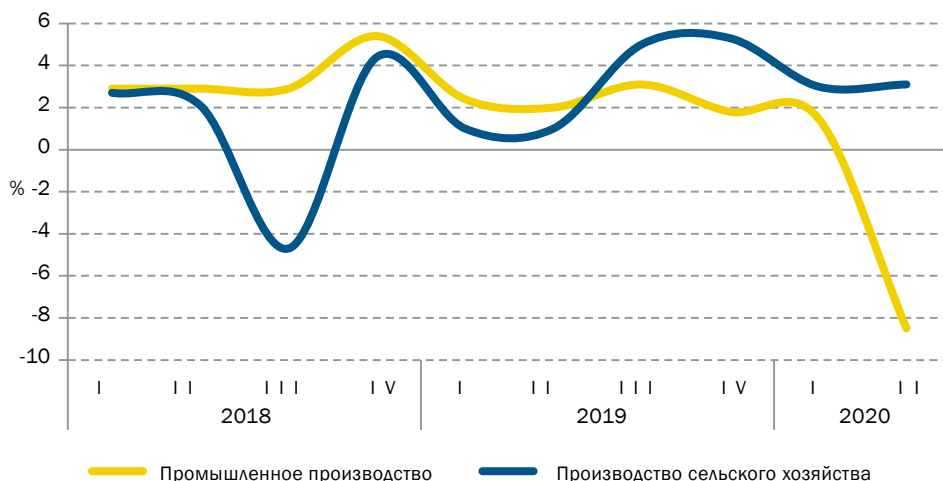
Обрабатывающая промышленность в январе — июне 2020 г. сократила производство на 2,3% г/г на фоне беспрецедентного падения внутренней и внешней деловой активности. Большой спад отмечен в отраслях, ориентированных на инвестиционный спрос и выпуск непродовольственных потребительских товаров (производство транспортных средств, компьютеров, электронных и электрических устройств, машин и оборудования, одежды, обуви и прочих изделий из кожи, бижутерии и мебели). Пандемия COVID-19 меньше всего повлияла на выпуск продовольственных товаров, фармацевтической продукции и химическую промышленность.

В июне-июле опережающие индикаторы указывают на закрепление производственной активности на пониженных уровнях. Индекс PMI обрабатывающих производств составил 49,4 и 48,4 пункта соответственно, существенно увеличившись с апреля-мая (31,3 и 36,2 пункта соответственно). Возобновление работы предприятий по мере снятия карантинных ограничений способствовало расширению выпуска. В то

же время спрос на продукцию, в том числе экспортный, оставался слабым, что указывает на высокую вероятность длительного процесса восстановления производственной активности.

**Рисунок 13.
Производственная
активность**

(темпы прироста, период к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Росстат

Сохранение сильной динамики сельского хозяйства

Выпуск сельскохозяйственной продукции вырос за первое полугодие 2020 г. на 3% г/г (по итогам 2019 г. — 4%). Данная отрасль оказалась гораздо меньше подвержена негативному влиянию пандемии COVID-19. Увеличилось поголовье ключевых видов скота, сохранились сравнительно высокие темпы роста продукции животноводства, в первую очередь скота и птицы на убой (4% г/г в январе — июне 2020 г.) и молока (3,6% г/г).

Снижение грузо- и пассажирооборота транспорта

Сокращение внутреннего потребления и внешнего спроса, а также ограничения на перевозки привели к ухудшению производственных показателей транспортного сектора. Пассажирооборот в таких условиях упал в январе — июне 2020 г. на 47,4% г/г, грузооборот — на 6,1% г/г. Наибольшее снижение объема погрузки на железнодорожном транспорте отмечено по черным металлам и их лому, углю, нефти и нефтепродуктам. Положительные темпы роста сохранились в том числе в транспортировке строительных грузов, зерна и продуктов перемола, химических и минеральных удобрений.

Рынок труда

Рост безработицы

Уровень безработицы в июне 2020 г. составил 6,2%, увеличившись с 4,4% годом ранее. Ухудшение состояния рынка труда связано с приостановкой работы отдельных организаций в связи с реализацией мер, направленных на ограничение распространения коронавирусной инфекции. Численность занятого населения сократилась в июне текущего года на 2,6% г/г. Следует отметить, что рост безработицы в основном пришелся на апрель-май, когда действовал режим нерабочих дней. В июне ситуация начала стабилизироваться по мере смягчения карантинных ограничений.

Масштаб снижения занятости во II квартале 2020 г. удалось ограничить за счет правительственных мер помощи предприятиям, в том числе предоставления кредитов на поддержку заработных плат по льготным программам. По информации Минэкономразвития России⁸, в рамках их реализации банками заключено кредитных соглашений на сумму около 935 млрд рублей.

Падение располагаемых доходов домашних хозяйств

Реальные располагаемые денежные доходы населения по итогам первой половины 2020 г. сократились на 3,7% г/г. Масштабное падение показателя отмечено во II квартале (на 8% г/г) вследствие роста безработицы, увеличения неполной занятости и в целом падения экономической активности. Существенную поддержку доходам оказали государственные меры, связанные с увеличением оплаты медицинскому персоналу и работникам сферы социального обслуживания, повышением максимального размера пособия по безработице, дополнительными выплатами на детей, предоставлением кредитных каникул. По оценке Банка России⁹, подобные антикризисные выплаты из бюджета составили около 0,8 трлн рублей, или 6% всех доходов.

Заработная плата в первом полугодии текущего года сохранила положительные темпы роста в реальном выражении (2,9% г/г после 4,8% г/г по итогам 2019 г.). Этому способствовали финансовая помощь властей предприятиям, а также повышение оплаты труда медицинских работников. Наибольшее сокращение номинальной заработной платы в январе — июне текущего года отмечено в отраслях, пострадавших от

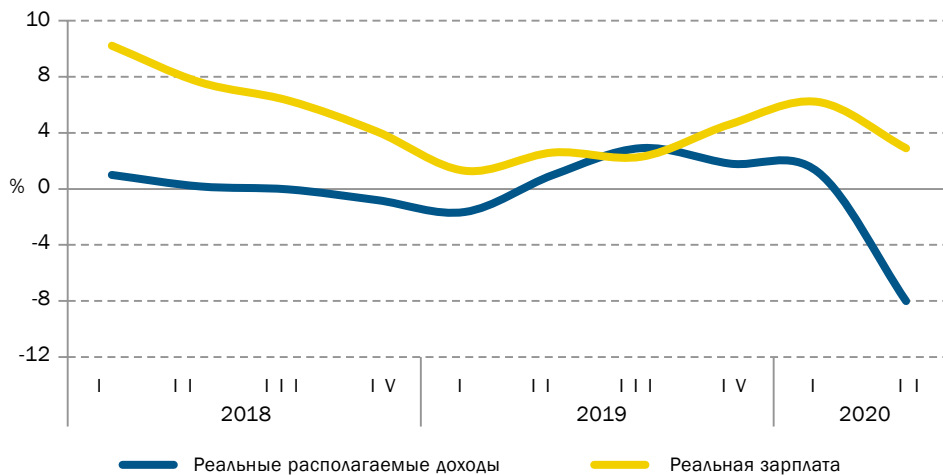
⁸ Подробнее см.: https://economy.gov.ru/material/news/ekonomika_bez_virusa/biznesu_okazali_podderzhku_na_zarplaty_pochti_na_1_trln_rublej.html

⁹ Подробнее см.: <http://cbr.ru/press/event/?id=7964>

кризиса сильнее остальных (воздушный транспорт, гостиничный бизнес, деятельность в области спорта, отдыха и развлечений).

**Рисунок 14.
Показатели рынка
труда**

*(темпы прироста, период
к соответствующему
периоду предыдущего
года)*



Источник: Росстат

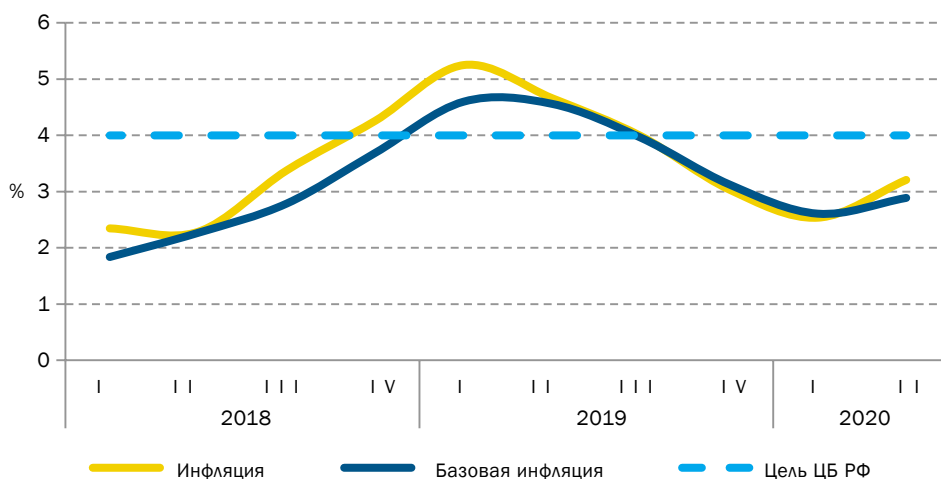
Инфляция

**Инфляция остается
ниже целевого
ориентира**

Темп прироста ИПЦ в июне 2020 г. составил 3,2% г/г, увеличившись с 3% г/г в декабре 2019 г. Повышение показателя преимущественно объясняется удорожанием продовольственных товаров вследствие ослабления национальной валюты, трудностей в транспортно-логистическом сообщении, а также эффекта низкой базы в сегменте плодоовощной продукции. Базовая инфляция в июне составила 2,9% г/г, снизившись с 3,1% г/г в декабре 2019 г. Сдерживали ее динамику ослабление внутреннего потребительского спроса и слабая ценовая конъюнктура за рубежом.

Следует отметить, что сохранение пониженных по отношению к цели Банка России (4%) показателей годовой инфляции в первой половине текущего года во многом объясняется эффектом базы: в начале 2019 г. давление на цены оказало повышение НДС. Среднемесячный рост ИПЦ (с устранением сезонности) заметно ускорился в марте-апреле, во время повышенной турбулентности на валютном рынке, впоследствии вернувшись к пониженным значениям.

Рисунок 15.
Динамика инфляции
(последний
месяц квартала
к последнему месяцу
соответствующего
квартала предыдущего
года)



Источник: ЦБ РФ

Ускорение продовольственной инфляции

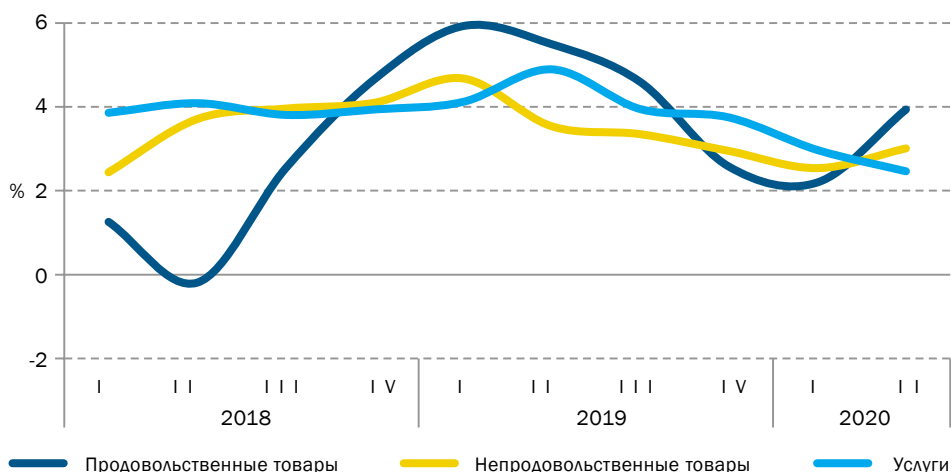
Стоимость продовольственных товаров выросла в июне 2020 г. на 3,6% г/г после 3,1% г/г в декабре 2019 г. Существенное ускорение инфляции в данном сегменте наблюдалось в конце марта — начале апреля и было связано с переносом на цены обесценения рубля и временным ажиотажным спросом населения на отдельные товары. В дальнейшем месячная динамика показателя значительно замедлилась. Вместе с тем из-за эффекта низкой базы в сегменте плодоовощной продукции, связанного с ранним поступлением урожая в 2019 г., годовая продовольственная инфляция в июне повысилась.

Слабая потребительская активность сдерживала непродовольствен- ную инфляцию

Цены на непродовольственные товары в июне 2020 г. повысились на 3% г/г и остались вблизи уровня декабря прошлого года (2,95% г/г). Инфляция в данном сегменте потребительской корзины ускорилась в марте — июне, что может объясняться эффектом переноса валютного курса. Вместе с тем существенное ослабление внутреннего потребительского спроса оказывало ограничивающее влияние на динамику стоимости непродовольственной продукции.

Темп прироста цен на услуги составил по итогам июня 2020 г. 2,5% г/г, существенно снизившись по сравнению с декабрем 2019 г. (3,75% г/г). Ключевым фактором такой динамики выступил сдержанный спрос в условиях социального дистанцирования и мер изоляции. На этом фоне заметно упала стоимость услуг авиаперевозчиков и туристических организаций, которые относятся к числу отраслей, наиболее пострадавших от пандемии.

Рисунок 16.
Динамика
компонентов
инфляции
(последний
месяц квартала
к последнему месяцу
соответствующего
квартала предыдущего
года)

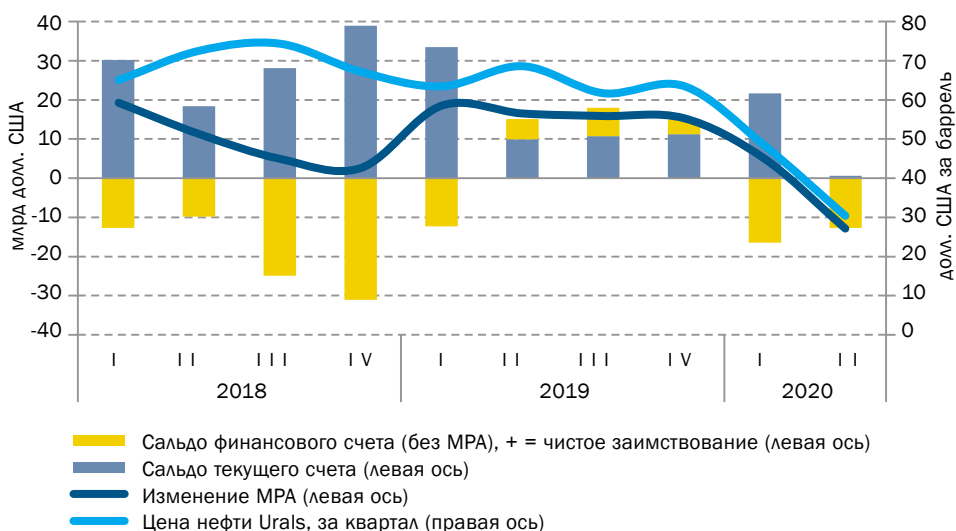


Источник: ЦБ РФ

Внешнеэкономические операции

Снижение профицита текущего счета платежного баланса Положительное сальдо счета текущих операций по итогам полугодия составило, по оценке Банка России, 22,3 млрд долл. США (3,2% ВВП), что на 21,1 млрд долл. США (или на 2,4% ВВП) меньше по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. Динамика показателя определялась уменьшением профицита торгового баланса при сокращении дефицита баланса услуг и первичных доходов. По операциям финансового счета (без учета МРА) в январе — июне 2020 г. отмечено чистое кредитование Россией остального мира в размере 29,2 млрд долл. США (7,1 млрд долл. США в январе — июне 2019 г.).

Рисунок 17.
Платежный баланс



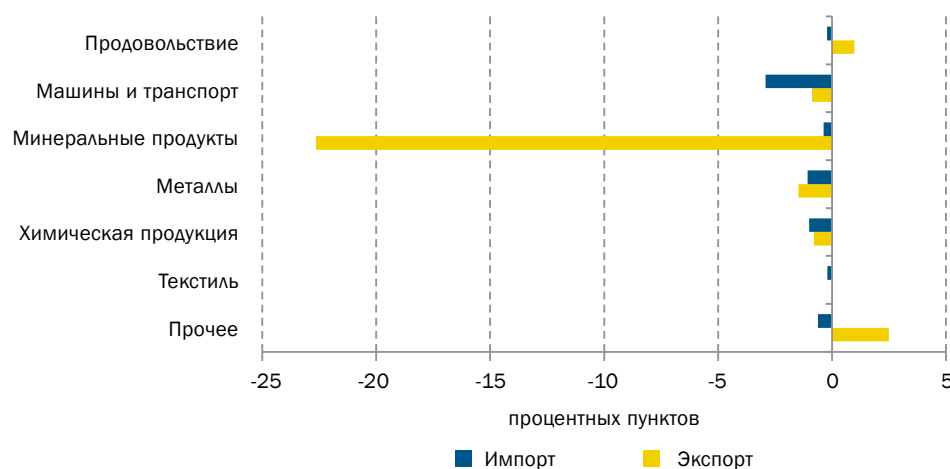
Источник: ЦБ РФ, МФ РФ, Thomson Reuters, расчеты авторов

Сокращение экспорта товаров

Профицит торгового баланса в январе — июне 2020 г. составил 47,3 млрд долл. США, уменьшившись по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 39 млрд долл. США. Ключевым фактором снижения сальдо внешней торговли послужило сокращение экспорта российских товаров (на 46,8 млрд долл. США, или на 22,9% г/г). Основной вклад в изменение показателя внесло уменьшение стоимостных объемов поставок нефтегазовой продукции за рубеж, что во многом объясняется ослаблением внешнего спроса, снижением добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК+ и падением цен на углеводороды.

Сократился в первой половине текущего года и экспорт по большинству других ключевых товарных групп, в том числе машин и оборудования, металлов и изделий из них, химической продукции. Ограничило масштаб ухудшения торгового баланса расширение поставок продовольственных товаров за рубеж на фоне сильных показателей агропромышленного комплекса и золота вследствие приостановки закупок металла на внутреннем рынке Банком России с 1 апреля 2020 г. и существенного повышения спроса на него со стороны инвесторов.

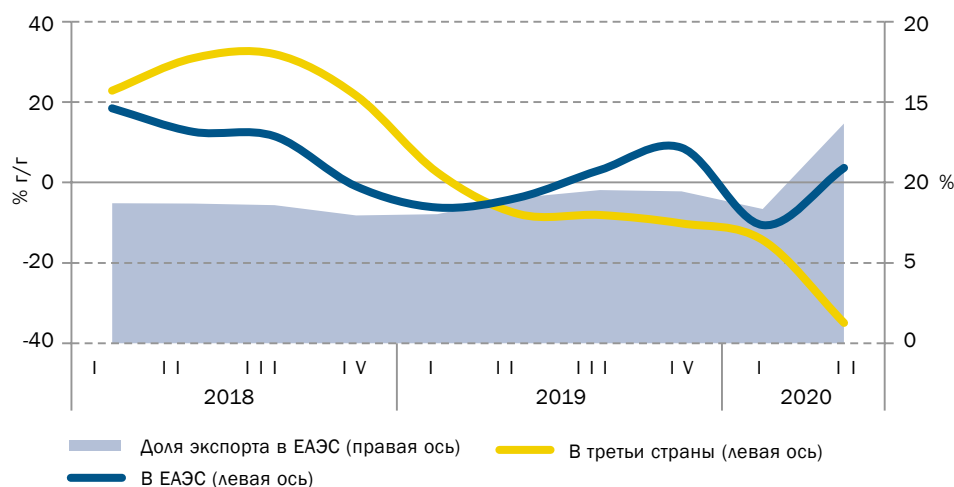
Рисунок 18.
Вклад товарных групп в изменение экспорта и импорта товаров
(январь — июнь 2020 г. к январю — июню 2019 г.)



Источник: ФТС РФ, расчеты авторов

Экспорт российских товаров в январе — июне 2020 г. сократился как в государства ЕАЭС, так и в третьи страны. При этом уменьшение поставок на рынки вне Союза оказалось гораздо более глубоким, что может быть связано с преобладанием в них энергетических товаров. Доля экспорта российской продукции в страны ЕАЭС по итогам полугодия составила 10,7% (9% в 2019 г.).

Рисунок 19.
Экспорт товаров
Российской
Федерацией



Источник: ФТС РФ, расчеты авторов

Снижение импорта в условиях сжатия внутреннего спроса

Спад внутренней экономической активности, трудности с транспортировкой и ослабление рубля привели к корректировке импорта товаров, который сократился в январе — июне 2020 г. на 7,8 млрд долл. США (или на 6,6% г/г). Падение поставок в страну наблюдалось по всем укрупненным группам товаров, а его пик пришелся на период нерабочих дней в апреле. По данным ФТС, в июне масштаб снижения импорта значительно уменьшился, что может быть связано с оживлением внутреннего спроса после смягчения мер социальной изоляции.

Улучшение внешней торговли услугами

Баланс услуг в первом полугодии 2020 г. сложился с дефицитом в размере 9 млрд долл. США, что на 5,9 млрд долл. США меньше, чем в соответствующий период 2019 г. Улучшение показателя объясняется опережающим сокращением импорта услуг по сравнению с их экспортом, главным образом из-за ограничения на международные перевозки.

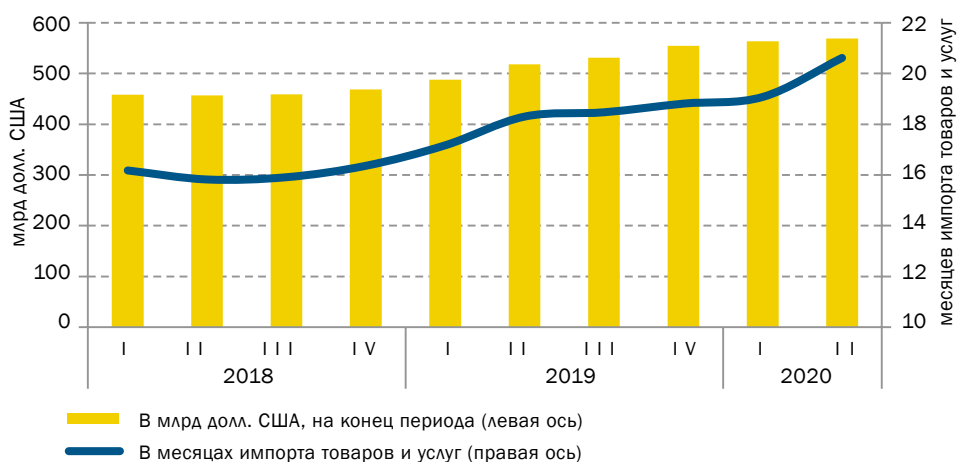
Усиление оттока капитала

Отток капитала частного сектора, по оценке Банка России, составил в январе — июне 2020 г. 28,9 млрд долл. США, увеличившись по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 5,6 млрд долл. США. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ на 1 июля 2020 г. составила 30,6%, снизившись с пика — 34,9% на 1 марта текущего года. Значимое сокращение вложений зарубежных инвесторов в ОФЗ наблюдалось в марте: на фоне резкого ухудшения перспектив глобальной экономики, повышения волатильности на мировых финансовом и товарном рынках инвесторы ограничили вложения в рискованные активы.

Высокий уровень золотовалютных резервов

Международные резервные активы Российской Федерации на 1 июля 2020 г. составили 568,9 млрд долл. США, увеличившись с начала года на 14,5 млрд долл. США. Росту золотовалютных запасов способствовало повышение стоимости монетарного золота в связи с эффектом переоценки благодаря удорожанию драгоценного металла на мировом рынке. Сдерживающее воздействие на динамику резервов оказали продажи валюты Банком России в рамках бюджетного правила в условиях падения нефтяных цен. Объем международных резервов превышает традиционные критерии достаточности.

Рисунок 20.
Международные резервные активы Российской Федерации



Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов

Фискальный сектор

Последствия пандемии привели к дефицитному бюджету

Федеральный бюджет в январе — июне текущего года исполнен с дефицитом в размере 0,8 трлн рублей (или 1,7% ВВП) после профицита 1,7 трлн рублей (3,3% ВВП) годом ранее. На состояние показателя оказали воздействие как сокращение доходной части, так и расширение расходов. Поступления в федеральный бюджет по итогам полугодия упали на 4,8% г/г. Сокращение объясняется главным образом уменьшением на 35,4% г/г объема нефтегазовых доходов на фоне обвала цен на энергоресурсы и сокращения добычи сырья. Ненефтегазовые поступления выросли на 18,5% г/г, что связано с зачислением в апреле в бюджет средств от продажи Сбербанка (более 1 трлн рублей). В условиях спада экономической активности заметно сократились доходы, связанные с импортом (на 5,1% г/г), и объемы налога на прибыль (на 8,4% г/г). Во II квартале 2020 г. начали сокращаться поступления по внутреннему НДС, однако основного влияния пандемии на этот индикатор следует ожидать во второй половине текущего года.

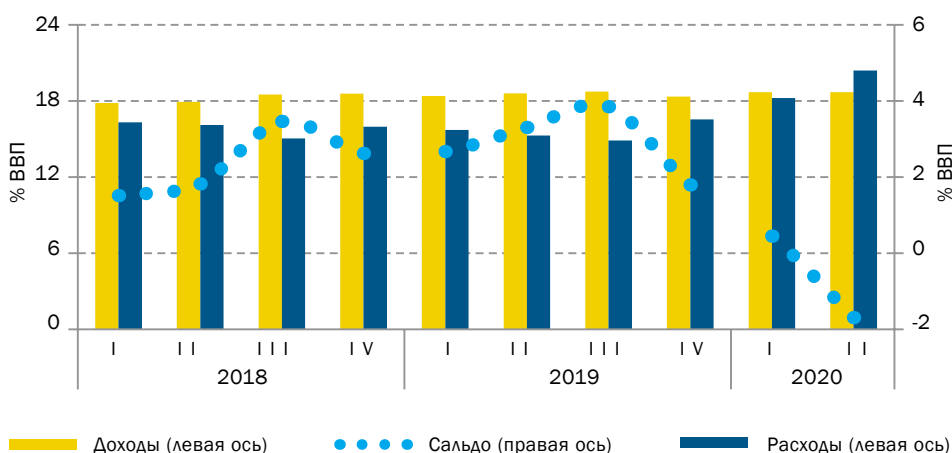
Рост бюджетных расходов сгладил негативные последствия пандемии

Расходы федерального бюджета по итогам полугодия увеличились на 26,2% г/г. Нарастивание ассигнований наблюдалось по всем категориям (за исключением обслуживания долга). Ключевой вклад в расширение расходной части, по нашим оценкам, внесли траты на социальную политику (прирост на 30,5% г/г), здравоохранение (плюс 109,5% г/г) и межбюджетные трансферты (плюс 63,7% г/г), что связано главным образом с мерами по смягчению негативных последствий пандемии COVID-19. По информации заместителя министра финансов РФ В. Колычева¹⁰, антикризисный пакет властей оценивается примерно в 4 трлн рублей прямых дополнительных бюджетных расходов (по нашим расчетам, около 3,8% ВВП), из них приблизительно 0,5 трлн рублей предусмотрено выделить на поддержку системы здравоохранения, 0,8 трлн рублей — доходов населения, 2 трлн рублей — наиболее пострадавших отраслей экономики (финансовая помощь и кредиты бизнесу, отсрочки и снижение налоговых и страховых платежей и др.), 0,7–0,8 трлн рублей — субъектов Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов.

Уровень государственного долга остается низким

Государственный долг Российской Федерации на 1 июля 2020 г., по нашим оценкам, увеличился до 13,6% ВВП с 12,5% на начало текущего года. Повышение объясняется привлечением внутренних долговых обязательств в условиях формирования дефицитного бюджета. Так, в январе — июне 2020 г. объем размещения ОФЗ составил 1,6 трлн рублей (1,4 трлн рублей в первой половине 2019 г.). В целом уровень долговой нагрузки остается небольшим, что сохраняет пространство для фискальной поддержки экономики в случае воздействия негативных шоков.

Рисунок 21. Федеральный бюджет
(с нарастающим итогом с начала года)



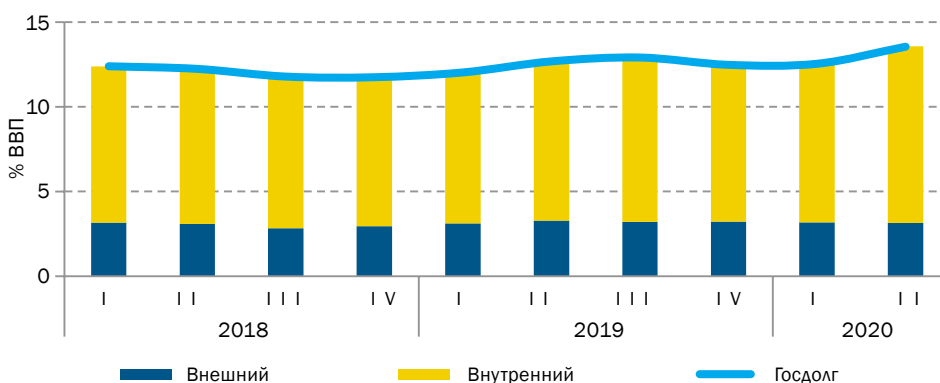
Источник: МФ РФ, расчеты авторов

¹⁰ Подробнее см.: https://1prime.ru/state_regulation/20200702/831717944.html

Подтверждение суверенных кредитных рейтингов

Международные агентства Fitch и Standard & Poors's сохранили суверенные рейтинги России на инвестиционных уровнях «BBB» и «BBB-» соответственно. Адаптации российской экономики к внешним негативным воздействиям способствуют сбалансированная внутренняя экономическая политика и долговая устойчивость.

Рисунок 22. Государственный долг (на конец периода)



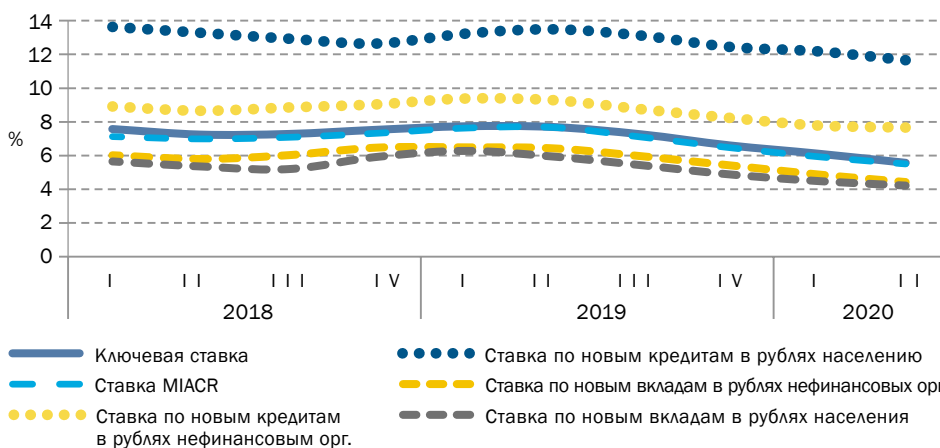
Источник: МФ РФ, расчеты авторов

Монетарные условия

Переход к мягкой монетарной политике

Ключевая ставка Банка России по состоянию на конец августа 2020 г. составила 4,25%, что на 2 п.п. ниже по сравнению с ее уровнем на начало года. Действия регулятора объясняются смещением баланса рисков во II квартале в сторону дезинфляционных из-за глубокого падения внутреннего и внешнего спроса, что создало угрозу отклонения инфляции вниз от цели 4% в среднесрочной перспективе. С учетом достаточно сдержанной динамики инфляционных процессов мы оцениваем текущий характер процентной политики Банка России как умеренно стимулирующий.

Рисунок 23. Динамика процентных ставок (в среднем за период)



Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов

**Тенденция
понижения ставок на
финансовом рынке**

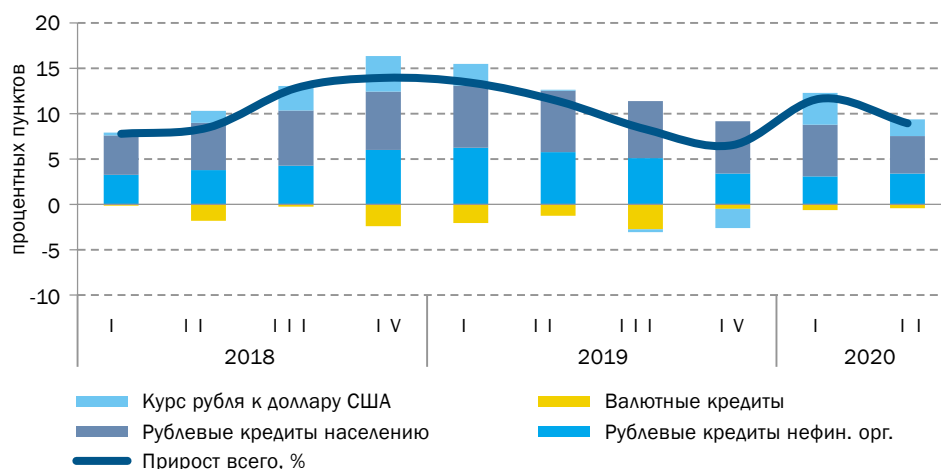
Краткосрочные ставки межбанковского рынка в январе — июле 2020 г. складывались вблизи ключевой, с небольшим отрицательным спрэдом из-за сохранения структурного избытка ликвидности в банковском секторе. Доходность рублевых ОФЗ также заметно снизилась в апреле — июле, чему способствовали ожидание корректировки ключевой ставки и стабилизация состояния финансового рынка после периода повышенной турбулентности в середине марта.

Возросший кредитный риск из-за ухудшения экономической ситуации ограничил масштаб снижения стоимости банковского кредитования в первой половине текущего года. В кризисных обстоятельствах банки заметно ужесточили неценовые условия заимствований, в том числе связанные с максимальным размером и сроком кредитования, а также требованиями к финансовому состоянию получателей и обеспечению обязательств.

**Сокращение
кредитной
активности**

Ослабление деловой активности внутри страны и за рубежом привело к заметному сокращению во II квартале 2020 г. спроса экономики на новый банковский кредит. Подобная динамика, согласно результатам обследования банков ЦБ РФ, наблюдалась по всем категориям заемщиков, а наибольшее падение отмечено в сегменте населения. В свою очередь, в условиях масштабного падения доходов экономических агентов и предпринятых Банком России и правительством мер депозитные организации указали на существенное увеличение спроса на реструктуризацию займов. В результате совокупного действия обозначенных факторов темп прироста кредита нефинансовым корпорациям и населению (без учета валютной переоценки) замедлился на 1 июля текущего года до 7,1% г/г (8,7% г/г по итогам 2019 г.).

Рисунок 24.
**Вклад факторов
в прирост
кредитного
портфеля банков**
(конец квартала к концу
соответствующего
квартала предыдущего
года)



Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов

Увеличение валютизации кредитов и депозитов

Из-за эффекта переоценки валютной составляющей по итогам полугодия возросла валютизация банковских кредитов и депозитов, которая на 1 июля 2020 г. составила 25,5 и 25% соответственно (24,8 и 23,4% на начало года). Стабилизация состояния внутреннего валютного рынка и экономической активности в целом создает предпосылки для возобновления тенденции девальютизации во второй половине текущего года.

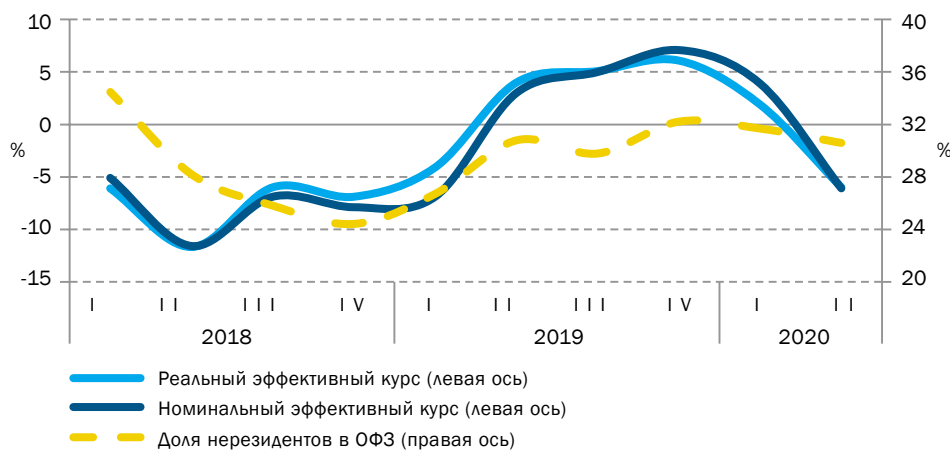
Ослабление российского рубля

Российский рубль в первой половине 2020 г. заметно ослаб по отношению к основным мировым валютам. Главный удар пришелся на вторую половину марта, когда вспышка коронавируса переросла в пандемию, а странам ОПЕК+ не удалось прийти к соглашению о продлении ограничений на добычу нефти. В таких условиях на рынке возникли панические настроения из-за повышенной неопределенности и обвала нефтяных цен, что приводило курс рубля к доллару США к отметке 80. Масштаб падения стоимости национальной валюты в этот период ограничили операции МФ РФ и Банка России по продаже иностранной валюты в рамках бюджетного правила. В мае-июне российский рубль частично отыграл утраченные позиции и находился около уровня 70 рублей за доллар США, чему способствовало начало восстановления экономической активности внутри страны и за рубежом, а также рост нефтяных котировок после достижения новых договоренностей ОПЕК+ о сокращении добычи.

Недооцененность реального эффективного курса рубля

Реальный эффективный курс российского рубля по итогам полугодия ослаб вслед за номинальным. В результате, по нашим оценкам, стоимость национальной валюты вышла в зону недооцененности. С одной стороны, это оказывало давление на инфляцию, с другой — поддерживало ценовую конкурентоспособность национальных производителей. Согласно нашим расчетам, пандемия коронавирусной инфекции привела к тому, что увеличились темпы ослабления равновесного реального эффективного курса российского рубля.

Рисунок 25. Динамика курса российского рубля
(темпы прироста, период к соответствующему периоду предыдущего года, + = укрепление рубля)



Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов

ПРОГНОЗ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Ключевые предпосылки

Постепенное восстановление крупнейших экономик в среднесрочной перспективе

Базовый сценарий прогноза предполагает ослабление карантинных ограничений в крупнейших мировых экономиках (США, еврозоне и Китае) во второй половине 2020 г., что наряду со стимулирующей налогово-бюджетной и денежно-кредитной политикой будет способствовать постепенному восстановлению потребительской и инвестиционной активности, а также международной торговли. Вместе с тем из-за повышенной неопределенности, ухудшения состояния рынка труда, разрыва существовавших цепочек добавленной стоимости и вероятного изменения привычек потребителей (социальное дистанцирование, повышение нормы сбережений и др.) возврат к докризисному уровню производства займет продолжительное время и завершится в течение 2022 г.

Сдержанный внешний спрос

Отрицательные разрывы выпуска в рассматриваемых государствах будут постепенно закрываться, оставаясь в негативной области на всем горизонте прогнозирования (2020–2022 гг.) из-за сдержанных темпов восстановления экономической активности. В результате внешний спрос на российский экспорт в среднесрочной перспективе ожидается пониженным.

Умеренный рост цен на нефть

В соответствии с базовым сценарием прогноза ЕАБР цены на нефть в 2020–2022 гг. будут расти умеренными темпами, поддерживаемые восстановлением глобальной экономической активности. Тем не менее мы достаточно консервативно оцениваем повышение котировок энергетического сырья, давление на которые продолжит оказывать неопределенность глобальных перспектив.

Низкая инфляция за рубежом

Внешний инфляционный фон в среднесрочной перспективе сохранится слабым. Мы ожидаем, что темп прироста индекса потребительских цен в еврозоне и США останется ниже целевых ориентиров ЕЦБ и ФРС на фоне сдержанного спроса, пониженных инфляционных ожиданий и цен на энергоресурсы.

Премия за страновой риск для России останется повышенной в текущем году — начале следующего из-за высокой неопределенности развития пандемии и процесса восстановления мировой экономики, а также геополитического фактора (угроза расширения антироссийских санкций). В дальнейшем, по мере нормализации ситуации, мы ожидаем ее возврата к докризисным значениям.

Ослабление фискального импульса в среднесрочной перспективе

Внутренняя налогово-бюджетная политика в среднесрочной перспективе будет характеризоваться постепенным возвратом к бюджетному правилу. Мы ожидаем, что уменьшатся объемы антикризисной поддержки экономики в конце 2020–2021 г.; это приведет к заметному ослаблению фискального импульса.

Потенциальный экономический рост начнет постепенно восстанавливаться в 2021–2022 гг., чему окажет поддержку реализация государственных программ развития, направленных в том числе на повышение инвестиционной активности. Максимальный эффект от структурных преобразований прогнозируется в долгосрочной перспективе.

Таблица 1. Прогнозные значения основных внешнеэкономических показателей

	Среднегодовая цена нефти марки Urals (долл. США/баррель)	Темп прироста реального ВВП еврозоны, %	Темп прироста реального ВВП Китая, %	Инфляция (ИПЦ) в еврозоне, % (в среднем за год)	Инфляция (PCE) в США, % (в среднем за год)
2020	42,4	-8,4	1,5	0,4	1,0
2021	48,9	5,5	8,3	0,5	1,0
2022	52,7	3,7	5,6	1,3	1,6

Источник: расчеты авторов, ЕЭК

Экономическая активность

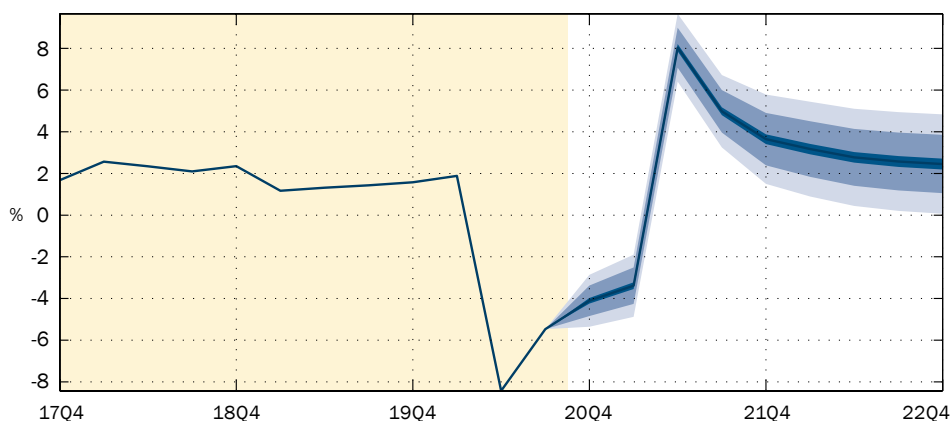
Постепенное восстановление экономической активности во второй половине 2020 г.

Смягчение карантинных ограничений в России и за рубежом с конца первой половины текущего года формирует условия для восстановления экономической активности в стране. Мы ожидаем постепенного оживления потребительского и инвестиционного спроса, поддержку чему в 2020 г. продолжит оказывать стимулирующая монетарная и фискальная политика. Усиление деловой активности за рубежом и ослабление национальной валюты поспособствуют ограничению

масштаба спада неэнергетического экспорта. Реализация договоренностей ОПЕК+ продолжит сдерживать нефтедобычу: по нашим расчетам, с учетом влияния на смежные отрасли этот фактор может стоить около 0,7% ВВП страны в текущем году.

По нашим оценкам, квартальный ВВП (с устранением сезонности) начнет расти с III квартала 2020 г., что выразится в снижении масштаба спада годовых показателей (с минус 8% г/г в апреле — июне до минус 4–5% г/г во второй половине года) и постепенном уменьшении отрицательного разрыва выпуска. В целом по итогам 2020 г. сокращение ВВП оценивается в размере 4,2%.

Рисунок 26¹¹.
Реальный ВВП
(темпы прироста, период к соответствующему периоду предыдущего года)



Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: расчеты авторов, ЕЭК

По сравнению с предыдущим прогнозом¹² оценка ухудшена на 1,9 п.п., что отражает главным образом более длительное, чем ожидалось в начале апреля¹³, действие мер социальной изоляции и их медленное смягчение, а также более сильное негативное воздействие пандемии на состояние экономической активности за рубежом.

Риски ухудшения ситуации в экономике

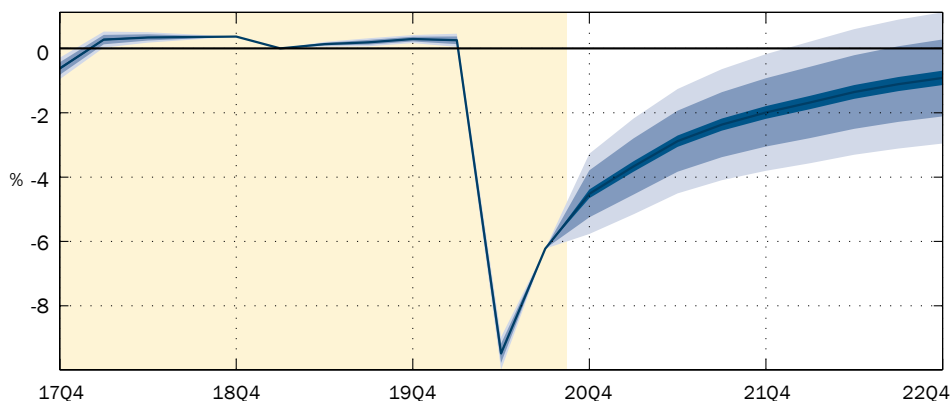
Краткосрочные риски смещены в сторону большего сокращения ВВП в связи с сохраняющейся сложной эпидемиологической обстановкой в мире и рисками масштабной второй волны пандемии в осенне-зимний период. В случае их реализации и реакции властей, схожей с наблюдавшейся во II квартале текущего года, ВВП России может сократиться по итогам года на 6–7%.

¹¹ Здесь и далее диапазоны диаграмм соответствуют доверительным интервалам 10, 50 и 75%.

¹² См.: Макрообзор ЕАБР. Апрель 2020. Обновленный прогноз.

¹³ В апрельском прогнозе предполагалась длительность карантина один месяц.

Рисунок 27.
Разрыв выпуска



Источник: расчеты авторов, ЕЭК

**Постепенное
восстановление
экономической
активности
в 2021–2022 гг.**

В 2021–2022 гг. в базовом сценарии мы ожидаем продолжения восстановительного роста ВВП в среднем на 3% в год по мере стабилизации ситуации в мировой экономике и на сырьевых рынках, реализации внутренних структурных преобразований и при сохранении поддержки со стороны монетарной политики. Вместе с тем прогноз ЕАБР предполагает, что данный процесс займет длительное время из-за долгосрочного ослабления инвестиционной активности в условиях повышенной неопределенности, закрытия ряда организаций в сфере услуг, роста безработицы и изменения привычек потребителей (социальное дистанцирование, слабость туристической отрасли и авиаперевозок). Кроме того, в 2021 г. прогнозируется уменьшение налогово-бюджетной поддержки по мере ослабления фискального импульса от реализуемых антикризисных мероприятий.

В результате, по нашим оценкам, предкризисного уровня ВВП (IV квартал 2019 г.) удастся достичь лишь в первой половине 2022 г. Медленное восстановление выразится в сохранении отрицательного разрыва выпуска в течение всего периода прогнозирования, что указывает на функционирование экономики в состоянии неполной загрузки производственных мощностей.

**Сохранение рисков
для экономического
роста**

Риски для прогноза в среднесрочной перспективе смещены в сторону ухудшения. Развитие эпидемиологической ситуации остается в высокой степени неопределенным, и в случае ее глобального обострения можно ожидать больших, чем заложено в базовом сценарии, потерь потенциального экономического роста вследствие затяжного характера спада инвестиционной и инновационной активности. Сохраняется вероятность усиления геополитической напряженности и ужесточения антироссийских санкций, что может оказать существенное негативное воздействие на бизнес-климат. Кроме того, в последнее время вновь возросли риски обострения торгового протекционизма в мире, которое может затормозить процесс восстановления мировой экономики.

Инфляция

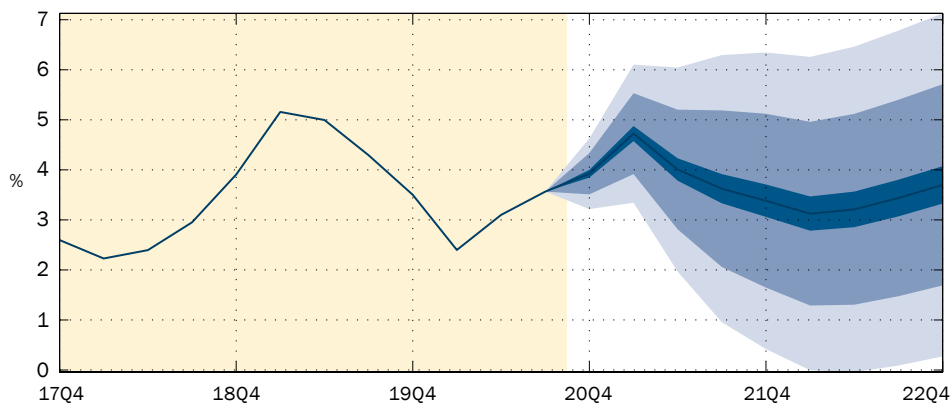
Инфляция ниже целевого ориентира в среднесрочной перспективе

Согласно прогнозу ЕАБР, инфляция на конец 2020 г. составит 3,9% г/г. Увеличение показателя во второй половине текущего года будет связано с переносом на цены ослабления рубля, а также действием эффекта низкой базы предыдущего года, когда рост цен существенно замедлился.

Значительное дезинфляционное воздействие окажет сдержанный внутренний спрос. Ожидается, что наибольшее влияние данного фактора на динамику индекса потребительских цен реализуется в 2021 г., что в совокупности с прогнозируемой стабилизацией курса национальной валюты приведет к существенному замедлению инфляции — до 3,5% г/г по итогам 2021 г., в соответствии с базовым сценарием ЕАБР.

Постепенное восстановление экономической активности будет способствовать уменьшению дезинфляционного влияния внутреннего спроса в течение 2022 г., вследствие чего темп прироста индекса потребительских цен увеличится до 3,7% г/г по его итогам.

Рисунок 28.
Инфляция
(период к соответствующему периоду предыдущего года)



Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: расчеты авторов, ЕЭК

Риски смещены в сторону дезинфляционных

В настоящее время преобладают дезинфляционные риски, в первую очередь связанные с вероятностью более медленного, чем прогнозируется в базовом сценарии ЕАБР, восстановления российской и мировой экономики.

Проинфляционные риски связаны с угрозой длительного и серьезного нарушения цепочек поставок и дефицита отдельных товаров в случае масштабной второй волны пандемии. Кроме того, при реализации неблагоприятного сценария волатильность на валютном рынке может вновь значительно возрасти, что окажет влияние на цены импортных товаров и ожидания экономических агентов.

Монетарные условия

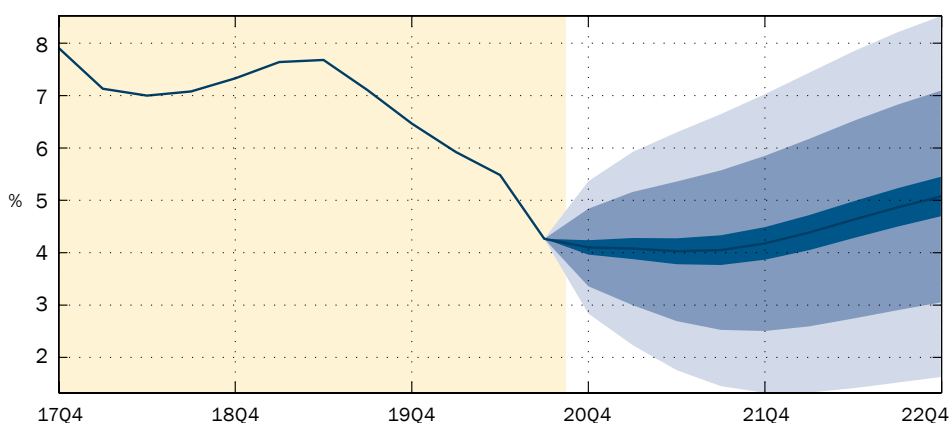
Стимулирующая процентная политика

По нашим оценкам, потенциал снижения ключевой ставки в большей степени уже реализован, и до конца текущего года она сохранится в диапазоне 4–4,25%. Это будет означать сохранение умеренно стимулирующей монетарной политики, что необходимо для содействия процессу восстановления экономической активности и недопущения значительного отклонения инфляции вниз от цели 4%.

В условиях завершения цикла смягчения монетарной политики и отсутствия серьезных шоков стоимость ресурсов на межбанковском рынке и доходность краткосрочных ОФЗ будут находиться вблизи уровня ключевой ставки. По нашим оценкам, сохраняется потенциал снижения процентных ставок по кредитам нефинансовым организациям и населению, который связан как с лагами в трансмиссии на них уже реализованной корректировки ключевой ставки, так и с возможным уменьшением кредитной премии по мере стабилизации ситуации в российской и мировой экономике.

В условиях преобладания дезинфляционных рисков мы ожидаем сохранения мягких денежно-кредитных условий и в среднесрочной перспективе. Базовый сценарий предполагает, что постепенное повышение ключевой ставки начнется во второй половине 2021 г. и к концу прогнозного периода она приблизится к 5–5,5%.

Рисунок 29.
Ставка МІАСР
(в среднем за период)



Источник: расчеты авторов, ЕЭК

Пространство для укрепления рубля во второй половине 2020 г. ограничено геополитическими рисками

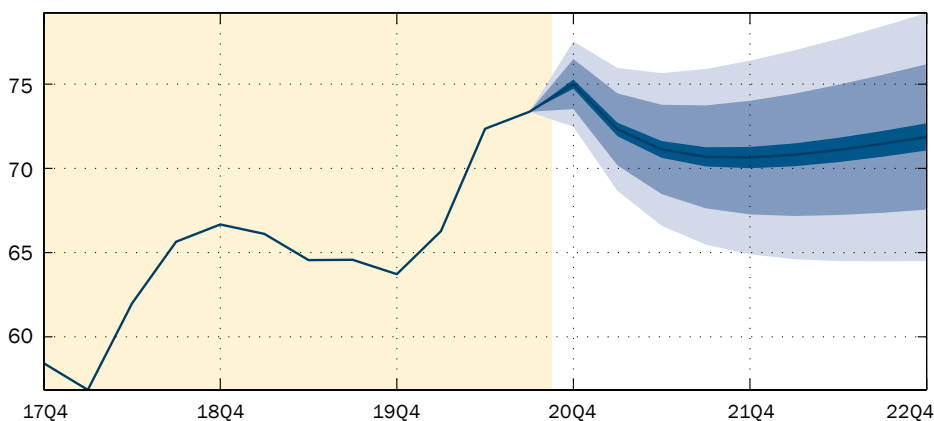
Во второй половине августа — начале сентября давление на курс российского рубля усилилось из-за повышения геополитических рисков, что привело к его ослаблению до уровня около 75 рублей за доллар США. Влияние данного фактора, вероятно, сохранится в оставшейся части года, что не позволит в полной мере реализовать потенциал укрепления национальной валюты. В результате мы ожидаем среднегодовой курс российского рубля к доллару США около 71,7 в 2020 г.

Коррекция курса национальной валюты в 2021 г. к равновесному уровню

Коррекция курса к равновесному уровню при взятии пандемии под контроль и нормализации геополитической обстановки прогнозируется в течение 2021 г. При таком развитии событий интерес инвесторов к активам развивающихся рынков, в том числе номинированным в рублях, может возрасти на фоне сохранения их сравнительно высокой доходности. В результате российская валюта может укрепиться к доллару США в 2021 г.

В 2022 г. прогноз ЕАБР предполагает динамику стоимости рубля к доллару США в рамках равновесной траектории, что не окажет дополнительного давления на инфляцию. Ослабление курса в номинальном выражении связано с более высоким темпом роста потребительских цен в России по сравнению с США.

Рисунок 30.
Курс российского рубля к доллару США
(рублей за доллар США)

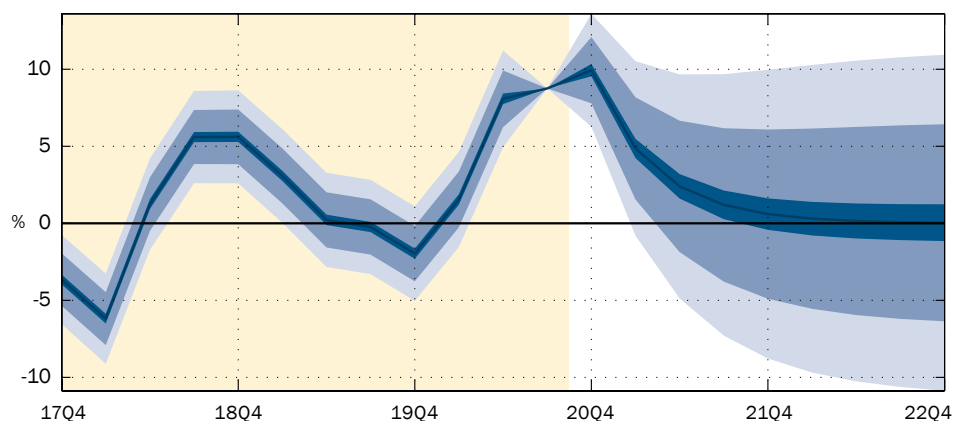


Источник: расчеты авторов, ЕЭК

Основные риски для курсовой динамики по-прежнему исходят из внешнего сектора. Сохраняется вероятность углубления негативных

тенденций в мировой экономике, что может оказаться триггером падения цен на ключевые товары российского экспорта и спровоцировать сокращение спроса инвесторов на активы развивающихся рынков. Санкционная политика западных государств в отношении России также остается фактором риска.

Рисунок 31.
Разрыв реального курса российского рубля к доллару США
(+ = недооцененность рубля)



Источник: расчеты авторов, ЕЭК

Таблица 2. Основные макроэкономические показатели Российской Федерации

Показатель	2017	2018	2019	2020П	2021П	2022П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	1,8	2,5	1,3	-4,2	3,2	2,7
Индекс потребительских цен (прирост в % декабрь к декабрю предыдущего года)	2,5	4,3	3,0	3,9	3,5	3,7
Номинальная ставка МІАСР в национальной валюте (% годовых в среднем за год)	9,0	7,1	7,2	4,9	4,1	4,7
Номинальный курс российского рубля к доллару США , рублей за 1 доллар США (в среднем за год)	58,3	62,5	64,7	71,7	71,2	71,3

Источник: расчеты авторов, ЕЭК



Евразийский Банк Развития

ДИРЕКЦИЯ ПО АНАЛИТИЧЕСКОЙ РАБОТЕ ЕВРАЗИЙСКОГО БАНКА РАЗВИТИЯ

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

