

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ НА 2021 ГОД



Выход на фазу роста



СОДЕРЖАНИЕ

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ	2
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	3
РЕЗЮМЕ	4
ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	9
Текущая ситуация	9
Прогноз	10
Риски	11
СТРАНЫ — УЧАСТНИЦЫ ЕАБР	12
Основные макроэкономические показатели (базовый сценарий)	12
Республика Армения	13
Текущая ситуация	13
Прогноз	14
Риски	16
Республика Беларусь	18
Текущая ситуация	18
Прогноз	20
Риски	22
Республика Казахстан	24
Текущая ситуация	24
Прогноз	25
Риски	27
Кыргызская Республика	28
Текущая ситуация	28
Прогноз	29
Риски	31
Российская Федерация	33
Текущая ситуация	33
Прогноз	34
Риски	37
Республика Таджикистан	38
Текущая ситуация	38
Прогноз	40
Риски	41

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 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

ЕАБР, Банк — Евразийский банк развития

ЕС — Европейский союз

ИПЦ — индекс потребительских цен

ИТ — информационные технологии

КР — Кыргызская Республика

МБК — межбанковский рынок кредитования

МФО — международная финансовая организация

НБ КР — Национальный банк Кыргызской Республики

НБ РБ — Национальный банк Республики Беларусь

НБ РК — Национальный банк Республики Казахстан

НБТ — Национальный банк Таджикистана

ОПЕК — Организация стран — экспортеров нефти

ОЭСР — Организация экономического сотрудничества и развития

РА — Республика Армения

РБ — Республика Беларусь

РК — Республика Казахстан

РТ — Республика Таджикистан

РФ — Российская Федерация

США — Соединенные Штаты Америки

ЦБ РА — Центральный банк Республики Армения

ЦБ РФ — Центральный банк Российской Федерации (Банк России)

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

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

PMI — Purchasing Managers' Index (индекс деловой активности)

TONIA — Tenge OverNight Index Average

% — процент

% г/г — годовой темп прироста

п.п. — процентный пункт

РЕЗЮМЕ

Текущий год ознаменовался беспрецедентными вызовами для экономики региона операций ЕАБР. Пандемия COVID-19 привела к масштабным социальным и экономическим потрясениям. Страны переживают сокращение экономической активности и взаимной торговли, падение доходов населения, рост неполной занятости и безработицы. По нашим оценкам, агрегированный ВВП стран — участниц Банка снизится по итогам 2020 г. на 3,8% после роста на 1,7% годом ранее. В Армении сокращение экономики составит 6,4%, в Беларуси — 1,5%, в Казахстане — 3,0%, в Кыргызстане — 7,5%, в России — 4%. В Таджикистане рост экономики замедлится до 4,5% с 7,5 в 2019 г.

Более масштабного сокращения выпуска в регионе удалось избежать во многом благодаря мерам государственной поддержки населения и бизнеса. Основной акцент сделан на укреплении национальных систем здравоохранения, поддержке доходов населения, помощи малому и среднему предпринимательству, которое в наибольшей степени пострадало от последствий пандемии. Наиболее масштабные антикризисные пакеты реализуются в Казахстане и России (около 8,7 и 4,5% ВВП соответственно), которые обладают существенными, по меркам региона, фискальными резервами. По оценкам ЕАБР, это позволит компенсировать порядка 2–3% потерь ВВП Казахстана и 1,3–2,3% России в текущем году. Значительный объем социально-экономической поддержки (около 3,7% ВВП) задействован в Армении — он смягчит снижение выпуска страны примерно на 1,8–2,2% в 2020 г. В Беларуси, Кыргызстане и Таджикистане объемы государственной поддержки относительно невелики (около 1,1, 2,4 и 2,5% ВВП соответственно), что в том числе объясняется ограниченными фискальными резервами.

Государственные меры поддержки экономики и населения в странах — участницах ЕАБР в 2020 г.

	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Таджикистан
Объем бюджетных мер поддержки, % ВВП	3,7	1,1	8,7	2,4	4,5	2,5
Компенсация потерь ВВП, %	1,8–2,2	0,2–0,5	2,0–3,0	0,5–1,0	1,3–2,3	0,4–1,2

Примечание: к бюджетным мерам поддержки, помимо прочего, отнесены льготные кредиты и кредиты под гарантии органов государственной власти.

Источник: расчеты ЕАБР

Базовый сценарий прогноза ЕАБР основывается на предпосылке о замедлении скорости распространения COVID-19 и смягчении ограничительных мер в мире и странах региона операций Банка в первой половине 2021 г. Внешний спрос для стран — участниц ЕАБР в 2021 г. станет постепенно расширяться. Ограничивать темпы восстановления деловой активности за рубежом будут социальное дистанцирование, ослабленный инвестиционный спрос и сохранение

повышенной нормы сбережений. В базовом сценарии прогнозируется увеличение ВВП еврозоны на 4,5% в 2021 г. после спада на 7,5% в 2020 г., США — на 4,1% после сокращения на 3,7%, Китая — на 8,5% после роста на 2,0%. Средняя цена нефти марки Urals в следующем году ожидается на уровне 49 долл. США за баррель после 41 долл. США в 2020 г.

Прогнозные значения основных макроэкономических показателей стран — участниц ЕАБР (базовый сценарий)

Государство	ВВП		Инфляция (на конец года)		Курс к долл. США (в среднем за год)		Ставка МБК (в среднем за год)	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Армения	-6,4	4,9	1,2	1,1	487	492	5,0	4,2
Беларусь	-1,5	-0,1	6,4	5,5	2,45	2,61	9,7	9,1
Казахстан	-3,0	4,4	7,3	5,3	413,9	423,8	9,1	8,3
Кыргызстан	-7,5	3,7	6,5	5,2	77,3	83,2	3,6	4,0
Россия	-4,0	3,2	4,2	3,5	72,3	74,5	4,9	4,2
Таджикистан	4,5	6,1	8,5	5,3	10,3	11,6	11,5	10,3

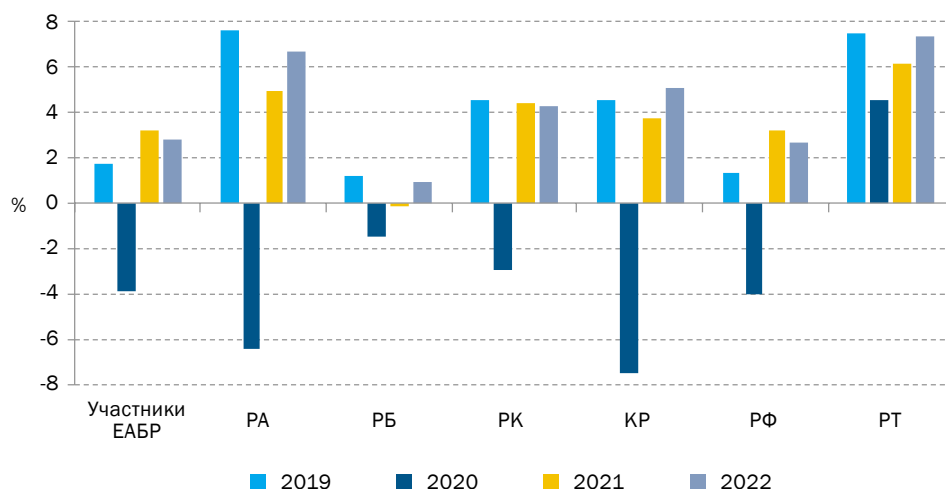
Примечание: ВВП, инфляция — % г/г; курс к долл. США — единиц национальной валюты за 1 долл. США; ставка МБК — % (для Таджикистана — ставка рефинансирования).

Источник: расчеты ЕАБР

Смягчение мер социальной изоляции будет способствовать оживлению потребительской и инвестиционной активности в государствах региона операций ЕАБР в 2021 г. Усиление внешнего спроса и рост цен на сырьевые товары окажут поддержку экспорту. Ожидается сохранение в будущем году мягкой денежно-кредитной политики в большинстве стран — членов Банка. Это позволит обеспечить благоприятные финансовые условия для расширения внутреннего спроса. Вместе с тем действие ряда факторов ограничит темпы восстановления экономической активности. Базовый сценарий ЕАБР предполагает, что санитарные требования будут смягчаться постепенно, а социальное дистанцирование останется атрибутом повседневной жизни как минимум в следующем году. Рост инвестиций окажется слабым на фоне высокой неопределенности. Масштабы поддержки населения и бизнеса мерами налогово-бюджетной политики будут сокращены.

Экономики Армении, Кыргызстана и Таджикистана получают дополнительную поддержку в 2021 г. со стороны денежных переводов. Снижение притока трансфертов трудовых мигрантов в 2020 г. оказало дополнительное негативное влияние на доходы населения и внутренний спрос в этих странах. Объемы их поступлений увеличатся в будущем году на фоне восстановления экономической активности в государствах-донорах, прежде всего в России. По расчетам ЕАБР, фактор денежных переводов обеспечит около 0,5 п.п. роста ВВП Армении в 2021 г. и порядка 0,8–1 п.п. в Кыргызстане.

Рисунок 1.
Темпы прироста реального ВВП стран — участниц ЕАБР



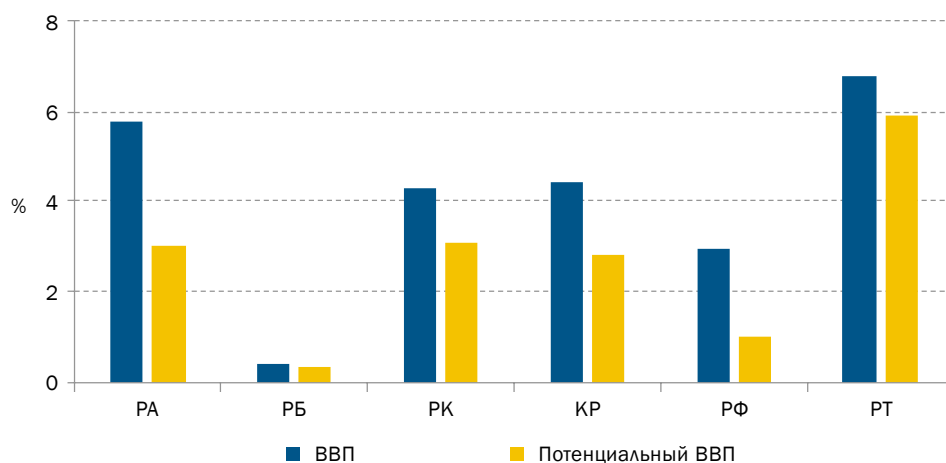
Источник: расчеты ЕАБР

Выход на фазу экономического роста в 2021 г. Согласно прогнозу ЕАБР, в 2021 г. рост экономики Армении составит 4,9%, Казахстана — 4,4%, Кыргызстана — 3,7%, России — 3,2%, Таджикистана — 6,1%. Полное восстановление ВВП к докризисному уровню IV квартала 2019 г. в будущем году произойдет лишь в Казахстане, где спад по итогам 2020 г. оценивается как сравнительно небольшой. В Армении, Кыргызстане и России предкризисного объема производства удастся достичь в первой половине 2022 г. Длительность восстановления во многом связана с большими потерями текущего года. В Беларуси в 2021 г. ожидается сокращение ВВП на 0,1%, а его объем выйдет на уровень IV квартала 2019 г. в первом полугодии 2023 г. Ограниченные фискальные резервы, низкий инвестиционный спрос и неустойчивое финансовое состояние реального сектора будут замедлять скорость восстановления белорусской экономики.

Экономики государств региона в 2021–2022 гг. будут увеличиваться темпами, опережающими рост их потенциального ВВП. В силу восстановительного характера экономического роста такая динамика не будет вести, при прочих равных, к формированию макроэкономических дисбалансов.

Рисунок 2.
Темпы прироста фактического и потенциального ВВП стран — участниц ЕАБР

(в среднем за 2021–2022 гг.)



Источник: расчеты ЕАБР

Из-за повышенных рисков, в том числе геополитических, большинство валют стран — участниц ЕАБР недооценены по отношению к доллару США. Потенциал для укрепления по отношению к американской валюте сохраняется у российского рубля и казахстанского тенге. Рост нефтяных котировок и восстановление интереса инвесторов к рисковым активам по мере ослабления пандемии окажут поддержку национальным валютам в 2021 г. Средний курс российского рубля к доллару США прогнозируется около 74,5, а тенге — 423,8. Необходимо отметить, что давление на российскую валюту продолжат оказывать высокие геополитические риски. Среднегодовые курсы армянского драма, белорусского рубля и кыргызского сома к доллару США в будущем году прогнозируются вблизи их текущих уровней — 492, 2,61 и 83,2 соответственно.

По прогнозу ЕАБР, инфляция в 2021 г. замедлится в государствах региона. Темп прироста индекса потребительских цен в Армении снизится до 1,1% с 1,2 на конец 2020 г., в Беларуси — до 5,5% с 6,4, в Казахстане — до 5,3% с 7,3, в Кыргызстане — до 5,2% с 6,5, в России — до 3,5% с 4,2, в Таджикистане — до 5,3% с 8,5. Ограничивать рост потребительских цен в странах — членах ЕАБР продолжит сдержанный внутренний спрос. Ожидается постепенное снижение давления на инфляцию со стороны курсов национальных валют и произошедшего в текущем году повышения мировых цен на продовольствие.

Денежно-кредитная политика в большинстве государств региона, согласно прогнозу ЕАБР, останется стимулирующей в 2021 г. Это позволит поддержать процесс восстановления экономической активности и обеспечить нахождение инфляции вблизи целевых ориентиров. Средний уровень ставки межбанковского рынка в Армении прогнозируется в 2021 г. около 4,2%, в Беларуси — 9,1%, в Казахстане — 8,3%, в Кыргызстане — 4,0%, в России — 4,2%.

Риски для базового сценария прогноза ЕАБР остаются повышенными и смещенными в сторону ухудшения оценок. Ключевым фактором неопределенности является развитие пандемии COVID-19. Последние сообщения о прогрессе в разработке эффективных вакцин привели к повышению оптимизма на финансовых и товарных рынках. Вместе с тем испытания продолжаются, а условия транспортировки вакцины сложны. В связи с этим риски для прогноза Банка по-прежнему смещены в сторону ухудшения оценок. Если стремительный рост заражений не удастся быстро обуздать, а массовое распространение вакцин затянется, то потери экономического роста окажутся гораздо более серьезными, чем заложено в базовый сценарий. Валюты стран в регионе операций Банка могут вновь оказаться под давлением из-за роста глобальной неопределенности и ухода инвесторов в «защитные» активы. Инфляционные риски увеличатся вследствие ослабления национальных валют, повышения инфляционных ожиданий и возможных затруднений с поставками товаров. Пространство для денежно-кредитного стимулирования в таких условиях будет ограничено, а возрастание угроз для долговой устойчивости создаст новые вызовы для налогово-бюджетной политики.

Согласно нашим расчетам, при более медленном восстановлении мировой экономики — в два раза по сравнению с базовым сценарием — цена нефти в следующем году составит около 41 долл. США за баррель, что практически на 16% ниже уровня, заложенного в базовый сценарий — 49. ВВП России при таком развитии событий потеряет порядка 0,8 п.п. роста в 2021 г., а Казахстана — около 0,9 п.п.

«Опыт десятка мировых экономических кризисов послевоенных лет показывает: люди находят способы решать сложные проблемы — и за спадом последует период восстановления. По нашим оценкам, большинство экономик региона операций ЕАБР выйдут на фазу роста в 2021 г. Мы прогнозируем рост агрегированного ВВП стран — участниц Банка на 3,2% в 2021 г. после сокращения на 3,8% в 2020 г.

Вместе с тем неопределенность и риски в текущих условиях очень высоки. В ситуации высокой неопределенности странам — участницам Банка важно не отказываться от мер государственной поддержки экономики, особенно малого и среднего бизнеса и занятости, тем самым купируя по мере возможности негативные социальные и экономические последствия пандемии.

Особую актуальность в будущем году приобретает вопрос выхода на устойчивую траекторию роста при сохранении макроэкономической и долговой устойчивости. Даже при оптимистичном развитии событий повышение долгосрочных темпов экономического роста стран в регионе операций Банка потребует реализации государственных мер, направленных на преодоление структурных ограничений».

*Евгений Винокуров,
Главный экономист ЕАБР*

ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

Текущая ситуация

Расширение глобальной экономической активности в III квартале 2020 г. в условиях смягчения карантинных ограничений

В III квартале 2020 г. экономическая активность в мире динамично восстанавливалась после падения кварталом ранее, чему способствовали смягчение ограничительных мер и поддержка со стороны стимулирующей фискальной и монетарной политики. В результате глобальный совокупный PMI в июле — сентябре составил в среднем 52 п. после 36,8 в апреле — июне, а экономики США и еврозоны отыграли значительную часть потерь первой половины года (спад ВВП в III квартале 2020 г. замедлился соответственно до 2,9 и 4,4% г/г с 9 и 14,8% г/г кварталом ранее). ВВП Китая в июле — сентябре увеличился на 4,9% г/г (3,2% г/г во II квартале), поддерживаемый широкомасштабными фискальными и финансовыми стимулами.

Торможение восстановительного процесса в IV квартале 2020 г. вследствие роста темпов инфицирования COVID-19...

В начале IV квартала 2020 г. мировая экономическая активность продолжала расширяться — глобальный совокупный PMI в октябре составил 53,3 п. после 52,5 месяцем ранее. Вместе с тем экономическая динамика неравномерна: рост активности отмечен в США, Китае, Индии и Австралии, в то время как в Японии наблюдалось сокращение, а в еврозоне — стагнация в условиях спада сферы услуг. В условиях роста случаев заражения COVID-19, ужесточения карантинных ограничений в европейских странах, социального дистанцирования и высокой неопределенности вероятны торможение восстановительного процесса в крупнейших мировых экономиках в оставшейся части 2020 г. и их функционирование на уровнях гораздо ниже потенциала.

...оказывает давление на цены сырьевых товаров

Увеличение темпов распространения COVID-19 и повторное введение ограничений в странах ЕС в конце октября — ноябре привели к росту волатильности цен сырьевых товаров. Снижение продемонстрировали нефтяные котировки, которые останутся под давлением до конца года. Стоимость ключевых промышленных металлов после быстрого восстановления в конце II — III квартале остается выше докризисного уровня, а поддержку им оказывает рост производства в Китае. Повышательная динамика сохраняется в ценах на продовольствие, во многом это связано с удорожанием растительных масел, сахара, молочной продукции и зерновых на фоне уменьшения их предложения и роста спроса. Стоимость золота остается вблизи максимальных уровней за последние годы в условиях неопределенности и мягкой монетарной политики ведущих центральных банков мира.

Слабый инфляционный фон в условиях сдержанной экономической активности

Инфляционное давление в крупнейших экономиках остается слабым вследствие сохраняющейся пониженной экономической активности и низких цен на энергоносители. Темп прироста ИПЦ в США составил 1,2% г/г в октябре 2020 г. (0,6% г/г в июне), в еврозоне — минус 0,3% г/г (0,3% г/г), в Китае — 0,5% г/г (2,5% г/г). Некоторое проинфляционное давление оказывает динамика цен на продовольствие. Тем не менее, поскольку в IV квартале текущего года процесс восстановления экономической активности замедлился, прогноз ЕАБР предполагает сохранение слабого инфляционного фона в крупнейших мировых экономиках в краткосрочной перспективе.

Повышенные премии за риск для развивающихся рынков

Волатильность на мировом валютном рынке остается высокой. Валюты стран с формирующимся рынком — под давлением из-за возросших в последнее время опасений по поводу глобальных экономических перспектив. Премии за риск для развивающихся государств сохраняются на уровнях, превышающих докризисные, и, вероятно, останутся повышенными в краткосрочной перспективе из-за неопределенности в развитии пандемии и процессе восстановления глобальной экономики.

Прогноз**Длительное восстановление мировой экономики**

Базовый сценарий прогноза ЕАБР предполагает замедление пандемии COVID-19 в первой половине 2021 г. Карантинные ограничения в крупнейших мировых экономиках будут ослаблены, что наряду с сохранением стимулирующей фискальной и монетарной политики поспособствует восстановлению потребительского и инвестиционного спроса, а также международной торговли. Вместе с тем возврат к докризисному уровню производства окажется продолжительным. Длительность восстановительного процесса обусловлена вероятным сохранением социального дистанцирования и повышенной неопределенности после снятия ограничений, а также растянутым во времени влиянием пересмотра бизнес-планов на инвестиции.

Умеренный рост цен на нефть

В соответствии с базовым сценарием прогноза ЕАБР, цены на нефть в 2021–2022 гг. будут расти умеренными темпами, поддерживаемые восстановлением глобальной экономической активности. Небольшое повышение стоимости в среднесрочной перспективе ожидается и в сегменте продовольствия, в том числе связанное с прогнозируемым увеличением котировок энергоносителей. Поддержку ценам на золото в 2021–2022 гг. продолжит оказывать стимулирующая монетарная политика ведущих центральных банков. Тем не менее в базовый сценарий заложено постепенное уменьшение стоимости золота по мере ослабления рисков для мировой экономики.

Сдержанный инфляционный фон...

В соответствии с прогнозом ЕАБР, инфляция в США и еврозоне будет постепенно увеличиваться в 2021–2022 гг. на фоне восстановления

деловой активности и стоимости энергоресурсов. Тем не менее инфляция в рассматриваемых странах останется ниже тергетлируемых уровней из-за функционирования экономик ниже своего потенциала.

...обусловит сохранение низких процентных ставок ведущими центральными банками

В условиях сдержанного инфляционного давления и необходимости поддерживать процесс экономического восстановления прогноз ЕАБР предполагает проведение стимулирующей монетарной политики в крупнейших мировых экономиках в среднесрочной перспективе. Это будет выражаться в том числе в сохранении ключевых процентных ставок денежно-кредитных регуляторов США и еврозоны на их текущих уровнях в 2021–2022 гг.

Прогнозные значения основных внешнеэкономических показателей (базовый сценарий)

	Среднегодовая цена нефти марки Urals, долл. США за баррель	Среднегодовая цена золота, долл. США за тройскую унцию	Темп прироста реального ВВП США, %	Темп прироста реального ВВП еврозоны, %	Темп прироста реального ВВП Китая, %
2020	41	1785	-3,7	-7,5	2,0
2021	49	1919	4,1	4,5	8,5
2022	53	1865	3,1	3,9	5,5

Источник: расчеты ЕАБР

Риски

Развитие пандемии и ее влияние на долгосрочные темпы экономического роста остаются крайне неопределенными

Перспективы восстановления глобальной экономики подвержены высокой степени неопределенности, которая преимущественно вытекает из труднопредсказуемого развития пандемии COVID-19. Риски для базового сценария прогноза ЕАБР смещены в сторону ухудшения оценок. Возможные задержки с разработкой и распространением стабильных вакцин, более длительный, чем заложено в базовый сценарий, период действия ограничительных мер и социального дистанцирования, серьезные вторичные эффекты пандемии, влияющие на инвестиционную и потребительскую активность, а также увеличение долговой нагрузки (в первую очередь в развивающихся странах) могут привести к более сильному снижению потенциала мирового экономического роста. Среди других источников риска следует выделить вероятность выхода Великобритании из ЕС без сделки, усиление протекционизма в мировой торговле, нестабильность геополитической обстановки.

Нельзя исключать и вероятность более быстрого восстановления глобальной экономической активности по сравнению с базовым сценарием прогноза ЕАБР. Это станет возможным при условии скорого появления стабильных вакцин и получения доступа всех стран мира к ним, что может способствовать быстрому отказу от ограничений и социального дистанцирования и ослабить вторичные эффекты пандемии.

СТРАНЫ — УЧАСТНИЦЫ ЕАБР

Основные макроэкономические показатели (базовый сценарий)

Показатель	2017	2018	2019	2020П	2021П	2022П
Страны — участницы ЕАБР						
Агрегированный реальный ВВП, % г/г	2,1	2,7	1,7	-3,8	3,2	2,8
Республика Армения						
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	7,5	5,2	7,6	-6,4	4,9	6,7
Инфляция (на конец периода), % г/г	2,6	1,8	0,7	1,2	1,1	2,4
Ставка МБК (в среднем за год), %	5,9	6,1	5,8	5,0	4,2	5,1
Курс национальной валюты к доллару США (в среднем за год)	483	483	480	487	492	486
Республика Беларусь						
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	2,5	3,1	1,2	-1,5	-0,1	0,9
Инфляция (на конец периода), % г/г	4,6	5,6	4,7	6,4	5,5	4,7
Ставка МБК (в среднем за год), %	9,5	10,7	10,1	9,7	9,1	7,7
Курс национальной валюты к доллару США (в среднем за год)	1,93	2,04	2,09	2,45	2,61	2,64
Республика Казахстан						
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	4,1	4,1	4,5	-3,0	4,4	4,2
Инфляция (на конец периода), % г/г	7,1	5,3	5,4	7,3	5,3	5,2
Ставка МБК (в среднем за год), %	9,9	8,4	8,4	9,1	8,3	8,0
Курс национальной валюты к доллару США (в среднем за год)	326,0	344,7	382,8	413,9	423,8	433,5
Кыргызская Республика						
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	4,7	3,8	4,5	-7,5	3,7	5,1
Инфляция (на конец периода), % г/г	3,7	0,5	3,1	6,5	5,2	4,2
Ставка МБК (в среднем за год), %	1,7	2,2	2,9	3,6	4,0	5,6
Курс национальной валюты к доллару США (в среднем за год)	68,9	68,8	69,8	77,3	83,2	83,5
Российская Федерация						
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	1,8	2,5	1,3	-4,0	3,2	2,7
Инфляция (на конец периода), % г/г	2,5	4,3	3,0	4,2	3,5	3,8
Ставка МІАСР (в среднем за год), %	9,0	7,1	7,2	4,9	4,2	4,7
Курс национальной валюты к доллару США (в среднем за год)	58,3	62,5	64,7	72,3	74,5	72,9
Республика Таджикистан						
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	7,1	7,3	7,5	4,5	6,1	7,4
Инфляция (на конец периода), % г/г	6,7	5,4	7,6	8,5	5,3	5,2
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	15,1	14,2	13,8	11,5	10,3	9,2
Курс национальной валюты к доллару США (в среднем за год)	8,5	9,2	9,5	10,3	11,6	12,0

Источник: национальные ведомства стран — участниц ЕАБР, расчеты ЕАБР

РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ

Текущая ситуация

Снижение ВВП на 6,4% по итогам 2020 г.

Экономика Армении продолжает испытывать спад. По итогам января — сентября 2020 г. он составил 6,6% г/г (7,5% г/г в сентябре). Потребительский и инвестиционный спрос сократился под влиянием негативных последствий пандемии коронавируса и обострения конфликта в Нагорном Карабахе. Согласно оценке ЕАБР, действие этих факторов приведет к тому, что ВВП страны снизится на 6,4% в 2020 г.

Инфляция ниже цели ЦБ РА

В октябре 2020 г. инфляция составила 1,3% г/г, снизившись с 1,4% г/г в сентябре. Согласно прогнозу ЕАБР, пониженный спрос в экономике продолжит оказывать значительное дезинфляционное воздействие на цены в ближайшие месяцы. Как результат, в текущем году их рост останется ниже целевого диапазона ЦБ РА (4±1,5%).

Ограниченное ослабление драма к доллару США

Несмотря на рост экономических и политических рисков в 2020 г., национальная валюта (драм) снизилась в цене по отношению к доллару США умеренным образом — на 2,9% по сравнению с 31 декабря 2019 г. по состоянию на конец октября. Этому способствовало улучшение баланса внешней торговли товарами, дефицит которого уменьшился до 1,8 млрд долл. США в январе — сентябре 2020 г. с 3,7 млрд долл. США за тот же период 2019 г. Импорт сократился на 13,7% г/г при уменьшении экспорта только на 4,4% г/г: снижение цен на продукцию экспортеров было частично компенсировано увеличением физических объемов поставок, прежде всего концентратов руд цветных металлов.

Смягчение денежно-кредитной политики с целью поддержки экономики

Центральный банк Республики Армения усилил стимулирующий характер денежно-кредитной политики на фоне спада экономической активности и сохранения инфляции ниже целевого интервала. Ставка рефинансирования была снижена с 5,5% на начало текущего года до 4,25% по состоянию на конец октября 2020 г. Действия ЦБ РА сказались на показателях финансового рынка и банковского сектора. За январь — сентябрь 2020 г. понизились ставки МБК и доходности государственных облигаций. Рост кредитования экономики банками ускорился с 18% г/г в конце 2019 г. до 18,9% г/г по итогам сентября 2020 г., несмотря на сокращение реальной деловой активности.

Расширение бюджетного дефицита

Государственный бюджет в январе — сентябре 2020 г. исполнен с дефицитом в размере 155 млрд драмов. За тот же период предыдущего года он был сведен с положительным сальдо в 95 млрд драмов. Ухудшение состояния государственных финансов стало результатом, прежде всего,

увеличения расходов: они выросли до 1 230 млрд драмов с 1 053 годом ранее, частично в соответствии с планами, а частично — в связи с необходимостью финансирования мер по борьбе со вспышкой коронавируса и поддержке экономики. Доходы бюджета снизились до 1 075 млрд драмов с 1 148 в январе — сентябре 2019 г.

Общий объем поддержки экономики в 2020 г. составит 3,7% ВВП

Объем финансирования мер по поддержке экономики в условиях пандемии коронавируса, реализованных властями Армении в текущем году, может быть оценен на уровне 230 млрд драмов (3,7% ВВП). Из него 150 млрд драмов (2,3% ВВП) приходится на меры, структурированные в серию задействованных поэтапно программ (по состоянию на сентябрь 2020 г. их число составило 24). Часть из них касалась экономической поддержки бизнеса (сельского хозяйства, туризма, малого и среднего бизнеса, микробизнеса, информационных технологий и других отраслей) посредством предоставления грантов, софинансирования и рефинансирования кредитов, субсидирования процентных ставок. Другие — социальной поддержки различных групп населения. Помимо этого, поддержка в размере 1,4% ВВП предоставлена в форме налоговых послаблений.

Рост государственного долга

В условиях дефицитного исполнения бюджета государственный долг Армении вырос и по итогам сентября 2020 г. достиг 3,8 трлн драмов, или 7,9 млрд долл. США (3,5 трлн драмов, или 7,3 млрд долл. США, на конец 2019 г.). В начале октября 2020 г. международное агентство Fitch понизило кредитный рейтинг Армении с «ВВ-» до «В+» со «стабильным» прогнозом. Решение объясняется более резким, чем ожидалось, снижением ВВП страны и ухудшением экономических прогнозов.

Прогноз

Основные макроэкономические показатели Республики Армения (базовый сценарий)

Показатель	2017	2018	2019	2020П	2021П	2022П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	7,5	5,2	7,6	-6,4	4,9	6,7
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	2,6	1,8	0,7	1,2	1,1	2,4
Ставка МБК в драмах (% годовых в среднем за год)	5,9	6,1	5,8	5,0	4,2	5,1
Курс армянского драма к доллару США (в среднем за год)	483	483	480	487	492	486

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР

Восстановление спроса в экономике на фоне постепенного снижения интенсивности пандемии

Базовый сценарий прогноза ЕАБР предполагает, что власти страны смогут избежать введения ограничительных мер, сопоставимых по жесткости с использовавшимися в первой половине 2020 г., в условиях постепенно снижающейся интенсивности пандемии COVID-19, а также сохранят контроль над рисками внешнеполитического и военного характера. В этой ситуации можно ожидать восстановления спроса в экономике, которому будут также способствовать рост денежных переводов в страну и увеличение цен на экспортную продукцию (в частности, руды и металлы) на фоне нормализации экономической ситуации в мире.

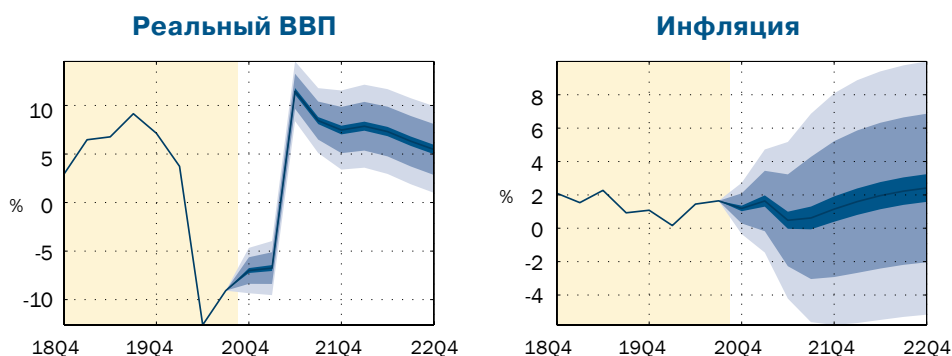
Возврат экономики на уровень 2019 г. не ранее 2022 г.

ВВП страны, согласно нашим ожиданиям, вырастет на 4,9% в 2021 г. и на 6,7% в 2022 г. Более быстрому восстановлению экономики будут препятствовать сдержанный характер деловой активности в мире и сохраняющаяся внешнеполитическая напряженность в регионе. Как результат, уровня IV квартала 2019 г. экономика Армении сможет достичь не раньше 2022 г.

Возврат инфляции к нижней границе целевого диапазона в 2022 г.

Согласно прогнозу ЕАБР, пониженный спрос в экономике продолжит оказывать значительное дезинфляционное воздействие в 2020–2021 гг. На краткосрочную динамику цен будут серьезно влиять колебания стоимости продовольствия на внутреннем рынке. Позднее, благодаря восстановлению потребительской активности, ожидается возврат инфляции к нижней границе целевого диапазона ЦБ РА ($4 \pm 1,5\%$) в 2022 г. Этому будет способствовать стимулирующая политика Центрального банка.

Рисунок 3.¹ Экономическая активность и инфляция в Республике Армения



Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: расчеты ЕАБР

Повышение ставок по мере ускорения инфляции

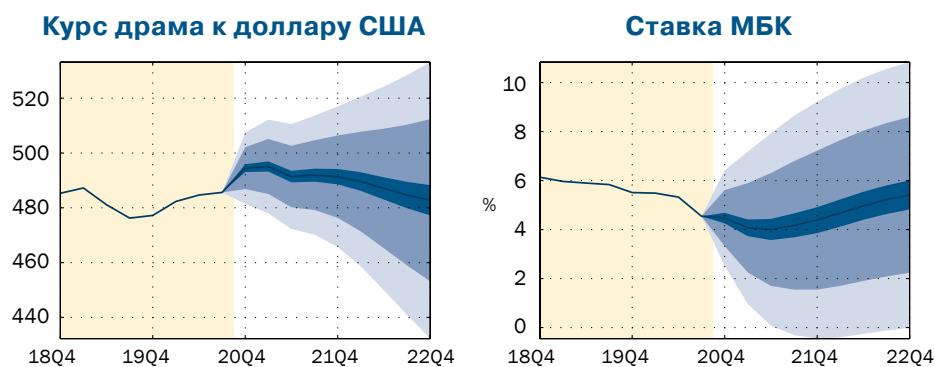
Учитывая слабый инфляционный фон, прогноз ЕАБР предполагает сохранение стимулирующего характера монетарной политики в среднесрочной перспективе. Согласно нашему базовому сценарию, цикл повышения ставки рефинансирования начнется в конце 2021 г. на фоне постепенного возвращения инфляции в пределы целевого интервала.

¹ Здесь и далее диапазоны диаграмм соответствуют 10%, 50% и 75% доверительным интервалам.

Стабильность обменного курса драма

На среднесрочный период прогнозируется стабильный курс драма к доллару США. Устойчивости национальной валюты будут способствовать рост доходов от экспорта, а также увеличение объемов иностранных инвестиций и денежных переводов в 2021–2022 гг. на фоне улучшения ситуации в мировой экономике. Реальный курс драма к доллару США на протяжении этого периода останется вблизи равновесия.

Рисунок 4. Курс армянского драма и ставка МБК



Источник: расчеты ЕАБР

Риски

Политические риски внешнего и внутреннего характера

В краткосрочной перспективе сохраняются риски повторного замедления экономического роста, связанные с опасностью новых вспышек коронавируса и в мире, и внутри страны. Политические риски, как внешние — связанные с противостоянием в Нагорном Карабахе или санкционной политикой Запада в отношении экономических партнеров Армении (России), так и внутренние, тоже могут сказаться на экономике Армении.

Рост продолжительности пандемии увеличит ущерб, нанесенный ею экономике

Сроки завершения пандемии все еще крайне неопределенны. Если ее продолжительность превысит заложенную в базовом сценарии, нанесенный экономике ущерб окажется выше ожидаемого. По расчетам ЕАБР, в рамках сценария, при котором восстановление мировой экономики в 2021 г. будет медленным, а цена на нефть ниже, чем в базовом сценарии (рост мирового ВВП меньше на 1,6 п.п., а нефть дешевле на 16%), темп прироста ВВП Армении окажется на 2,5 п.п. ниже базового прогноза и составит около 2,4% в 2021 г.

Риск быстрого сокращения государственных расходов

Источником риска для экономики страны является уровень государственного долга. По состоянию на середину 2020 г. он достиг 58,4% ВВП (53,5 на конец 2019 г.). Необходимость ограничить рост долговой нагрузки может привести к быстрому сокращению расходов бюджета, которое окажет сдерживающее влияние на рост ВВП в среднесрочной перспективе, замедлив восстановление экономики.

Риск ослабления национальной валюты

Неопределенная экономическая ситуация в мире и геополитическая напряженность могут вызвать нестабильность на валютном рынке в стране, результатом чего станет ослабление драма (более существенное, чем наблюдавшееся с января по октябрь 2020 г.). Такое развитие событий будет иметь неоднозначные последствия для экономики. Оно повысит конкурентоспособность армянских производителей на внутреннем и внешних рынках, даст возможность вывести инфляцию на уровни, соответствующие целям политики ЦБ РА. В то же время его результатом станет снижение потребительской активности, по крайней мере, в краткосрочной перспективе, а также увеличение размера государственного долга относительно ВВП, большая часть которого номинирована в иностранной валюте.

РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

Текущая ситуация

Сокращение ВВП на 1,5% по итогам 2020 г. вследствие ослабления потребительского и инвестиционного спроса

Экономическая активность в Беларуси в IV квартале 2020 г. остается сдержанной. Спад ВВП страны по итогам 10 месяцев составил 1,1% г/г. Потребительский и инвестиционный спрос ограничивают возросшая неопределенность в условиях социально-политической напряженности, снижение объемов рыночного кредитования и слабые финансовые показатели предприятий, замедление роста доходов населения и социальное дистанцирование. Данные факторы продолжают оказывать сдерживающее воздействие на деловую активность в ближайшие месяцы. По оценке ЕАБР, ВВП РБ сократится на 1,5% по итогам 2020 г.

Ускорение инфляции до 6,4% г/г к концу 2020 г.

Инфляция в октябре увеличилась до 6,2% г/г вследствие переноса на цены возросших инфляционных ожиданий и ослабления рубля, имевшего место в августе-сентябре. При этом давление обозначенных факторов постепенно уменьшается и интенсивность ускорения инфляции снижается. Сдержанный спрос оказывает дезинфляционное влияние. По оценке ЕАБР, темп прироста ИПЦ по итогам 2020 г. составит 6,4% г/г.

Ослабление белорусского рубля на фоне чистого спроса на внутреннем валютном рынке

Профицит торговли товарами и услугами РБ увеличился в январе — сентябре 2020 г. (1,5 млрд долл. США после 0,6 годом ранее) на фоне опережающего сокращения импорта (минус 18,8% г/г) по сравнению с экспортом (минус 15,5% г/г). На это повлияли ослабление рубля, рост поставок продовольствия за рубеж, а также ограничения на туризм. Несмотря на улучшение торгового баланса, на валютном рынке страны сформировался значительный чистый спрос на иностранную валюту, главным образом из-за всплесков девальвационных ожиданий в марте и августе. В результате белорусский рубль к 17 ноября ослаб по отношению к доллару США на 21,5% с начала года, а к корзине валют — на 10,3%. Для поддержки курса национальной валюты НБ РБ, по нашим расчетам², продал на бирже около 1,6 млрд долл. США в январе — октябре, что стало ключевым фактором снижения золотовалютных резервов с 9,4 на начало года до 7,5 млрд долл. США на 1 ноября.

² Расчет не учитывает возможную покупку иностранной валюты на внутреннем рынке Министерством финансов РБ.

Ужесточение денежно-кредитной политики во второй половине 2020 г. из-за ускорения инфляции

На фоне усиления действия краткосрочных проинфляционных факторов НБ РБ в августе ограничил доступ банков к постоянно доступным операциям поддержки ликвидности, впоследствии продлив ограничения до 19 января 2021 г. В итоге, несмотря на сохранение ставки рефинансирования на уровне 7,75%, с конца августа объемы рыночного кредитования снижались, а стоимость ресурсов на межбанковском рынке увеличилась. Ставки по банковским вкладам заметно возросли в последние месяцы в условиях оттока депозитов населения на фоне повышения девальвационных ожиданий. Стоимость кредитования при этом в среднем изменилась незначительно из-за применения расчетных величин стандартного риска, а банки ограничили объемы средств, доступных для заимствования.

Формирование бюджета с дефицитом

Дефицит консолидированного бюджета сектора госуправления РБ составил 1,8% ВВП по итогам девяти месяцев текущего года (профицит 3,6% ВВП годом ранее). Доходы сократились на 5,6% г/г в условиях экономического спада и снижения цен на нефть. Расходы выросли на 9,1% г/г, в том числе в результате мер властей по поддержке экономики для смягчения последствий пандемии. Формирование бюджета с дефицитом привело к сокращению рублевых средств правительства в НБ РБ почти на 2 млрд рублей с начала года — до 1,5 млрд рублей на 1 октября. Таким образом, фискальные резервы сократились.

Государственная поддержка позволила компенсировать около 0,2–0,5% потерь ВВП в 2020 г.

Объем антикризисной поддержки экономики Беларуси, по нашим расчетам на основе сообщений представителей власти, в текущем году составляет около 1,1% ВВП (2% ВВП с учетом кредита Евразийского фонда стабилизации и развития). Основной объем приходится на кредиты государственных банков под гарантии правительства и местных органов власти — примерно 800 млн рублей³ (в целом лимит госгарантий расширен на 1,2 млрд рублей). Размер налоговых льгот и преференций оценивается более чем в 34 млн рублей, а объем поддержки в рамках арендных каникул превысил 30 млн рублей. Еще 325 млн рублей составили стимулирующие выплаты работникам здравоохранения и соцобслуживания за работу в условиях коронавируса. Государственная поддержка, по нашим расчетам, позволила уменьшить примерно на 0,2–0,5% масштаб сокращения ВВП Беларуси в текущем году.

Рост государственного долга

Государственный долг на 1 октября 2020 г. вырос до 35,3% ВВП (33,7 на начало года), главным образом за счет внешних заимствований и переоценки валютной составляющей госдолга из-за ослабления белорусского рубля. Дефицитное исполнение консолидированного бюджета,

³ Подробнее см.: <http://government.by/ru/content/9603>

ограниченные фискальные и золотовалютные резервы, напряженный график платежей по госдолгу в среднесрочной перспективе и неустойчивая ситуация на внутреннем валютном рынке повышают риски для долговой устойчивости РБ.

Прогноз

Основные макроэкономические показатели Республики Беларусь (базовый сценарий)

Показатель	2017	2018	2019	2020П	2021П	2022П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	2,5	3,1	1,2	-1,5	-0,1	0,9
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	4,6	5,6	4,7	6,4	5,5	4,7
Ставка однодневного МБК в рублях (% годовых в среднем за год)	9,5	10,7	10,1	9,7	9,1	7,7
Курс белорусского рубля к доллару США (в среднем за год)	1,93	2,04	2,09	2,45	2,61	2,64

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР

Стагнация белорусской экономики

Согласно базовому сценарию прогноза ЕАБР, ВВП Беларуси в 2021 г. сократится на 0,1%. Ухудшение по сравнению с предыдущим прогнозом⁴ на 1,2 п.п. связано с действием ряда факторов, таких как продолжительное сохранение социально-политической напряженности в стране и более длительный, чем ранее ожидалось, период сдерживающей денежно-кредитной политики. Наибольший эффект на экономическую активность от монетарных мер придется на 2021 г. в силу растянутого во времени процесса передачи денежно-кредитных импульсов в реальную экономику.

Инвестиционная активность в 2021 г. ожидается слабой: ее будут ограничивать повышенная неопределенность и неустойчивое финансовое положение предприятий. Потребительский спрос при прогнозируемом замедлении роста доходов населения останется сдержанным. Ожидаемое ужесточение фискальной политики станет дополнительным фактором, лимитирующим скорость восстановления внутреннего спроса. Поддержку экономике РБ в 2021–2022 гг. окажет восстановление деловой активности за рубежом, в том числе в России, а также постепенное ослабление санитарных ограничений по мере нормализации эпидемиологической обстановки. Прогнозируется, что в конце 2021–2022 гг. внутренний спрос будет поддержан мерами монетарной политики.

⁴ Подробнее см.: Макрообзор ЕАБР. Сентябрь 2020. Республика Беларусь.

Восстановление предкризисного объема выпуска в 2023 г.

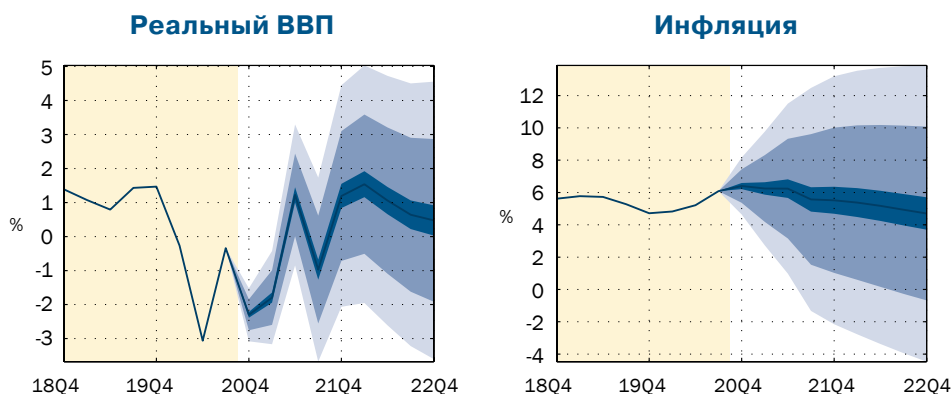
В 2022 г. прогнозируется слабый рост экономики в размере 0,9%. В результате предкризисного уровня ВВП (IV квартал 2019 г.) удастся достичь лишь в первой половине 2023 г. Медленное восстановление выразится в сохранении отрицательного разрыва выпуска в течение всего периода прогнозирования, что указывает на функционирование экономики на уровне ниже своего потенциала.

Следует отметить, что базовый сценарий прогноза предполагает релокацию части ИТ-сектора и бесперебойное обслуживание и погашение РБ долговых обязательств. Последнее может потребовать полного рефинансирования и даже наращивания госдолга для поддержания уровня золотовалютных резервов вблизи двух месяцев импорта товаров и услуг.

Замедление инфляции в 2021–2022 гг. в условиях сдержанного спроса

Темп прироста индекса потребительских цен по итогам 2021 г. ожидается в размере 5,5% г/г. Снижению инфляции поспособствуют слабость внутреннего спроса и нормализация динамики курса белорусского рубля. В 2022 г. прогнозируется замедление инфляции до 4,7% г/г, что возможно при условии проведения сбалансированной монетарной политики и снижения инфляционных ожиданий.

Рисунок 5. Экономическая активность и инфляция в Республике Беларусь



Примечание: сезонно скорректированные данные.

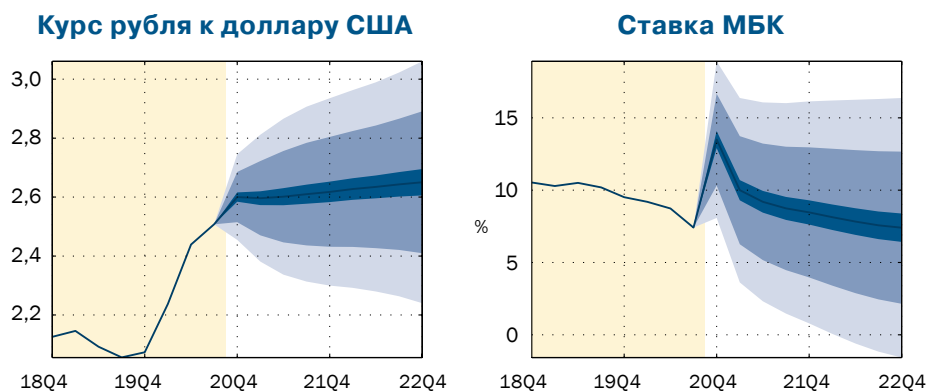
Источник: расчеты ЕАБР

Потенциал снижения ставки рефинансирования в среднесрочной перспективе

Базовый прогноз ЕАБР предполагает прекращение действия ограничений на постоянно доступные операции регулирования ликвидности с 20 января 2021 г. При условии постепенного затухания всплеска девальвационных и инфляционных ожиданий это позволит стоимости заимствований на межбанковском рынке вернуться в верхнюю часть процентного коридора НБ РБ (около 8–8,75%) в течение 2021 г. В среднесрочной перспективе мы по-прежнему видим потенциал для снижения ставки рефинансирования примерно до 7–7,5% на фоне ожидаемых низких темпов экономического роста, однако его реализация во многом будет определяться состоянием внутреннего финансового рынка.

Тенденция ослабления белорусского рубля Белорусский рубль в настоящее время недооценен по отношению к валютам стран — основных торговых партнеров, в том числе к доллару США. Коррекция курса к равновесному уровню при стабилизации ситуации на внутреннем финансовом рынке и взятии пандемии под контроль прогнозируется в течение 2021–2022 гг., а длительность данного процесса обусловлена повышенными девальвационными ожиданиями. В номинальном выражении белорусский рубль продолжит ослабляться умеренными темпами, главным образом из-за более высокой инфляции в РБ по сравнению со странами — торговыми партнерами.

Рисунок 6.
Курс белорусского
рубля и ставка МБК



Источник: расчеты ЕАБР

Риски

Неопределенность влияния общественно-политических событий на потенциал экономического роста

Ключевым риском для прогноза является неопределенность влияния общественно-политических событий последних месяцев на деловую активность в стране. Возможное ухудшение инвестиционного климата, отток существенной части ИТ-сектора и трудовых ресурсов приведут к снижению технологичности экономики и потерям человеческого капитала, что выразится в сокращении потенциала роста. При развитии неблагоприятного сценария высока вероятность более глубокого экономического спада в 2021 г., чем прогнозируется в базовом сценарии, и околонулевого роста в 2022 г. Темпы ослабления рубля и риски долговой устойчивости возрастут, а инфляция может стать двузначной из-за устойчивого повышения инфляционных и девальвационных ожиданий.

Вероятность нарастания нерыночного кредитования

Значимые источники риска для белорусской экономики — неустойчивое финансовое положение организаций нефинансового сектора, высокий уровень их закредитованности и недостаток собственных оборотных средств. В такой ситуации может увеличиться объем нерыночного кредитования для поддержки деятельности государственных предприятий. Это окажет краткосрочную поддержку выпуску и занятости, но приведет к дисбалансам в условиях низких потенциальных темпов экономического роста.

**Медленное
восстановление
внешнего спроса
углубит спад
белорусской
экономики**

В настоящее время сохраняется высокая неопределенность развития пандемии COVID-19. При развитии сценария медленного восстановления мировой экономики — в два раза по сравнению с базовым прогнозом — снижение ВВП Беларуси в 2021 г. составит 0,7% — на 0,6 п.п. ниже, чем в базовом сценарии. Среднегодовой курс белорусского рубля к доллару США сложится около 2,76 и будет на 6% слабее по сравнению с основным вариантом развития событий.

**Геополитическая
напряженность
в регионе остается
значимым
источником рисков
для экономики РБ**

Существенное негативное воздействие на экономику РБ может оказать возможное ужесточение антироссийских санкций, что объясняется теснотой торгово-экономических связей между РБ и РФ. По нашим оценкам, рост потенциального ВВП РФ при реализации подобного сценария может снизиться примерно на 0,4–0,6 п.п., что приведет к сокращению роста потенциального ВВП РБ на около 0,1–0,3 п.п.

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

Текущая ситуация

Сокращение ВВП на 3,0% по итогам 2020 г. вследствие ослабления потребительского и инвестиционного спроса

Экономическая активность в Казахстане в IV квартале 2020 г. остается сдержанной. Спад ВВП страны по итогам 10 месяцев составил 2,9% г/г. Потребительский и инвестиционный спрос ограничивают частичное сохранение карантинных мер, приостановка инвестиционных проектов, снижение объемов рыночного кредитования и реальных доходов населения, слабость внешнеэкономической активности и выполнение условий соглашения ОПЕК+. Смягчению негативных последствий способствуют меры государственной поддержки со стороны налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики. Данные факторы продолжают оказывать ключевое влияние на деловую активность в ближайшие месяцы, и ВВП РК, по оценке ЕАБР, сократится на 3,0% по итогам 2020 г.

Ускорение инфляции до 7,3% г/г к концу 2020 г.

Инфляция в октябре увеличилась до 7,1% г/г с 5,4 в декабре 2019 г. вследствие переноса ослабления тенге на цены (преимущественно продуктовые), снижения производства в животноводческом секторе и повышения стоимости продовольствия на мировом рынке. Слабость внутреннего спроса определяет стабильность динамики цен в продовольственном сегменте. Денежно-кредитные условия также сдерживают ускорение инфляции в потребительском секторе. По оценке ЕАБР, проинфляционные и дезинфляционные факторы в оставшейся части года будут балансировать друг друга, что обусловит сохранение траектории годового ИПЦ вблизи текущего уровня.

Ослабление тенге на фоне снижения экспортной выручки

Положительное сальдо торговли товарами РК снизилось в январе — августе на фоне опережающего снижения экспорта по сравнению с импортом. На это повлияли ослабленный внешний спрос на казахстанские товары, действие соглашения ОПЕК+, падение мировых цен на сырьевые товары, а также слабая внутренняя потребительская активность. Снижение валютных поступлений от внешнеэкономической деятельности сопровождалось повышенной турбулентностью на мировых финансовых рынках и усилением геополитических рисков в регионе в последние месяцы, которое повысило чистый спрос на доллары США со стороны резидентов РК. В результате тенге к середине ноября ослаб по отношению к доллару США на 12,5% с начала года. Для поддержки курса национальной валюты НБ РК продал на бирже 1,8 млрд долл. США.

Сохранение базовой ставки во второй половине 2020 г. из-за усиления

Во втором полугодии базовая ставка оставалась неизменной — на уровне 9,0% годовых. Снижению индикатора воспрепятствовало усиление действия проинфляционных факторов. В то же время необходимость поддержки процесса восстановления экономики требует сохранения

инфляционных рисков	стимулирующей монетарной политики. Мы ожидаем, что базовая ставка останется на текущем уровне до конца 2020 г., однако допускаем вероятность ее повышения в случае усиления инфляционного давления. Стоимость кредитных ресурсов и процентные ставки по депозитам в III квартале 2020 г. не претерпели существенных изменений по сравнению со II кварталом 2020 г.
Расширение дефицита бюджета	Дефицит государственного бюджета РК составил 1,8 трлн тенге по итогам девяти месяцев текущего года (0,6 трлн тенге годом ранее). Доходы выросли на 10,9% г/г из-за увеличения объема трансферта из Национального фонда РК (в 1,6 раза) и неналоговых поступлений (в 1,9 раза). Налоговые сборы снизились на 10,3% г/г в условиях сокращения экономической активности и снижения цен на ключевые экспортные сырьевые товары РК. Расходы выросли на 23% 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.
Государственная антикризисная поддержка смягчит сокращение деловой активности	Для смягчения негативного влияния пандемии власти Казахстана задействовали широкий пакет мер государственной поддержки бизнеса и населения. Общий объем антикризисного финансирования, не считая налоговых преференций и помощь на местном уровне, составил 5,9 трлн тенге (8,7% ВВП). Основные усилия направлены на предоставление льготных кредитов в рамках правительственных программ «Дорожная карта занятости», «Экономика простых вещей», развитие жилищного строительства, а также расширение социальной поддержки граждан республики, включая выплату минимальной заработной платы временно потерявшим работу. По нашим оценкам, это компенсирует порядка 2–3% потерь ВВП.
Рост государственного долга	Государственный долг на 1 октября 2020 г. в тенговом эквиваленте вырос на 19,3% г/г, главным образом за счет выпуска государственных долгосрочных казначейских обязательств и размещения евробондов, а также отчасти вследствие курсовой переоценки.

Прогноз

Основные макроэкономические показатели Республики Казахстан (базовый сценарий)

Показатель	2017	2018	2019	2020П	2021П	2022П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	4,1	4,1	4,5	-3,0	4,4	4,2
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	7,1	5,3	5,4	7,3	5,3	5,2
Ставка TONIA (% годовых в среднем за год)	9,9	8,4	8,4	9,1	8,3	8,0
Курс казахстанского тенге к доллару США (в среднем за год)	326,0	344,7	382,8	413,9	423,8	433,5

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР

Восстановительный рост экономики в 2021–2022 гг. на фоне реализации государственных программ

Согласно базовому сценарию прогноза ЕАБР, ВВП Казахстана в 2021 г. вырастет на 4,4%, а в 2022 г. — на 4,2%. Ожидается, что объем налогово-бюджетного стимулирования в 2021 г. сохранится примерно на уровне 2020 г., а в 2022 г. дефицит бюджета снизится до 2,5% ВВП. Государственные программы развития — расширение инфраструктуры и жилищного фонда, поддержка и развитие бизнеса, продуктивной занятости и массового предпринимательства — будут содействовать восстановлению экономики. Смягчение денежно-кредитной политики, прогнозируемое в 2021 г., а также усиление деловой активности за рубежом, в том числе в России, окажут дополнительную поддержку экономике Казахстана в 2021–2022 гг.

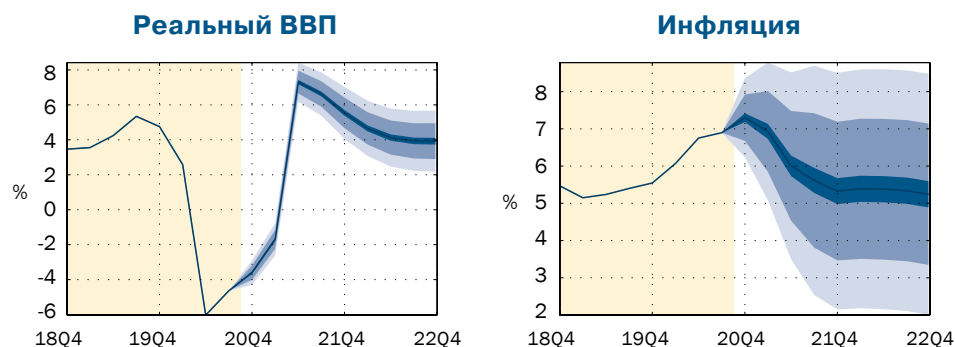
Восстановление предкризисного объема выпуска в 2021 г.

В результате, по оценкам ЕАБР, предкризисного уровня ВВП (IV квартал 2019 г.) удастся достичь в середине 2021 г. Отрицательный разрыв в 2021–2022 гг. будет постепенно сокращаться.

Замедление инфляции в 2021–2022 гг. в условиях сдержанного спроса

Темп прироста индекса потребительских цен по итогам 2021 г. ожидается в размере 5,3% г/г. Снижению инфляции поспособствует исчерпание проинфляционных факторов 2020 г. (ослабление тенге, ажиотажный спрос, снижение производства в отдельных секторах животноводства, повышение мировых цен на продовольствие). В 2022 г. инфляция прогнозируется на уровне 5,2% г/г, при этом дезинфляционное влияние слабого внутреннего спроса постепенно ослабнет.

Рисунок 7. Экономическая активность и инфляция в Республике Казахстан



Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: расчеты ЕАБР

Потенциал снижения базовой ставки в среднесрочной перспективе

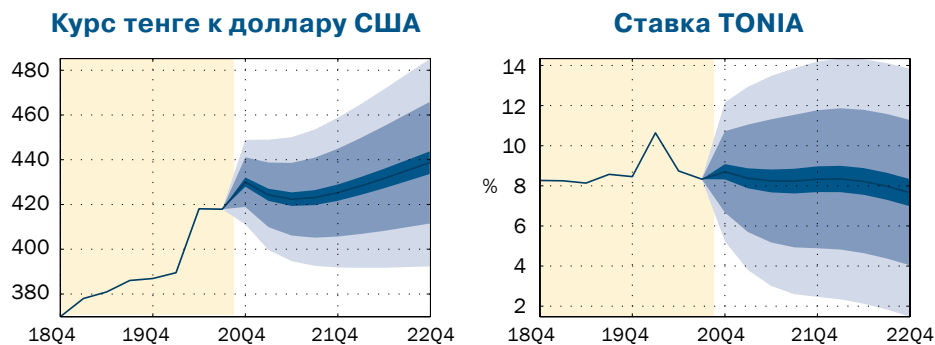
Базовый прогноз ЕАБР предполагает нормализацию эпидемиологической ситуации в стране и мире, что будет сопровождаться снижением девальвационных и инфляционных ожиданий. Учитывая тот факт, что экономика в ближайшие два года продолжит функционировать ниже своего потенциала, это потребует дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. По мере приближения экономики к равновесным уровням процентные ставки на межбанковском рынке кредитных ресурсов скорректируются к нейтральному уровню.

Тенденция ослабления тенге

Тенге в настоящее время недооценен по отношению к валютам стран — основных торговых партнеров, в том числе к доллару США. Коррекция курса к равновесному уровню при взятии пандемии под контроль

и нормализации геополитической обстановки ожидается в течение 2021 г. В номинальном выражении тенге продолжит ослабляться умеренными темпами (около 1–2% в год), главным образом из-за более высокой инфляции в РК по сравнению со странами — торговыми партнерами.

Рисунок 8.
Курс казахстанского тенге и ставка TONIA



Источник: расчеты ЕАБР

Риски

Неопределенность в отношении развития эпидемиологической ситуации в мире

В начале ноября 2020 г. статистика по числу новых заражений в мире ежедневно обновляла максимальные значения. В этих условиях правительства ряда стран ввели повторные карантинные меры. Хотя они носят умеренный характер по сравнению с весенними, деятельность организаций в сфере услуг либо существенно ограничена, либо полностью приостановлена. Таким образом, остаются повышенными риски в отношении перспектив восстановления мировой экономики и, как следствие, стабильности на мировом рынке нефти. Повышение спроса и сокращение экспортного предложения ряда продовольственных товаров могут спровоцировать резкий рост их стоимости на мировом рынке. При развитии неблагоприятного сценария высока вероятность более медленного восстановления экономики Казахстана в среднесрочной перспективе и усиления проинфляционных рисков.

По расчетам ЕАБР, если цены на нефть в 2021 г. сохранятся на уровне текущего года, а восстановление мировой экономики затянется, темп прироста ВВП Казахстана будет на 0,9 п.п. ниже базового прогноза — около 3,5% в 2021 г.

Геополитическая напряженность в регионе

Существенное негативное воздействие на казахстанскую экономику может оказать возможное ужесточение антироссийских санкций, что объясняется теснотой торгово-экономических связей между РК и РФ. В первую очередь может возрасти волатильность на внутреннем валютном рынке Казахстана. В случае реализации вторичных эффектов внешняя торговля республики и деловая активность снизятся.

КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

Текущая ситуация

Сокращение ВВП на 7,5% по итогам 2020 г. на фоне негативного влияния пандемии и обострения политической ситуации

Экономическая активность в Кыргызской Республике в IV квартале 2020 г. остается слабой. Спад ВВП страны по итогам 10 месяцев достиг 7,4% г/г. Потребительский и инвестиционный спрос ограничивают слабость внешнеэкономической активности, частичное закрытие границ с Китаем, последствия ранее введенных карантинных мер, а также приостановка инвестиционных проектов. Повышенная социально-политическая неопределенность оказала дополнительное негативное влияние на ситуацию в экономике. Ожидается, что золотодобывающий сектор также внесет отрицательный вклад в динамику ВВП текущего года. По оценке ЕАБР, ВВП КР сократится на 7,5% по итогам 2020 г.

Ускорение инфляции до 6,5% г/г к концу 2020 г. по сравнению с 2019 г.

Инфляция в октябре увеличилась до 7,2% г/г вследствие повышения стоимости продовольствия на мировом рынке и спроса на мясную продукцию кыргызских товаропроизводителей. Ускорение темпов обесцениения сома также способствовало повышению стоимости потребительских товаров в республике (преимущественно продуктовых). Слабость внутреннего спроса определяет стабильность динамики цен в продовольственном сегменте. По оценке ЕАБР, влияние проинфляционных факторов, связанных с повышением мировых цен на зерно, растительное масло, сахар, усилится в оставшейся части года, что обусловит дальнейшее ускорение инфляции.

Ослабление сома на фоне повышения волатильности на мировых рынках

Отрицательное сальдо торговли товарами КР уменьшилось в январе — августе на фоне роста экспорта и снижения импорта. Увеличение валютных поступлений от поставок за рубеж преимущественно определялось повышением мировых цен на золото, в то время как экспорт без его учета снизился на 19,0% г/г. Динамика импорта определялась закрытием границы с Китаем, а также слабой внутренней потребительской активностью. Снижение торгового дефицита сопровождалось повышенной турбулентностью на мировых финансовых рынках и усилением геополитических рисков в регионе. В результате сом к середине ноября ослаб по отношению к доллару США на 22,0% с начала года. С целью сглаживания резких колебаний обменного курса национальной валюты НБ КР выступал в роли чистого продавца иностранной валюты на внутреннем рынке. С января по 1 ноября чистый объем продаж составил 345,7 млн долл. США.

Стимулирующая процентная политика

Во втором полугодии учетная ставка оставалась неизменной — на уровне 5,0% годовых. С одной стороны, сокращение деловой и инвестиционной активности требует сохранения стимулирующей денежно-кредитной политики. С другой стороны, усиление проинфляционных рисков

препятствует снижению ставки. Мы ожидаем, что она останется на текущем уровне до конца 2020 г., однако допускаем вероятность повышения в случае усиления инфляционного давления. Стоимость кредитных ресурсов к концу III квартала выросла до 17,2% с 16,7% в июне 2020 г. Ставки по новым депозитам были волатильны, но их среднеквартальное значение осталось примерно на уровне II квартала.

Расширение дефицита бюджета

Дефицит государственного бюджета КР увеличился до 3,4% ВВП по итогам девяти месяцев текущего года (0,5% ВВП годом ранее). Снижение доходов обусловлено сокращением налоговых сборов в условиях экономического спада. Их выпадение частично было компенсировано ростом неналоговых поступлений и трансфертов от международных организаций. Увеличение расходов произошло вследствие наращивания ассигнований, направленных на предупреждение распространения пандемии, а также повышения заработной платы учителям и сотрудникам правоохранительных органов.

Льготное кредитование компенсирует около 0,5–1% потерь ВВП в 2020 г.

С целью сглаживания негативных последствий коронавирусной инфекции на экономику правительство Кыргызской Республики привлекло внешние заимствования на льготных условиях у международных финансовых институтов. В условиях выпадения налоговых поступлений часть полученных средств была направлена на поддержку бюджета и на финансирование мероприятий по предотвращению распространения COVID-19. Объем государственной поддержки бизнеса на 2020 г. в виде предоставления льготного кредитования утвержден в размере 14 млрд сомов (2,4% ВВП). По нашим оценкам, без учета программы льготного кредитования правительства ВВП Кыргызской Республики в 2020 г. снизился бы на 8,0–8,5% вместо прогнозируемых нами 7,5%.

Рост государственного долга

Государственный долг на 1 сентября 2020 г. вырос до 65,0% ВВП (56,5% ВВП годом ранее), главным образом за счет привлечения внешнего льготного финансирования у международных институтов развития, и в меньшей степени из-за выпуска внутреннего государственного долга.

Прогноз

Основные макроэкономические показатели Кыргызской Республики (базовый сценарий)

Показатель	2017	2018	2019	2020П	2021П	2022П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	4,7	3,8	4,5	-7,5	3,7	5,1
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	3,7	0,5	3,1	6,5	5,2	4,2
Ставка РЕПО — 7 дней (% годовых в среднем за год)	1,7	2,2	2,9	3,6	4,0	5,6
Курс кыргызского сома к доллару США (в среднем за год)	68,9	68,8	69,8	77,3	83,2	83,5

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР

Восстановительный рост экономики в 2021–2022 гг.

Согласно базовому сценарию прогноза ЕАБР, ВВП КР в 2021 г. вырастет на 3,7%, а в 2022 г. — на 5,1%. По мере стабилизации ситуации в мировой экономике, а также усиления деловой активности в ключевых странах — торговых партнерах (Россия, Казахстан, Китай) экономика Кыргызской Республики будет развиваться по траектории восстановительного роста. Возобновление притока денежных переводов способствует укреплению внутреннего потребительского спроса. При этом снижение объемов производства золота на руднике Кумтор будет сдерживать динамику роста.

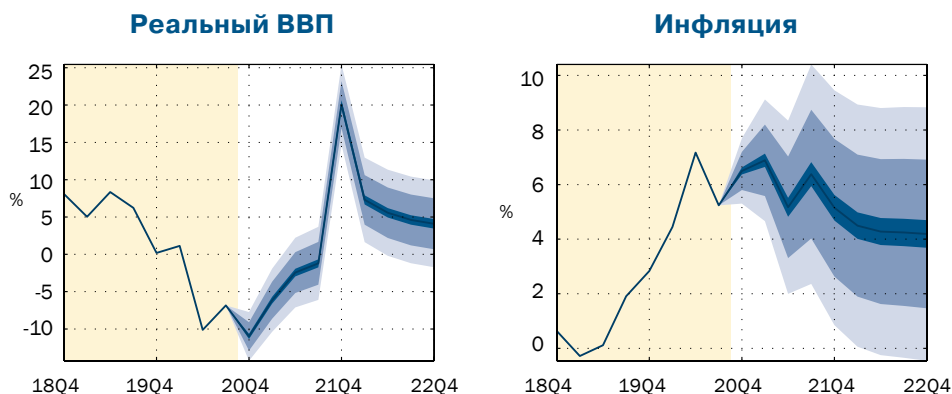
Восстановление предкризисного объема выпуска в середине 2021 г.

В результате, по оценкам ЕАБР, предкризисного уровня ВВП (IV квартал 2019 г.) удастся достичь лишь в начале 2022 г. Отрицательный разрыв выпуска будет постепенно уменьшаться в течение всего периода прогнозирования, что указывает на функционирование экономики на уровне ниже своего потенциала.

Замедление инфляции в 2021–2022 гг. в условиях сдержанного спроса

Темп прироста индекса потребительских цен по итогам 2021 г. ожидается в размере 5,2% г/г. Снижению инфляции будет способствовать исчерпание проинфляционных факторов, действовавших в 2020 г. (ослабление сома, ажиотажный спрос на товары первой необходимости, повышение мировых и региональных цен на продовольствие). Постепенное восстановление экономической активности повлечет за собой уменьшение дезинфляционного влияния внутреннего спроса в течение 2022 г., вследствие чего возврат показателя ИПЦ к нижнему порогу целевого ориентира примет более устойчивый характер.

Рисунок 9. Экономическая активность и инфляция в Кыргызской Республике



Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: расчеты ЕАБР

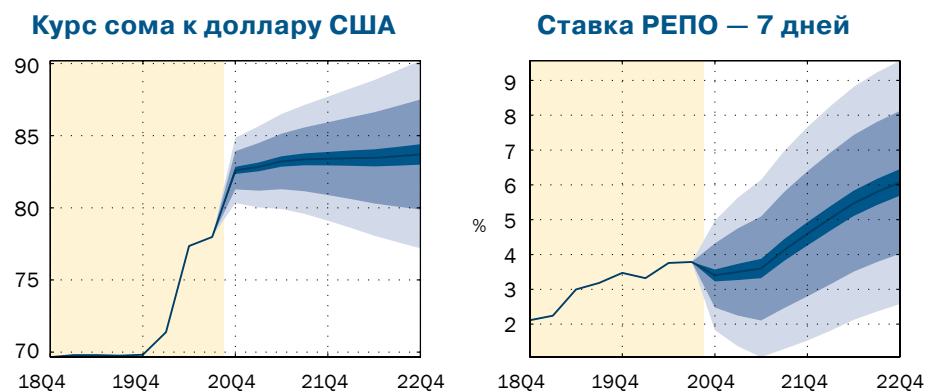
Повышение учетной ставки в 2022 г.

По нашим оценкам, потенциал снижения учетной ставки в среднесрочной перспективе исчерпан, поэтому мы ожидаем ее сохранения на уровне 5,0% до конца 2021 г. При этом ставки на межбанковском рынке кредитных ресурсов продолжают оставаться ниже ключевой. Постепенное повышение инфляции потребует ослабления стимулирующей процентной политики, что будет выражаться в постепенном повышении учетной ставки.

Тенденция ослабления сома

Сом в настоящее время недооценен по отношению к валютам стран — основных торговых партнеров, в том числе к доллару США. Мы ожидаем, что коррекция курса к равновесному уровню в условиях нормализации эпидемиологической и геополитической обстановки в мире произойдет до середины 2022 г. В номинальном выражении сом продолжит ослабляться умеренными темпами.

Рисунок 10. Курс кыргызского сома и ставка РЕПО



Источник: расчеты ЕАБР

Риски

Риски второй волны эпидемии начали реализовываться в середине осени 2020 г.

Риски второй волны эпидемии в ключевых торговых партнерах КР начали реализовываться в середине осени 2020 г., что может отложить процесс восстановления экспорта, исключая золото. Ухудшение эпидемиологической ситуации в КР может стать причиной приостановки или неполной загрузки предприятий по их собственной инициативе. Это также может повысить риск более длительного возврата к полноценному функционированию пропускных пунктов на границе с Китаем. Повышение спроса и сокращение экспортного предложения ряда продовольственных товаров могут спровоцировать резкий рост их стоимости на мировом рынке. При развитии неблагоприятного сценария высока вероятность более медленного восстановления экономики Кыргызской Республики в среднесрочном периоде и усиления проинфляционных рисков.

По расчетам ЕАБР, слабый восстановительный рост мировой экономики в 2021 г. (на 1,6 п.п. меньше, чем в базовом сценарии) приведет к замедлению темпа прироста ВВП Кыргызской Республики на 1,0 п.п. — до 2,7%.

Геополитическая напряженность в регионе

Существенное негативное воздействие на экономику республики может оказать возможное ужесточение антироссийских санкций, негативное влияние которых в первую очередь выразится в повышении волатильности сома по отношению к доллару США. В случае реализации эффектов второго раунда это ограничит экспорт КР в РФ и приток денежных переводов в республику. Риски социально-политической напряженности внутри страны могут сохраниться и в 2021 г.

**Возможность
наращивания
государственного
долга ограничена**

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

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Текущая ситуация

Сокращение ВВП на 4% по итогам 2020 г. вследствие ослабления потребительского и инвестиционного спроса

Процесс восстановления экономической активности в начале IV квартала 2020 г. замедлился. Спад ВВП, по оценке Минэкономразвития РФ, составил 4,7% г/г в октябре, увеличившись с 3,0% г/г месяцем ранее. В результате по итогам десяти месяцев сокращение экономики оценивается в размере 3,6% г/г. На потребительский спрос сдерживающее воздействие оказывает ужесточение санитарных ограничений внутри страны, а инвестиции могут пострадать от вновь возросших опасений относительно перспектив экономического роста в условиях развития пандемии. Наряду с вероятным ослаблением внешнего спроса упомянутые факторы продолжают ограничивать деловую активность в РФ в краткосрочной перспективе, что, согласно оценкам ЕАБР, приведет к сокращению ВВП на 4% по итогам 2020 г.

Инфляция на конец текущего года — вблизи целевого ориентира Банка России

Инфляция в октябре увеличилась до 4% г/г (3,7 месяцем ранее). Ослабление рубля оказало как прямое влияние на цены, так и косвенное, связанное с повышением инфляционных ожиданий населения и предприятий. Значительно ускорился рост стоимости некоторых продуктов питания (масла, сахар) на фоне в том числе их удорожания на мировом рынке. Дезинфляционное воздействие сохраняется со стороны внутреннего спроса. Влияние последнего фактора на цены может усиливаться в краткосрочной перспективе из-за замедления процесса восстановления потребительской активности. В результате, по прогнозу ЕАБР, инфляция на конец 2020 г. составит 4,2% г/г.

Недооцененность российского рубля из-за геополитических рисков и ухода инвесторов в «защитные» активы

Давление на российский рубль усилилось в октябре — начале ноября, главным образом из-за снижения интереса инвесторов к рисковому активу на фоне роста числа заражений COVID-19 в мире. Сохраняющаяся угроза ужесточения санкций со стороны США обуславливает наличие геополитической премии в курсе национальной валюты. Поддержку рублю оказывает продажа иностранной валюты ЦБ РФ. По нашим оценкам, российский рубль перепродан, однако потенциал его укрепления до конца года ограничен из-за геополитических рисков и неопределенности развития пандемии.

Умеренно стимулирующая монетарная политика

Ключевая ставка на заседаниях Банка России в сентябре и октябре 2020 г. сохранена на уровне 4,25%, который, по нашим оценкам, обеспечивает умеренно стимулирующий характер монетарной политики. Мягкие денежно-кредитные условия необходимы, чтобы смягчить негативные последствия пандемии и сформировать условия для посткризисного восстановления экономической активности. Дальнейшему

снижению ключевой ставки препятствует усиление действия краткосрочных проинфляционных факторов, в первую очередь ослабление рубля и рост инфляционных ожиданий. По оценке ЕАБР, ключевая ставка к концу текущего года будет находиться в диапазоне 4–4,25%.

Увеличение бюджетного дефицита

Федеральный бюджет в январе — октябре 2020 г. исполнен с дефицитом в 1,8 трлн рублей (профицит 3,16 трлн годом ранее). Доходы сократились на 9,2% г/г, во многом из-за падения нефтегазовых поступлений на 35,2% г/г. Заметно сократились доходы от налога на прибыль, что объясняется ухудшением финансовых результатов компаний. Расходы бюджета за 10 месяцев выросли на 25,4% г/г. Ключевой вклад внесло увеличение ассигнований на социальную политику, здравоохранение, национальную экономику и межбюджетные трансферты.

Бюджетная поддержка способствовала ограничению негативных экономических и социальных последствий пандемии

Рост расходов федерального бюджета во многом объясняется реализацией государственных мер поддержки населения и бизнеса, объем которых оценивается в текущем году примерно в 4,5% ВВП. Основной акцент сделан на укреплении системы здравоохранения, поддержке доходов населения, помощи малому и среднему предпринимательству, в том числе посредством кредитных программ, отсрочки по арендным платежам, налоговым и административным послаблениям. Государственные меры способствуют смягчению негативных экономических и социальных последствий пандемии: по нашим расчетам, их реализация компенсировала около 1,3–2,3% потерь ВВП в 2020 г.

Прогноз

Основные макроэкономические показатели Российской Федерации (базовый сценарий)

Показатель	2017	2018	2019	2020П	2021П	2022П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	1,8	2,5	1,3	-4,0	3,2	2,7
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	2,5	4,3	3,0	4,2	3,5	3,8
Ставка МІАСР (% годовых в среднем за год)	9,0	7,1	7,2	4,9	4,2	4,7
Курс российского рубля к доллару США (в среднем за год)	58,3	62,5	64,7	72,3	74,5	72,9

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР

Смягчение ограничительных мер в течение 2021 г.

Ключевой предпосылкой базового сценария прогноза ЕАБР является постепенное смягчение ограничительных мер внутри страны и за рубежом в течение 2021 г. Вместе с тем мы ожидаем, что социальное дистанцирование в будущем году сохранится, но его масштаб станет ослабевать по мере «затухания» пандемии.

Потенциальный экономический рост начнет 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 ожидается в долгосрочной перспективе.

**Ослабление
бюджетного
стимулирования
в среднесрочной
перспективе**

Налогово-бюджетная политика в среднесрочной перспективе останется стимулирующей, однако объемы антикризисной поддержки заметно сократятся в 2021–2022 гг., что выразится в отрицательном фискальном импульсе. Премия за страновой риск для России сохранится повышенной в краткосрочном периоде из-за неопределенности развития пандемии и вследствие геополитического фактора.

**Восстановление
экономической
активности к докри-
зисному уровню в
течение 2022 г.**

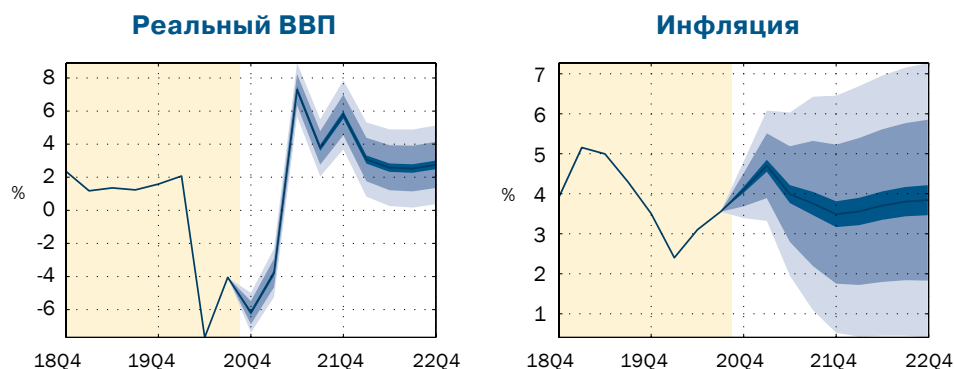
Смягчение санитарных ограничений внутри страны и за рубежом будет способствовать возобновлению процесса восстановления экономической активности в России в первой половине 2021 г. В базовом сценарии ЕАБР ожидается оживление потребительского и инвестиционного спроса, чему продолжит содействовать мягкая монетарная политика. Рост цен на нефть, усиление деловой активности в странах — торговых партнерах 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 постепенное ослабление фискального стимулирования. В результате мы прогнозируем прирост ВВП на 3,2% в 2021 г. после снижения на 4% в 2020 г.

Восстановление ВВП к докризисному уровню (IV квартал 2019 г.) завершится в течение 2022 г., по итогам которого мы ожидаем рост на 2,7%. Тем не менее отрицательный разрыв выпуска сохранится на протяжении всего периода прогнозирования, хотя и будет последовательно уменьшаться.

**Инфляция ниже
целевого ориентира
в среднесрочной
перспективе**

Функционирование экономики на уровне ниже потенциала окажет дезинфляционное влияние в 2021 г. Кроме того, ожидаемая в базовом сценарии ЕАБР нормализация курсовой динамики приведет к постепенному ослаблению эффекта переноса. В результате, согласно нашему прогнозу, инфляция к концу 2021 г. замедлится до 3,5% г/г. Постепенное восстановление экономической активности будет способствовать уменьшению дезинфляционного влияния внутреннего спроса в течение 2022 г., вследствие чего темп прироста индекса потребительских цен увеличится до 3,8% г/г по его итогам.

Рисунок 11.
Экономическая
активность
и инфляция
в Российской
Федерации



Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: расчеты ЕАБР

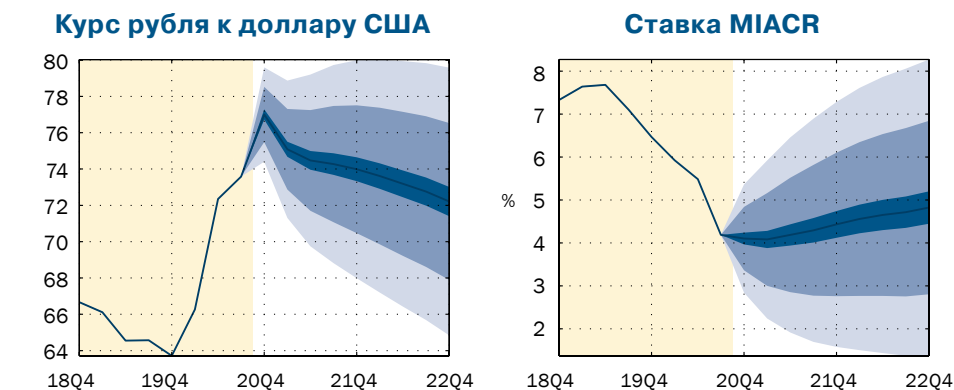
**Стимулирующая
монетарная политика
в 2020–2022 гг.**

Мы ожидаем сохранения стимулирующей монетарной политики в 2021–2022 гг., которая будет содействовать процессу экономического восстановления и недопущению значительного отклонения инфляции вниз от целевого ориентира. Вместе с тем степень требуемой денежно-кредитной поддержки экономики станет постепенно уменьшаться: базовый сценарий предполагает, что цикл повышения ключевой ставки начнется во второй половине 2021 г. и к концу 2022 г. она приблизится к 5%, то есть окажется вблизи нейтрального уровня.

**Коррекция курса
национальной
валюты в 2021 г.
к равновесному
уровню**

Ожидается, что динамика курса российского рубля к доллару США в 2021 г. будет характеризоваться постепенной коррекцией к равновесному уровню по мере замедления пандемии и увеличения спроса инвесторов на рискованные активы. Это предполагает укрепление национальной валюты по отношению к среднему уровню курса IV квартала 2020 г. Скорость коррекционного движения будут ограничивать высокие геополитические риски. В результате, по прогнозу ЕАБР, средний курс российского рубля к доллару США в 2021 г. составит около 74,5.

Рисунок 12.
Курс российского
рубля и ставка МІАСР



Источник: расчеты ЕАБР

Риски

Затяжной характер пандемии может привести к существенным потерям экономического роста России

Риски для прогноза в среднесрочной перспективе смещены в сторону ухудшения. Развитие пандемии остается в высокой степени неопределенным, и в случае ее затягивания можно ожидать больших, чем заложено в базовом сценарии, потерь экономического роста вследствие затяжного характера спада инвестиционной и инновационной активности. По расчетам ЕАБР, слабый восстановительный рост мировой экономики в 2021 г. (на 1,6 п.п. меньше, чем в базовом сценарии) приведет к снижению среднегодовой цены на нефть практически на 16% — до 41 долл. США за баррель в 2021 г. при 49 в базовом сценарии. Темп прироста ВВП России в таких условиях окажется на 0,8 п.п. ниже базового прогноза — около 2,4% в 2021 г. Курс рубля к доллару США при подобном развитии событий составит около 84 в будущем году — более чем на 12% слабее по сравнению с базовым сценарием.

Вероятность ужесточения санкций остается существенным риском для экономического роста России

Сохраняется вероятность усиления геополитической напряженности и ужесточения антироссийских санкций, что может оказать существенное негативное воздействие на бизнес-климат. По нашим расчетам, введение жестких санкций способно привести к устойчивому увеличению премии за риск для России на 1–1,5 п.п., снижению роста инвестиций на 2–3 п.п. и роста потенциального ВВП примерно на 0,4–0,6 п.п. по сравнению с базовым сценарием.

РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН

Текущая ситуация

- Замедление роста ВВП до 4,5% по итогам 2020 г.** Рост экономики Таджикистана в условиях пандемии коронавируса замедлился по итогам января — сентября 2020 г. до 4,2% г/г (после 7,5% за 2019 г.). Негативное воздействие факторов, связанных со вспышкой инфекции, сказалось прежде всего на непроизводственном секторе: оборот розничной торговли снизился на 2,7% г/г (плюс 9,6% в 2019 г.). На производственную сферу пандемия повлияла в меньшей степени: промышленность увеличила выпуск на 10,7% г/г на фоне расширения мощностей, прежде всего в металлургии и пищевой отрасли, а сельское хозяйство — на 8,1% г/г (в 2019 г. — 13,6 и 7,1% соответственно). Мы ожидаем, что рост ВВП страны в 2020 г. замедлится до 4,5%.
- Инфляция выше целевого интервала Национального банка** Инфляция по итогам сентября 2020 г. составила 6,6% г/г (8% на конец 2019 г.). Рост цен в стране вернулся в пределы целевого интервала Национального банка (6±2%) после ускорения в первой половине года, когда он некоторое время превышал 10% г/г на фоне повышения стоимости продуктов питания. Согласно нашему прогнозу, рост цен на них приведет к тому, что инфляция временно вновь превысит цели НБТ и составит 8,5% г/г на конец 2020 г.
- Ослабление национальной валюты** Национальная валюта Таджикистана снизилась относительно доллара США на 16,6% по сравнению с 31 декабря 2019 г. по состоянию на середину ноября 2020 г. Ослабление сомони было осуществлено в два этапа — в марте (когда распространение коронавируса приобрело характер пандемии) и в начале ноября (на фоне второй вспышки инфекции в мире). По нашей оценке, корректировка курса позволила приблизить его к фундаментально обоснованному уровню в условиях сокращения поступающих в страну денежных переводов и прямых иностранных инвестиций, а также высокой степени экономической неопределенности.
- Снижение ставки рефинансирования НБТ** Национальный банк снизил ставку рефинансирования с 12,25% на 31 декабря 2019 г. до 10,75% к концу октября 2020 г. Стоимость кредитования в экономике Таджикистана уменьшилась под влиянием политики НБТ: средняя процентная ставка по займам в сомони опустилась с 23,6% годовых в конце 2019 г. до 21,9% в сентябре 2020 г. При этом рост банковского кредитования замедлился в условиях ослабления

экономической активности. Он составил 9,8% г/г по итогам сентября 2020 г., снизившись с 12% на конец 2019 г.

Улучшение сальдо государственного бюджета во втором полугодии 2020 г.

Поддержка со стороны международных финансовых организаций, в том числе предоставляемая в рамках соглашений, заключенных в текущем году⁵, способствовала улучшению сальдо государственного бюджета во второй половине 2020 г. Если в январе — июне 2020 г. он был исполнен с дефицитом на уровне 0,4 млрд сомони, или 1,2% ВВП (после профицита в размере 0,2 млрд сомони, или 0,2% ВВП, годом ранее), в условиях уменьшения налоговых доходов, то по итогам января — августа сальдо стало профицитным — на уровне 0,6 млрд сомони (0,1 млрд годом ранее). Помимо поступления средств доноров, на состоянии бюджета положительно сказалось более сдержанное по сравнению с прошлым годом расходование средств. Одним из главных направлений экономии стало сокращение затрат на инвестиции в энергетический сектор, носящее плановый характер.

Объем расходов, связанных с борьбой с последствиями пандемии в 2020 г., составит, как минимум, 2,5% ВВП

Объем финансирования мер, принятых правительством в связи с пандемией коронавируса, может быть оценен на уровне, как минимум, 2,0 млрд сомони (2,5% ВВП)⁶. К ним относятся расходы на поддержку экономически уязвимых слоев населения, бесплатную медпомощь пациентам с COVID-19 и гражданам, находящимся под наблюдением в медицинских учреждениях, оплату больничных, а также дополнительная компенсация труда работников здравоохранения. Также властями профинансированы расходы на покупку зерна и семян для сельхозпредприятий с целью повышения продовольственной безопасности страны в период пандемии, предоставлены ограниченные по времени налоговые каникулы и финансовая поддержка некоторым отраслям (относящимся, прежде всего, к сфере услуг) и малому и среднему бизнесу.

Рост государственного долга

Рост вклада внешнего финансирования в формирование доходной части бюджета сопровождался увеличением государственного долга. Внешние обязательства органов власти страны повысились к концу июня 2020 г. до 3,096 млрд долл. США, или 38,4% ВВП, с 2,925 млрд долл. США (35,2% ВВП) по итогам 2019 г.

⁵ Власти оценивают потенциальный объем поддержки со стороны МФО, в том числе за пределами 2020 г., на уровне 300,8 млн долл. США (см.: «Таджикистан планирует привлечь \$68,5 млн у АБР и ВБ для поддержки национальной экономики», Авеста, 17 июля 2020 г.).

⁶ См.: IMF, Staff Report (April 29, 2020), а также <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#T>

Прогноз

Основные макроэкономические показатели Республики Таджикистан (базовый сценарий)

Показатель	2017	2018	2019	2020П	2021П	2022П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	7,1	7,3	7,5	4,5	6,1	7,4
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	6,7	5,4	7,6	8,5	5,3	5,2
Ставка рефинансирования (% годовых в среднем за год)	15,1	14,2	13,8	11,5	10,3	9,2
Курс сомони к доллару США (в среднем за год)	8,5	9,2	9,5	10,3	11,6	12,0

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР

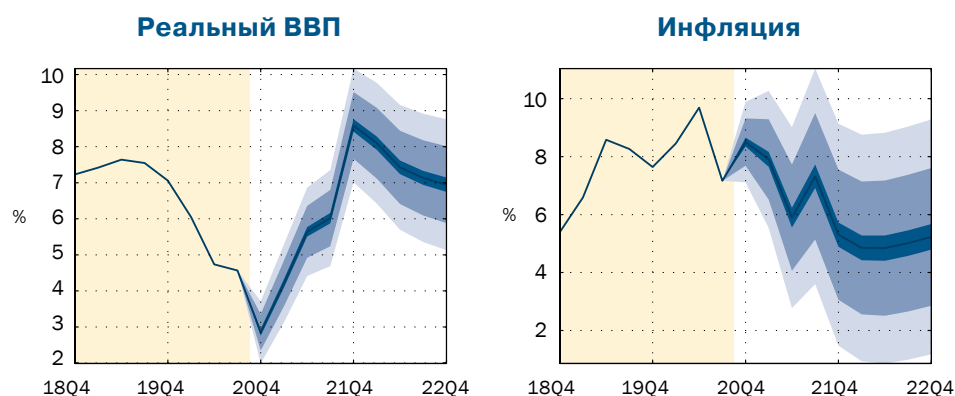
Постепенное восстановление темпов роста экономики в 2021–2022 гг.

Динамика экономики Таджикистана в 2021–2022 гг. будет определяться негативным влиянием пандемии COVID-19 и последующими за ней восстановительными процессами. В 2021 и 2022 гг. улучшение экономической ситуации в мире окажет поддержку росту ВВП страны до 6,1 и 7,4% соответственно.

Инфляция в пределах целевого интервала НБТ

Согласно нашему прогнозу, сдержанный внутренний спрос частично компенсирует влияние ослабления сомони, произошедшего в ноябре 2020 г., на инфляцию. Потребительские цены в Таджикистане вырастут на 5,3% по итогам 2021 г. В 2022 г. инфляция останется в установленных Национальным банком пределах, составив 5,2%.

Рисунок 13. Экономическая активность и инфляция в Республике Таджикистан



Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: расчеты ЕАБР

Сохранение ставки рефинансирования без изменений в первой половине 2021 г.

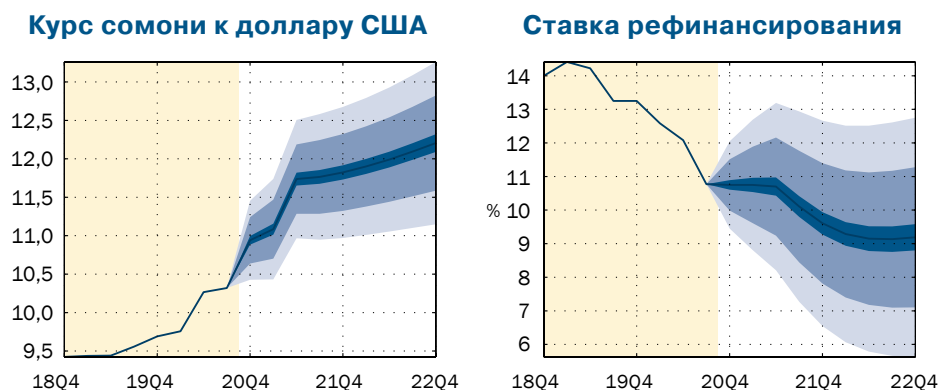
Согласно нашему прогнозу, в среднесрочной перспективе НБТ не снизит ставку рефинансирования ниже текущего уровня (10,75% годовых). В первой половине 2021 г. изменению политики в этом направлении будет препятствовать необходимость ограничить воздействие ноябрьского ослабления сомони на инфляцию. Со второго полугодия 2021 г. восстановление экономической активности и сопровождающее его

ослабление дезинфляционного давления обусловят начало цикла повышения ставки.

Плавное ослабление сомони

Процесс ослабления таджикской валюты по отношению к американской продолжится в 2021–2022 гг. Его скорость будет зависеть в том числе от разницы в уровнях инфляции между Таджикистаном и его торговыми партнерами.

Рисунок 14.
Курс таджикского сомони и ставка рефинансирования



Источник: расчеты ЕАБР

Риски

Рост продолжительности пандемии увеличит ущерб, нанесенный экономике

Риски ухудшения экономической динамики Таджикистана по сравнению с базовым прогнозом остаются высокими. Если продолжительность пандемии превысит заложенную в базовом сценарии, нанесенный вспышкой коронавируса ущерб окажется выше ожидаемого. По расчетам ЕАБР, в рамках сценария, при котором восстановление мировой экономики в 2021 г. будет медленным, а цена на нефть ниже, чем в базовом сценарии (рост мирового ВВП меньше на 1,6 п.п., а нефть дешевле на 16%), темп прироста ВВП Таджикистана окажется на 1,3 п.п. ниже базового прогноза и составит 4,8% в 2021 г.

Геополитические риски, в том числе санкционная политика стран Запада в отношении экономических партнеров Таджикистана (России), тоже могут сказаться на его экономике. Риски внутривнутриполитического характера в среднесрочной перспективе остаются ограниченными.



Макроэкономические обзоры по странам — участницам ЕАБР (RU/EN)

Публикации, в которых анализируются и обсуждаются тенденции, а также представляются прогнозы экономического развития стран — участниц ЕАБР.



Макрообзор ЕАБР (RU/EN)

«Обновленный прогноз»

Публикация, в которой оцениваются потенциальные экономические последствия пандемии COVID-19 для стран — участниц ЕАБР.



Ежемесячный информационно-аналитический обзор (RU)

Публикации, в которых анализируется текущее состояние экономик государств — участников ЕАБР, а также, базируясь на статистике опережающих индикаторов, приводятся оценки экономической активности в краткосрочной перспективе.



Тематический доклад (RU/EN)

«Оценка ненаблюдаемых экономических переменных в странах — участницах ЕАБР»

В докладе представлены результаты исследования влияния пандемии COVID-19 на ключевые макроэкономические индикаторы стран — участниц ЕАБР, в том числе потенциальный ВВП, нейтральную процентную ставку и равновесный валютный курс.



Доклад (RU)

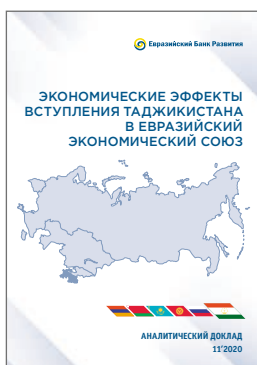
Евразийская экономическая интеграция-2020

Доклад представляет результаты анализа динамики процессов евразийской экономической интеграции по состоянию на конец 2019 г.



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

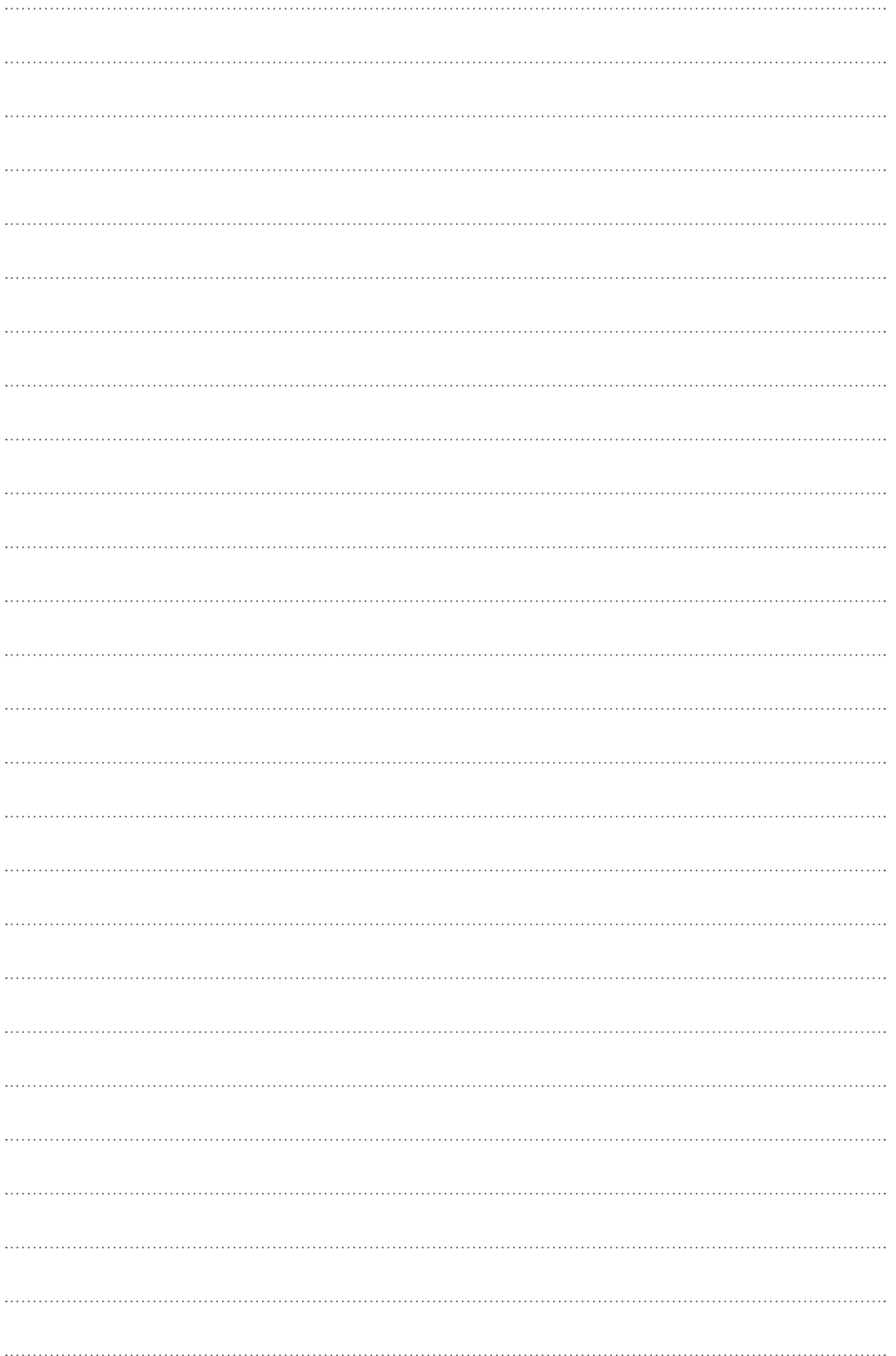
Публикации, в которых анализируются и обсуждаются тенденции интеграционного развития отдельных государств — членов ЕАБР в 2019 г.



Аналитический доклад (RU)

«Экономические эффекты вступления Таджикистана в Евразийский экономический союз»

Основные преимущества Таджикистана от возможного вступления в ЕАЭС будут раскрываться по трем направлениям: реализация преимуществ общего рынка труда ЕАЭС, раскрытие торгового и инвестиционного потенциала РТ.





Евразийский Банк Развития

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

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



Евразийский Банк Развития

www.eabr.org