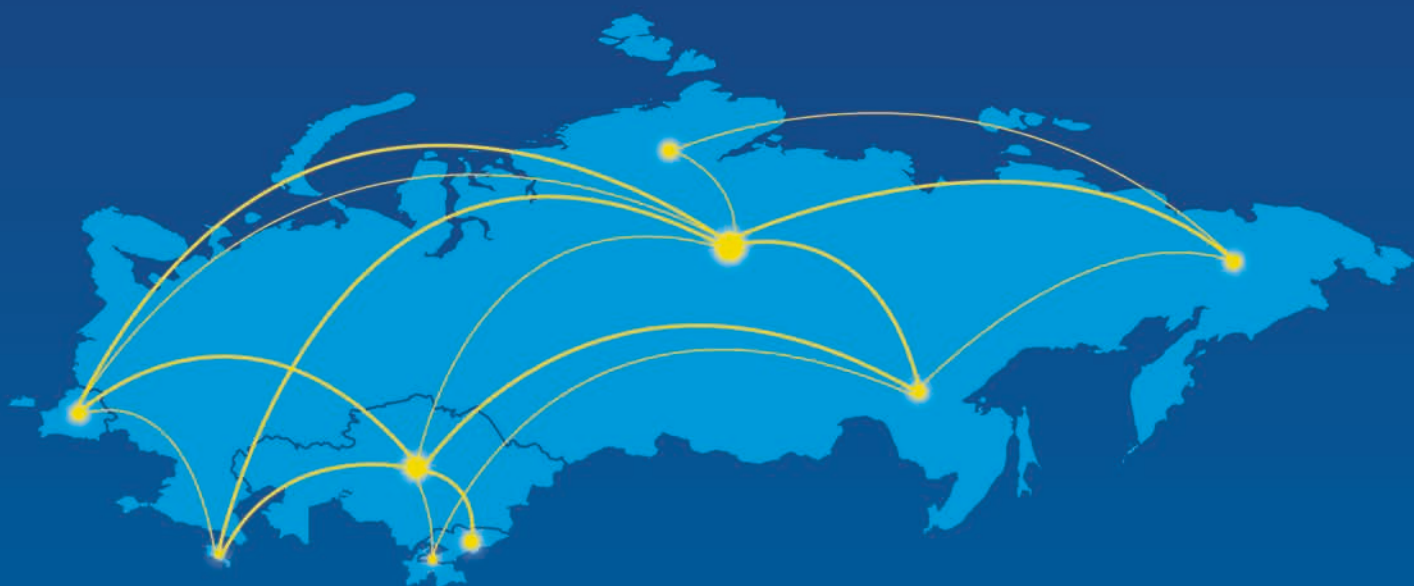


МАКРО БЗОР ЕАБР



03'2020

Российская Федерация

СОДЕРЖАНИЕ

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ	2
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	3
РЕЗЮМЕ	4
СОСТОЯНИЕ ЭКОНОМИКИ	6
Экономическая активность	6
Рынок труда	11
Инфляция	12
Внешнеэкономические операции	14
Фискальный сектор	16
Монетарные условия	18
ПРОГНОЗ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ	21
Ключевые предпосылки	21
Экономическая активность	23
Инфляция	26
Монетарные условия	27

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

ВНОК – валовое накопление основного капитала

ГУ – государственное управление

д/х – домашнее хозяйство

ЕАБР – Евразийский банк развития

ЕАЭС – Евразийский экономический союз

ЕЦБ – Европейский центральный банк

ЕЭК – Евразийская экономическая комиссия

ИПЦ – индекс потребительских цен

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

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

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

% – процент

% г/г – годовой темп прироста

п.п. – процентный пункт

РЕЗЮМЕ

Экономическое развитие Российской Федерации в 2019 г. проходило в довольно непростых внешних условиях. Рост глобальной экономики замедлился, что во многом связано с напряженностью в мировой торговле, которая привела к ослаблению инвестиционного спроса и снижению деловой уверенности. Неопределенность глобальных перспектив оказывала давление на стоимость сырьевых товаров: цены на большинство из них в прошлом году продемонстрировали тенденцию к снижению.

В начале текущего года внешние условия функционирования российской экономики еще более осложнились. Распространение коронавируса привело к нарушению производственных цепочек и ухудшению экономических настроений. Базовый сценарий прогноза ЕАБР предполагает постепенную стабилизацию в течение года эпидемической ситуации, которая тем не менее станет причиной замедления мирового экономического роста. Неожиданный результат переговоров министерского комитета ОПЕК+, на которых не удалось достигнуть консенсуса и продлить соглашение о сокращении добычи нефти, привел к падению нефтяных котировок. Мы ожидаем, что слабая ценовая конъюнктура на мировом рынке энергоресурсов в ближайшие месяцы будет преобладать. В среднесрочной перспективе ослабление негативных эффектов от эпидемии коронавируса и восстановление спроса на углеводороды окажут поддержку котировкам нефти.

В 2019 г. темп прироста российской экономики замедлился до 1,3% с 2,5% годом ранее. Ключевым фактором снижения показателя стало ухудшение чистого экспорта на фоне ослабления внешнего спроса и укрепления реального эффективного курса рубля. В первом полугодии на рост ВВП дополнительное сдерживающее влияние оказали увеличение ставки НДС и последовавшее за этим временное ускорение инфляции. Во второй половине года выпуск в российской экономике начал демонстрировать признаки восстановления, чему способствовало смягчение налогово-бюджетной и монетарной политики.

Согласно прогнозу ЕАБР, в текущем году темп прироста ВВП составит 1,3%. Показатель снижен по сравнению с предыдущей оценкой на 0,5 п.п., что связано с ожидаемым негативным эффектом на российскую экономику от распространения коронавируса и падения цен на нефть. Поддержку экономической активности окажут вступление в активную фазу реализации национальных проектов и меры по стимулированию доходов населения. В 2021 и 2022 гг. прогнозируется увеличение темпов прироста ВВП до 1,9% в год по мере стабилизации ситуации в мировой экономике и на сырьевых рынках, а также реализации внутренних структурных преобразований.

Российский рубль в 2019 г. укрепился к доллару США. Поддержал национальную валюту спрос нерезидентов на ОФЗ на фоне сравнительно высокой доходности российских активов. В начале текущего года рубль находится под давлением падения нефтяных котировок и усилившихся опасений по поводу негативных последствий эпидемии коронавируса на мировую экономику. Действие данных факторов, вероятно, сохранится в ближайшие месяцы, и курс национальной валюты к доллару США останется вблизи текущих уровней. В дальнейшем, по мере постепенного восстановления цен на углеводороды и стабилизации ситуации в мировой экономике, рубль, согласно нашему прогнозу, частично отыграет утерянные позиции.

Инфляция по итогам 2019 г. замедлилась до 3,0% г/г, оказавшись ниже цели Банка России (4%). Этому способствовали укрепление рубля, сдержанная потребительская активность и увеличение предложения продовольственных товаров. Действие обозначенных факторов будет постепенно ослабевать в течение текущего года по мере усиления спроса домашних хозяйств и ослабления национальной валюты. В результате, по расчетам ЕАБР, инфляция по итогам 2020 г. составит 3,8%, что на 0,2 п.п. ниже по сравнению с предыдущим прогнозом. Пересмотр связан главным образом с более интенсивным, чем ожидалось ранее, замедлением показателя в конце 2019 – начале 2020 г. В 2021–2022 гг. динамика инфляции прогнозируется вблизи цели Центрального банка.

В условиях смещения баланса рисков в сторону дезинфляционных Банк России во втором полугодии 2019 – начале 2020 г. продолжил снижение ключевой ставки, которая на конец февраля достигла 6,0% годовых. Базовый сценарий прогноза ЕАБР предполагает сохранение значения индикатора в текущем году на сложившемся уровне. Уже предпринятые властями меры наряду с уменьшением эффекта переноса валютного курса на инфляцию в последние годы ограничат вклад ослабления российского рубля в ускорение роста потребительских цен. Учитывая низкий текущий уровень инфляции, ее сохранение в пределах целевого ориентира, по нашим оценкам, возможно без ужесточения монетарной политики. В среднесрочной перспективе сохраняется потенциал снижения ключевой ставки.

Профицит федерального бюджета по итогам 2019 г. сократился до 1,8% ВВП с 2,6% годом ранее, что объясняется в первую очередь существенным уменьшением объема нефтегазовых доходов из-за более низких цен на энергоресурсы по сравнению с предыдущим годом. По нашим оценкам, налогово-бюджетная политика во второй половине года приобрела стимулирующий характер в условиях роста расходов на реализацию национальных проектов, и мы ожидаем его сохранения в среднесрочной перспективе.

СОСТОЯНИЕ ЭКОНОМИКИ

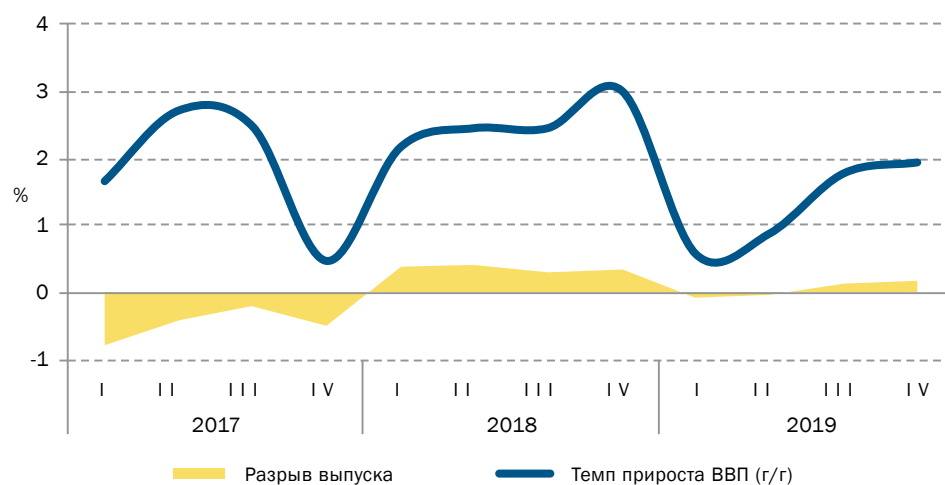
Экономическая активность

Замедление экономического роста в 2019 г.

ВВП страны по итогам 2019 г. увеличился на 1,3% после 2,5% в предыдущем году. По нашим оценкам, ключевым фактором снижения показателя стало уменьшение физических объемов экспорта на фоне замедления глобальной экономики и укрепления реального эффективного курса рубля. Снижился рост потребительского спроса домашних хозяйств, что может объясняться временным ускорением инфляции в первой половине года, а также уменьшением интенсивности розничного кредитования. Поддержку экономике оказали увеличение запасов материальных оборотных средств, а также расширение государственного потребления и валового накопления основного капитала, драйвером которого мог послужить переход к активной реализации национальных проектов во второй половине года.

Динамика ВВП страны в 2019 г. была неравномерной. В первом полугодии на экономический рост дополнительное сдерживающее влияние оказывали увеличение ставки НДС и последовавшее за этим временное ускорение инфляции. Во второй половине года выпуск в российской экономике начал демонстрировать признаки восстановления, чему способствовало смягчение налогово-бюджетной и монетарной политики.

Рисунок 1.
Экономическая
активность



Источник: Росстат, расчеты авторов, ЕЭК

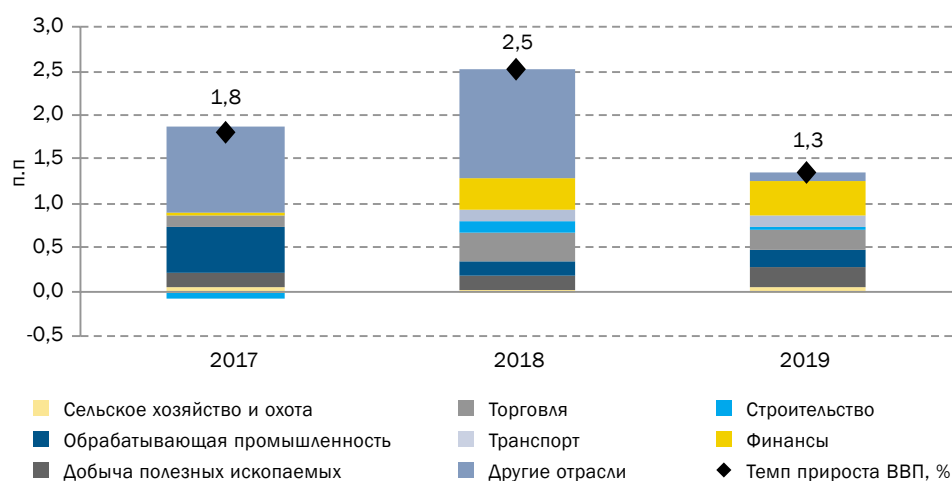
**Ослабление
внешнего спроса
ограничивало
увеличение выпуска**

В отраслевом разрезе, по нашим расчетам, в 2019 г. заметно снизился вклад в прирост ВВП небазовых видов деятельности, в первую очередь административной и по оказанию сопутствующих дополнительных услуг, а также операций с недвижимым имуществом. На состояние указанных секторов могла повлиять возросшая неопределенность перспектив глобальной экономики, которая негативно отразилась на настроении бизнеса. Замедление роста внешнего спроса также послужило одним из факторов уменьшения в 2019 г. вклада оптовой торговли в прирост ВВП (по нашей оценке, на 0,15 п.п.¹). Сдерживали динамику выпуска в отчетный период строительство и сектор обеспечения электроэнергией.

Поддержку экономическому росту в 2019 г. обеспечили добыча полезных ископаемых, обрабатывающая промышленность и финансовая деятельность. Кроме того, увеличился вклад в прирост ВВП сельского хозяйства и охоты, что объясняется в первую очередь увеличением урожая в минувшем году.

**Рисунок 2.
Декомпозиция темпа
прироста ВВП**

(период
к соответствующему
периоду предыдущего
года)



Источник: Росстат, расчеты авторов

**Замедление роста
потребительского
спроса**

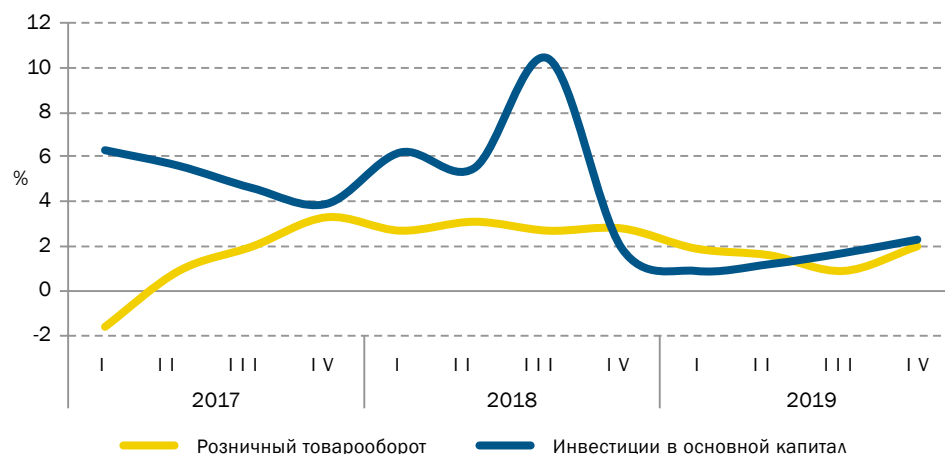
Расходы на конечное потребление домашних хозяйств по итогам 2019 г. увеличились на 2,3% после 3,3% годом ранее. В результате вклад показателя в прирост ВВП, по нашим расчетам, снизился на 0,5 п.п. по сравнению с предыдущим годом. Существенно замедлилась динамика розничного товарооборота (до 1,6% в 2019 г. с 2,8% в 2018 г.), в том числе непродовольственными товарами. Объем платных услуг населению сократился на 0,9% после роста на 1,4% в предшествующем году. Динамику потребительской активности в 2019 г. сдерживали снижение интенсивности кредитования населения после вступления в силу новых

¹ Торговля оптовая, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами.

макропруденциальных мер Банка России², временное ускорение инфляции в первой половине года, а также рост долговой нагрузки домашних хозяйств. В то же время, по информации Росстата, на показатель позитивно повлияло увеличение объема финансовых услуг, оказанных кредитными учреждениями (расчетное и кассовое обслуживание, денежные переводы, расширение спектра электронных сервисов и др.).

В IV квартале 2019 г. наблюдалось восстановление спроса населения на фоне увеличения доходов и улучшения потребительских настроений³. Реализация правительственных мер, направленных на рост благосостояния домашних хозяйств, может способствовать закреплению положительной динамики потребительского спроса в текущем году.

Рисунок 3.
Розничный
товарооборот
и инвестиции
(темпы прироста период
к соответствующему
периоду предыдущего
года)



Источник: Росстат, МЭР РФ

Усиление инвестиционной активности

Обновленные данные по использованию ВВП в 2018–2019 гг. указывают на увеличение инвестиционного спроса в отчетный период (врезка 1). Валовое накопление выросло в 2019 г. на 2,4% (снижение на 1,1% годом ранее), в том числе основного капитала (ВНОК) – на 1,4% (0,1% в 2018 г.). Усиление инвестиционной активности отмечено во второй половине года и может объясняться повышением бюджетных расходов на реализацию национальных проектов и смягчением денежно-кредитной политики.

² С 1 октября 2019 г. применяется расчет новой характеристики риска для кредитов физическим лицам – показателя долговой нагрузки. Его введение направлено на повышение эффективности оценки риска заемщиков банками и ограничение кредитования субъектов с высокой долговой нагрузкой. До этого с начала 2018 г. Банк России четыре раза (без учета мер, вступивших в силу с 1 октября 2019 г.) повышал надбавки к коэффициентам риска в зависимости от уровня полной стоимости кредита. Подробнее см.: Доклад Банка России «Ускоренный рост потребительских кредитов в структуре банковского кредитования: причины, риски и меры Банка России» (июнь 2019 г.).

³ Подробнее см.: Информационно-аналитические комментарии Банка России «Инфляционные ожидания и потребительские настроения».

Существенный вклад в динамику валового накопления в 2019 г. внесло увеличение запасов. На это указывает опережающий рост показателя по сравнению с ВНОК. По информации Росстата, запасы увеличились в связи с существенным приростом незавершенного производства. Кроме того, на состояние показателя могло повлиять увеличение урожая в 2019 г. Данный индикатор подвержен высокой волатильности и корректировкам, что не позволяет в полной мере судить о факторах его изменения.

Врезка 1. Актуализация статистических данных по ВВП России за 2018 г.

Росстат в начале февраля 2020 г. опубликовал первую оценку ВВП за 2019 г., а также актуализированные годовые данные за 2014–2018 гг. Темп прироста ВВП страны по итогам 2018 г. был пересмотрен в сторону увеличения – до 2,5% с 2,3%. Изменение показателя объясняется главным образом существенной корректировкой в сторону повышения расходов на конечное потребление (как домашних хозяйств, так и органов государственного управления), что привело к увеличению их вклада в годовой прирост ВВП, по нашим расчетам, до 2 п.п. (с 1,3 п.п. по данным до обновления). В свою очередь, динамика валового накопления основного капитала пересмотрена в сторону значительного снижения (с 2,9 до 0,1%). Таким образом, актуализированные данные указывают на сдержанную инвестиционную активность в 2018 г., а ранее отнесенный на ее счет вклад в ВВП пришелся на потребление.

Сравнение динамики компонентов ВВП по методу использования доходов за 2018 г.

А. Темп прироста к 2017 г.



Б. Вклад в годовой прирост ВВП



Источник: Росстат, расчеты авторов

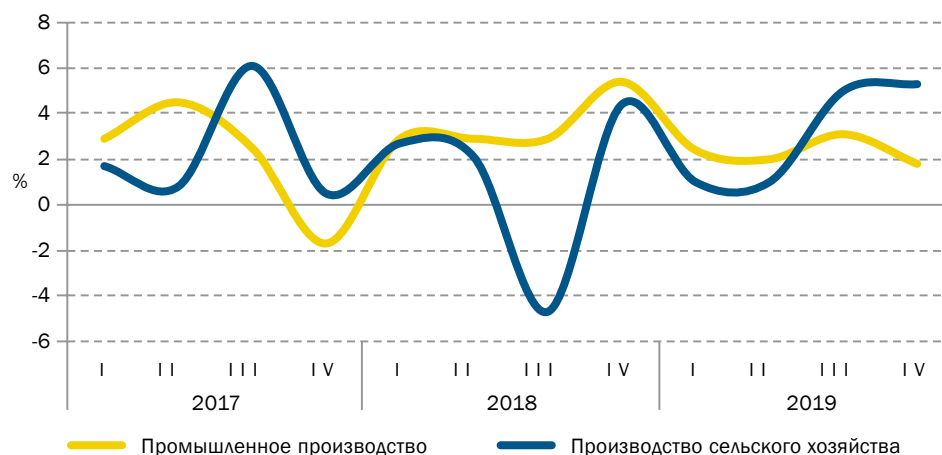
Промышленное производство продолжало поддерживать рост экономики

Согласно обновленным данным Росстата, выпуск промышленной продукции увеличился по итогам 2019 г. на 2,3% (3,5% годом ранее). Замедление показателя связано с ослаблением внутреннего и внешнего спроса. Кроме этого, действие соглашения ОПЕК+ об ограничении добычи нефти повлекло снижение темпов роста объемов добычи полезных ископаемых (до 2,5% в 2019 г. с 3,8% годом ранее).

Обрабатывающая промышленность по итогам 2019 г. увеличила производство на 2,6% (3,6% годом ранее). Замедление мировой экономики ограничивало экспортный потенциал торгуемых отраслей. Кроме того, динамику индустриального сектора могло сдерживать ухудшение экономических настроений предприятий⁴ на фоне неопределенности перспектив глобальной торговли. В целом, по нашим расчетам, вклад промышленного производства в прирост ВВП в 2019 г. составил 0,43 п.п.

Выпуск сельскохозяйственной продукции вырос за год на 4,0%. Ускорение динамики производства наблюдалось во втором полугодии и вызвано повышением урожая в сравнении с предыдущим годом. Так, в 2019 г. отмечено увеличение валового сбора и урожайности большинства основных сельскохозяйственных культур, в том числе зерна (пшеница, ячмень, кукуруза, просо, рис), сахарной свеклы, льна, овощей, подсолнечника. Производство основных видов продукции животноводства в 2019 г. также продемонстрировало положительную динамику.

Рисунок 4.
Производственная активность
(темпы прироста период к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Росстат, МЭР РФ

Ухудшение чистого экспорта товаров и услуг

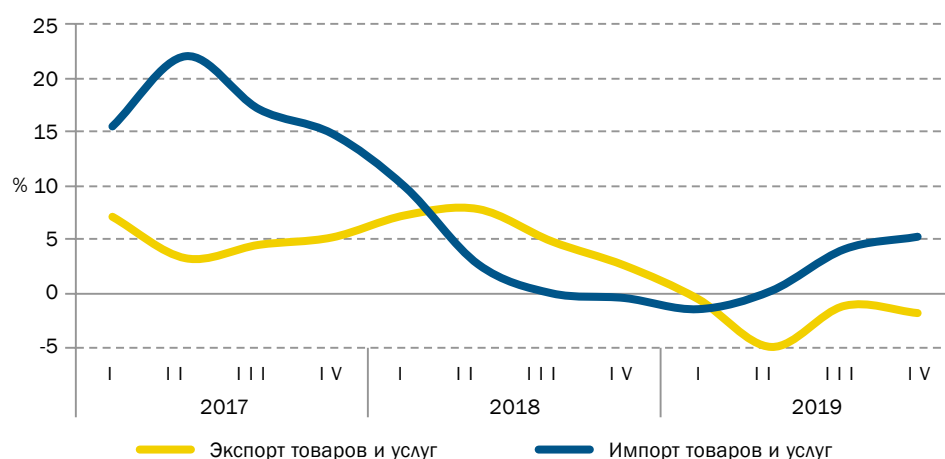
Динамика внешнеторговых операций оказалась ключевым фактором замедления роста экономики в 2019 г. Физические объемы экспорта товаров и услуг сократились на 2,1% по сравнению с предыдущим годом

⁴ См.: IHS Markit. Russia. Manufacturing PMI.

(в 2018 г. – увеличение на 5,5%), импорта – выросли на 2,2% (в 2018 г. – на 2,6%). В результате, по нашим оценкам, отрицательный вклад чистого экспорта в прирост ВВП по итогам года составил 1,1 п.п. (в 2018 г. – положительный в размере 0,9 п.п.). Ухудшение показателя во многом связано с ослаблением внешнего спроса на фоне замедления роста глобальной экономики. Укрепление реального эффективного курса российского рубля в 2019 г. послужило дополнительным сдерживающим фактором.

Рисунок 5. Физические объемы внешних операций

(темпы прироста период
к соответствующему
периоду предыдущего
года)



Источник: Росстат, расчеты авторов

Рынок труда

Увеличение располагаемых доходов домашних хозяйств

Реальные располагаемые денежные доходы населения по итогам 2019 г. выросли на 0,8% (в 2018 г. – на 0,1%). Динамика показателя ускорилась во второй половине года, чему способствовало в том числе увеличение темпов роста реальной заработной платы. В результате доля оплаты труда в структуре денежных доходов увеличилась до 58,1% в 2019 г. с 57,4% в 2018 г. Сдерживающее влияние на динамику показателя, по оценке МЭР РФ⁵, оказало увеличение процентных платежей по кредитам. Восстановление роста располагаемых денежных доходов во второй половине года способствовало увеличению потребительской активности.

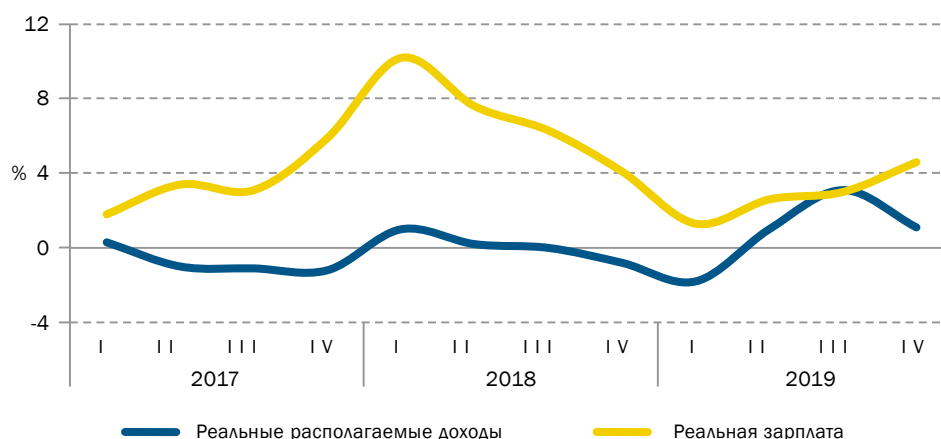
Сокращение безработицы

Уровень безработицы на конец 2019 г. составил 4,6%, снизившись с 4,8% по итогам 2018 г. Сокращение безработицы сопровождалось уменьшением численности рабочей силы на фоне неблагоприятных демографических трендов, связанных со старением населения и ухудшением его возрастной структуры.

⁵ См.: МЭР РФ: Картина деловой активности. Январь 2020 года.

Рисунок 6. Показатели рынка труда

(темпы прироста период
к соответствующему
периоду предыдущего
года)



Источник: Росстат, МЭР РФ

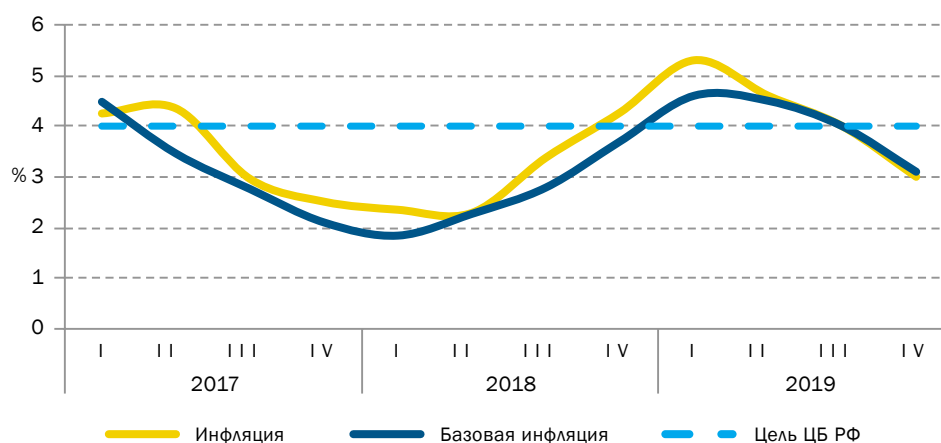
Инфляция

Замедление инфляционных процессов

Темп прироста ИПЦ в декабре 2019 г. составил 3,0% г/г, снизившись с 4,3% г/г в декабре 2018 г. Базовая инфляция уменьшилась до 3,1% г/г с 3,7% г/г годом ранее. Факторами замедления инфляционных процессов стали укрепление национальной валюты и сдержанная динамика потребительского спроса. Существенное влияние на снижение роста ИПЦ оказало увеличение предложения продовольственной продукции вследствие высокого урожая 2019 г. Воздействие повышения ставки НДС на динамику инфляции оказалось временным и ограниченным, в том числе благодаря реализованным во второй половине 2018 г. мерам монетарной политики.

Рисунок 7. Динамика инфляции

(последний
месяц квартала
к последнему месяцу
соответствующего
квартала предыдущего
года)



Источник: Росстат, ЦБ РФ, расчеты авторов

Замедление продовольственной инфляции

Цены на продовольственные товары выросли в декабре 2019 г. на 2,6% г/г после 4,7% г/г в декабре 2018 г. Существенное замедление их динамики наблюдалось во второй половине года и во многом объяснялось

поступлением на рынок сельскохозяйственной продукции нового урожая. Дополнительными факторами, ограничившими рост цен на товары данной группы, послужили укрепление российского рубля к основным мировым валютам и сдержанная динамика оборота розничной торговли продовольствием.

Сдержанный спрос и укрепление рубля способствовали снижению темпов роста цен на непродовольственные товары

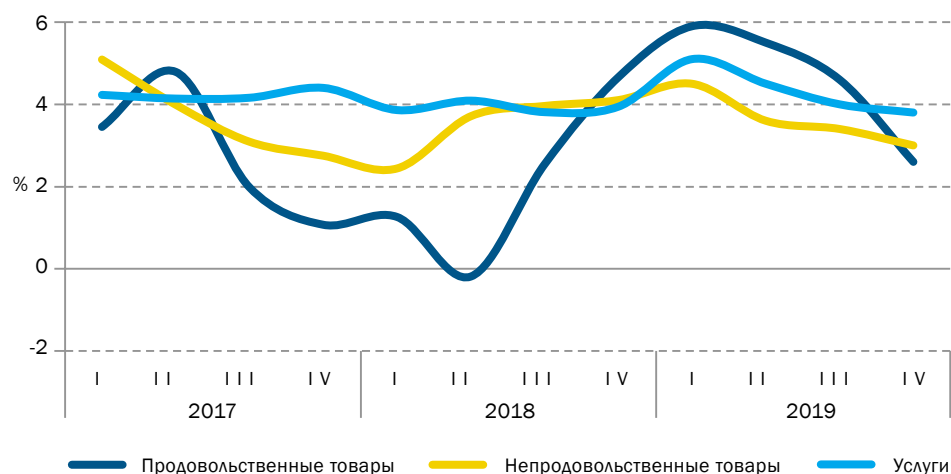
Стоимость непродовольственных товаров выросла в декабре 2019 г. на 3,0% г/г (в декабре 2018 г. – на 4,1% г/г). Интенсивность инфляции в данном сегменте потребительской корзины заметно снизилась во II–IV кварталах после ускорения в начале года. Такая динамика цен на непродовольственные товары может объясняться сдержанным потребительским спросом и укреплением российского рубля. Кроме того, в конце 2019 г. дополнительное дезинфляционное влияние оказал эффект высокой базы предыдущего года, связанный с корректировкой цен на фоне ожидаемого повышения ставки НДС.

Темп прироста цен на услуги составил по итогам декабря 2019 г. 3,8% г/г, практически не изменившись по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года (3,9% г/г в декабре 2018 г.). Увеличение стоимости коммунальных услуг, а также пассажирского транспорта и связи было компенсировано замедлением роста цен на санаторно-оздоровительные услуги, образование и зарубежный туризм.

Снижение инфляционных ожиданий населения

Инфляционные ожидания домашних хозяйств, по данным Банка России, снизились по итогам 2019 г. после повышения во второй половине 2018 – начале 2019 г. Предполагаемый населением уровень инфляции на предстоящие 12 месяцев составил в январе 2020 г. 8,3%, что на 2,1 п.п. ниже по сравнению с локальным пиком в январе 2019 г.

Рисунок 8.
Динамика компонентов инфляции
(последний месяц квартала к последнему месяцу соответствующего квартала предыдущего года)



Источник: Росстат, ЦБ РФ, расчеты авторов

Внеэкономические операции

Снижение профицита текущего счета платежного баланса

Положительное сальдо счета текущих операций по итогам 2019 г. составило 70,6 млрд долл. США (4,2% ВВП), сократившись по сравнению с предыдущим годом на 42,9 млрд долл. США (или на 2,6% ВВП). Динамика показателя определялась уменьшением профицита торгового баланса, а также расширением дефицита баланса услуг и инвестиционных доходов. По операциям финансового счета (без учета МРА) Российская Федерация в 2019 г. оказалась чистым заемщиком (в 2018 г. – чистый кредитор), чему способствовали сокращение оттока капитала частного сектора и рост притока средств нерезидентов в ОФЗ и еврооблигации.

Рисунок 9.
Платежный баланс
(скользящая сумма за
четыре квартала)

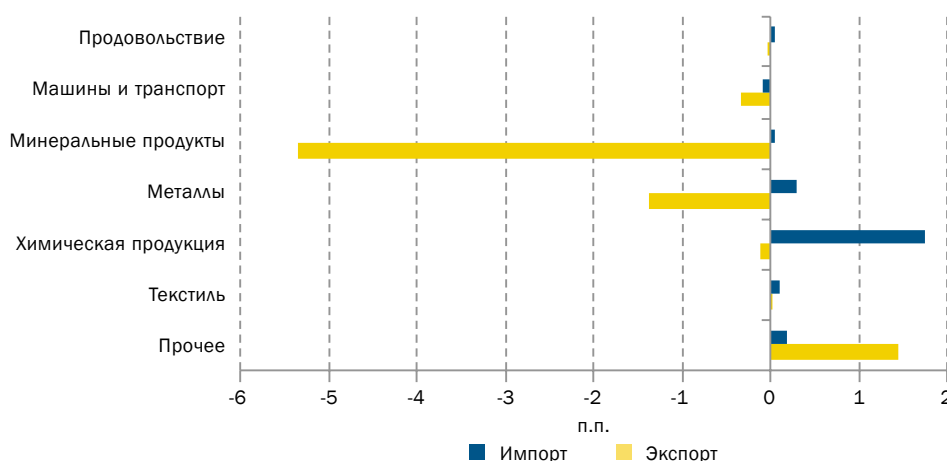


Источник: Росстат, ЦБ РФ, расчеты авторов

Сокращение экспорта товаров

Профицит торгового баланса по итогам 2019 г. составил 163,1 млрд долл. США, уменьшившись по сравнению с предыдущим годом на 31,3 млрд долл. США. Ключевым фактором снижения сальдо внешней торговли послужило сокращение экспорта российских товаров (на 25,2 млрд долл. США, или на 5,7%). Основной вклад в изменение показателя внесло уменьшение стоимостных объемов поставок за рубеж сырьевых товаров (минеральные продукты, металлы и изделия из них), что во многом объясняется ухудшением ценовой конъюнктуры на мировом рынке. Сократился в 2019 г. и экспорт по большинству других ключевых товарных групп, в первую очередь машин и оборудования, а также химических продуктов. Их динамика складывалась под воздействием замедления роста внешнего спроса и укрепления реального эффективного курса российского рубля.

Рисунок 10.
Вклад товарных групп в изменение экспорта и импорта товаров
(2019 г. к 2018 г.)

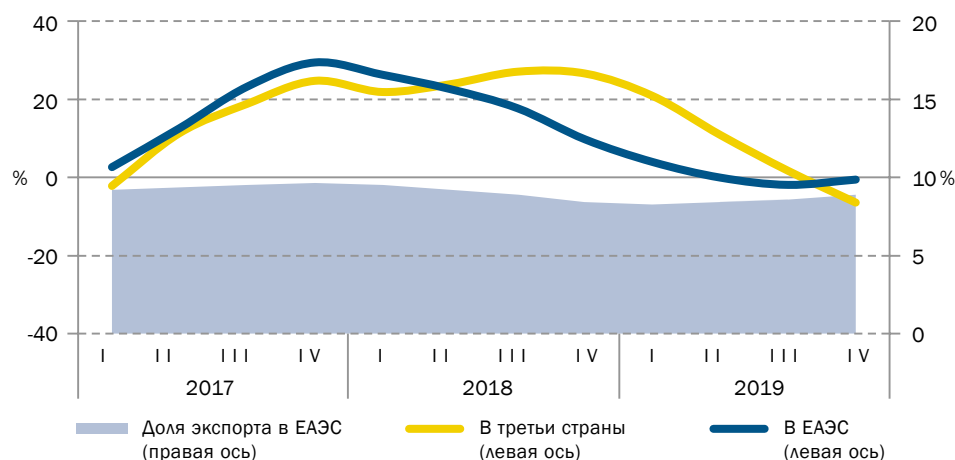


Источник: ФТС РФ, расчеты авторов

Рост значимости взаимной торговли со странами ЕАЭС

В 2019 г. отмечено сокращение экспорта российских товаров как в государства ЕАЭС, так и в третьи страны. При этом на фоне опережающего падения поставок за пределы Союза значимость взаимной торговли со странами ЕАЭС для России несколько увеличилась после заметного снижения в конце предыдущего года. В результате доля экспорта российских товаров в страны ЕАЭС выросла по итогам 2019 г. до 8,9% с 8,5% в 2018 г.

Рисунок 11.
Экспорт товаров Российской Федерацией
(темпы прироста суммы четырех кварталов к сумме предшествующих четырех кварталов)



Источник: ФТС РФ, расчеты авторов

Увеличение товарного импорта во второй половине 2019 г.

Стоимостной объем импорта товаров в 2019 г. увеличился на 6,1 млрд долл. США (или на 2,5%). Рост показателя обеспечен преимущественно наращиванием ввоза химической продукции, имеющим, вероятно, временный характер в связи со всплеском импорта фармацевтических товаров из-за ожиданий введения обязательной маркировки лекарств с 2020 г. Динамика других ключевых товарных групп (машины и оборудование, продовольствие, металлы и изделия из них) во многом определялась состоянием внутреннего спроса: снижение в первой половине

года сменилось восстановлением во втором полугодии на фоне роста потребительской и инвестиционной активности.

Сокращение оттока капитала

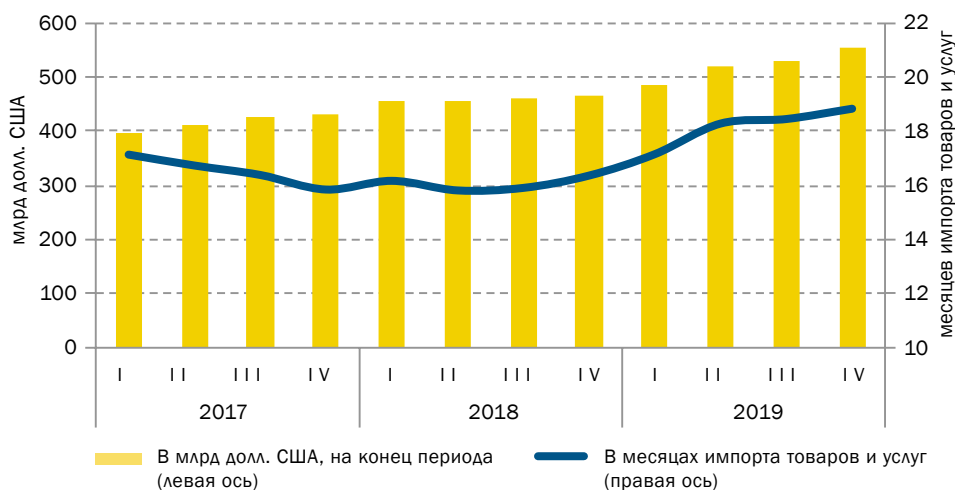
Отток капитала частного сектора, по оценке Банка России, составил в 2019 г. 26,7 млрд долл. США, снизившись по сравнению с предыдущим годом на 36,3 млрд долл. США. Изменение показателя объясняется преимущественно наращиванием обязательств небанковских структур на фоне увеличения притока в страну прямых иностранных инвестиций. Также на сокращение оттока капитала повлияло уменьшение иностранных активов банков.

В отчетный период также наблюдался рост спроса нерезидентов на ОФЗ на фоне сравнительно высокой доходности российских активов и обеспечения макроэкономической стабильности.

Увеличение золотовалютных резервов

Международные резервные активы Российской Федерации на 1 января 2019 г. составили 554,4 млрд долл. США, увеличившись с начала года на 85,9 млрд долл. США. Росту золотовалютных запасов способствовало сохранение профицита платежного баланса страны, а основным источником пополнения стала покупка Банком России иностранной валюты в рамках бюджетного правила. Объем международных резервов превышает традиционные критерии достаточности.

Рисунок 12.
Международные резервные активы Российской Федерации



Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов

Фискальный сектор

Сокращение профицита бюджета

Профицит федерального бюджета по итогам 2019 г. составил 2 трлн рублей (1,8% ВВП), снизившись с 2,7 трлн рублей (2,6% ВВП) годом

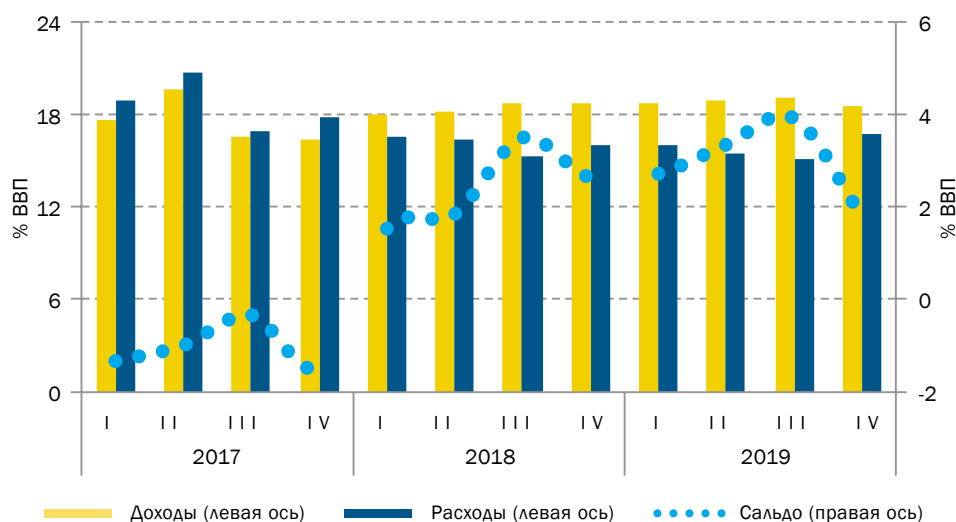
ранее. Сокращение показателя объясняется в первую очередь существенным уменьшением объема нефтегазовых доходов (на 1,4% ВВП) на фоне более низких цен на энергоресурсы по сравнению с предыдущим годом. Ненефтегазовые поступления выросли на 1,2% ВВП, что связано преимущественно с ростом объема НДС после повышения налоговой ставки в начале 2019 г. Увеличение расходов в минувшем году составило 0,6% ВВП и практически наполовину обусловлено расширением трат на национальную экономику.

Динамика исполнения бюджета в 2019 г. в значительной мере определяла экономическую активность в стране. В первом полугодии повышение фискальной нагрузки ограничило расширение инвестиционного и потребительского спроса. Во второй половине года характер налогово-бюджетной политики стал стимулирующим на фоне роста расходов на выполнение национальных проектов.

Низкий уровень государственного долга

Государственный долг Российской Федерации на 1 января 2020 г., по нашим оценкам, увеличился до 12,4% ВВП с 12,1% на начало 2019 г. Повышение связано с ростом внутренних долговых обязательств страны, чему способствовало в том числе активное привлечение средств в ОФЗ. В целом уровень долговой нагрузки остается небольшим.

Рисунок 13.
Федеральный бюджет
(нарастающим итогом с начала года)



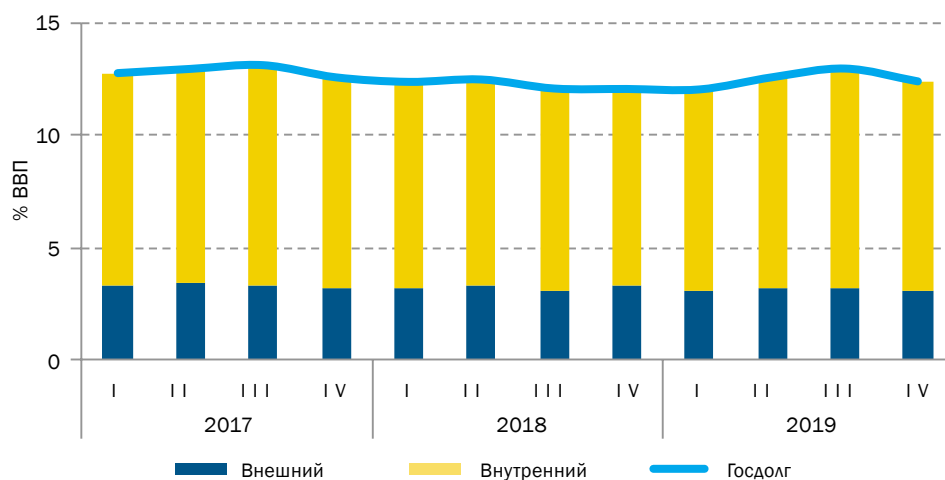
Источник: МФ РФ, расчеты авторов

Повышение суверенного кредитного рейтинга России

В 2019 г. два ведущих международных агентства, Fitch и Moody's, повысили суверенные кредитные рейтинги Российской Федерации до инвестиционных уровней «BBB» и «Вaa3» соответственно со «стабильными» прогнозами. Улучшению показателей способствовала реализация сбалансированной монетарной и фискальной политики, позволившая обеспечить макроэкономическую стабильность и существенно снизить

зависимость экономики от конъюнктуры сырьевых рынков. Повышение рейтингов могло послужить дополнительным фактором поддержки спроса инвесторов на долговые инструменты российского рынка.

Рисунок 14.
Государственный долг
(на конец периода)



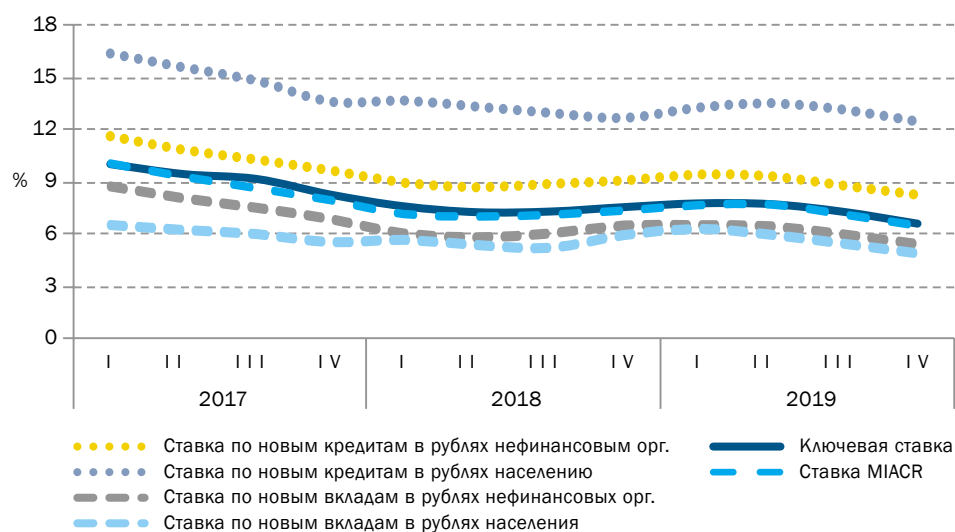
Источник: МФ РФ, расчеты авторов

Монетарные условия

Снижение ключевой ставки Банка России

Банк России во втором полугодии 2019 г. продолжил снижение ключевой ставки, которая на конец года составила 6,25% годовых. Таким образом, значение показателя за год уменьшилось на 1,5 п.п. Ключевыми факторами, обусловившими такие решения, стали формирование тенденции к замедлению инфляции и смещение баланса рисков в сторону дезинфляционных. По нашим оценкам, уровень ключевой ставки в конце 2019 г. находился вблизи нейтрального.

Рисунок 15.
Динамика процентных ставок
(в среднем за период)



Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов

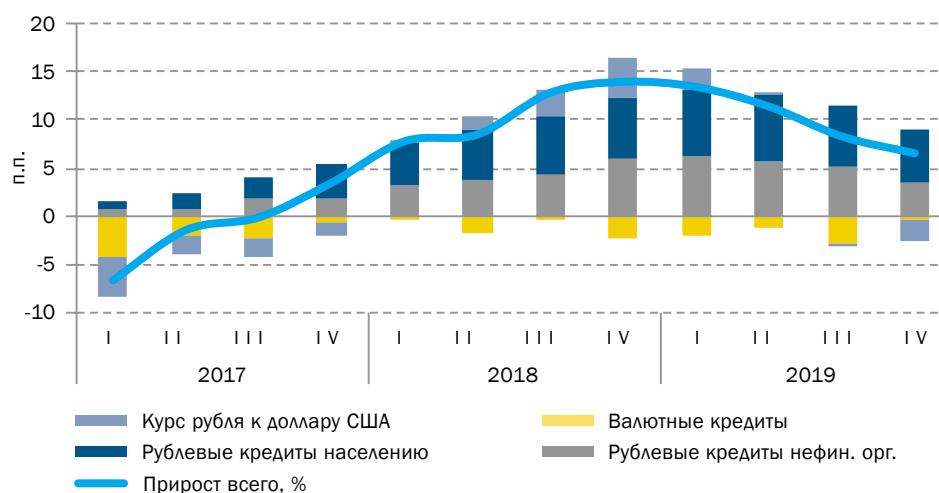
Тенденция понижения ставок на финансовом рынке

Краткосрочные ставки межбанковского рынка в 2019 г. складывались вблизи ключевой, с небольшим отрицательным спредом из-за структурного избытка ликвидности в банковском секторе. Снизилась в отчетный период и доходности рублевых ОФЗ, которые тем не менее по-прежнему оставались привлекательными для инвесторов в условиях глобальной тенденции уменьшения ставок. Смягчились во второй половине года и условия банковского кредитования, что способствовало восстановлению экономической активности.

Рост кредитной активности замедлился

В 2019 г. отмечена тенденция замедления динамики банковского кредитования. Темп прироста кредитов нефинансовым организациям и населению по итогам года составил 6,5% (в 2018 г. – 13,9%). Фактором сокращения спроса нефинансового сектора на кредиты могло послужить увеличение эмиссии корпоративных облигаций (по информации Банка России, на 12,8% за 2019 г.) на фоне опережающего снижения доходности по ним в сравнении с кредитными ставками. На замедление интенсивности розничного кредитования оказали воздействие пруденциальные меры Банка России, а также повышение долговой нагрузки домашних хозяйств. Значимым фактором снижения роста кредитного банковского портфеля стала переоценка валютных активов на фоне укрепления российского рубля к доллару США.

Рисунок 16.
Вклад факторов
в прирост
кредитного
портфеля банков
(конец квартала к концу
соответствующего
квартала предыдущего
года)



Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов

Сохранение тенденции девалютизации

Сохранилась тенденция уменьшения доли валютных кредитов в структуре банковских заимствований нефинансовых организаций, которая на 1 января 2020 г. составила 24,8% (28,8% годом ранее). Снижение валютизации банковских контрактов может позитивно отразиться на функционировании трансмиссионного механизма монетарной политики, а также способствовать постепенному сокращению подверженности нефинансовых организаций валютным рискам.

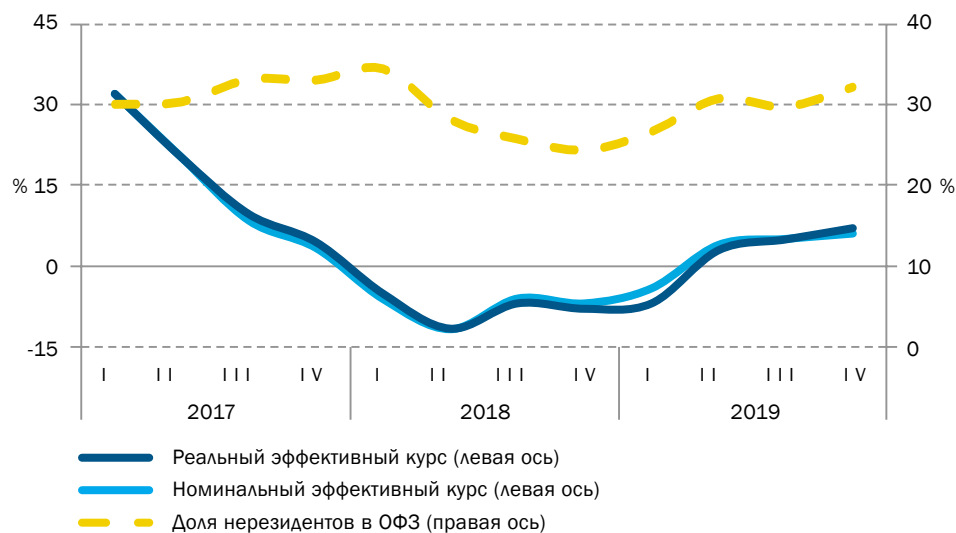
Укрепление российского рубля

Российский рубль в 2019 г. укрепился к основным мировым валютам. Поддержку национальной денежной единицы оказало восстановление притока средств нерезидентов в ОФЗ на фоне сравнительно высокой доходности российских активов и макроэкономической устойчивости. Повышению спроса инвесторов на рубль также могли способствовать ожидания снижения ключевой ставки, что увеличивало привлекательность текущих вложений в российские ценные бумаги в сравнении с будущим периодом.

Переоцененность реального эффективного курса рубля

Реальный эффективный курс российского рубля в 2019 г. укрепился вслед за номинальным. В результате, по нашим оценкам, стоимость национальной валюты в IV квартале 2019 г. вышла в зону переоцененности, что оказало значимое влияние на замедление инфляционных процессов.

Рисунок 17.
Динамика курса
российского рубля
(темпы прироста период
к соответствующему
периоду предыдущего
года, + = укрепление
рубля)



Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов

ПРОГНОЗ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

Ключевые предпосылки

Экономическая активность в крупнейших мировых экономиках замедлилась в 2019 г. Темп прироста агрегированного ВВП стран еврозоны сократился до 1,2% с 1,9% в 2018 г., американская экономика выросла на 2,3% после 2,9%, а китайская – на 6,1% после 6,6%. Торможение глобальной торговли и ухудшение экономических настроений на фоне усиления торгового протекционизма сдерживали производственную и инвестиционную активность и были лишь частично компенсированы стимулирующей внутренней политикой.

Неопределенность внешнеэкономических условий в начале текущего года оставалась высокой. С одной стороны, заключение первой фазы соглашения между США и Китаем снизило риск рецессии в мире. С другой, распространение коронавируса может нивелировать позитивный эффект от наметившегося прогресса в урегулировании торгового конфликта⁶. Базовый сценарий прогноза ЕАБР предполагает постепенную стабилизацию в течение года эпидемической ситуации, которая тем не менее станет причиной снижения экономической активности в мире.

Внешний спрос на российский экспорт в среднесрочной перспективе прогнозируется сдержанным

Экономический рост в Китае, по нашим оценкам, в 2020 г. замедлится до 5,0%. Ключевым фактором станет негативное влияние последствий эпидемии коронавируса на потребительскую и производственную активность. Предполагается, что шок будет иметь временный характер и в течение года экономика страны начнет восстанавливаться при поддержке монетарных и фискальных стимулов. Следует отметить, что оценка влияния текущей ситуации на деловую активность подвержена существенной неопределенности.

В еврозоне в 2020 г. прогнозируется замедление экономического роста. Данные конца 2019 – начала 2020 г. указывают на сохранение слабости

⁶ Подробнее см.: Ежемесячный информационно-аналитический обзор ЕАБР. Январь 2020 и февраль 2020.

промышленного сектора Германии, а дополнительное негативное воздействие в текущем году окажут последствия распространения коронавируса. Поддержку экономике еврозоны продолжит оказывать мягкая монетарная политика, которая в совокупности с прогнозируемым на среднесрочный период восстановлением глобальной торговли будет способствовать увеличению темпов роста ВВП интеграционного образования в 2021–2022 гг.

Ослабление фискального импульса в среднесрочной перспективе приведет к замедлению экономического роста США и его стабилизации вблизи потенциального уровня. Дополнительное сдерживающее влияние в 2020 г. могут оказать ухудшение ситуации в мировой экономике и проблемы корпорации «Боинг»⁷. Монетарная политика, по нашим оценкам, сохранит стимулирующий характер на протяжении всего прогнозного периода.

Снижение цен на нефть в 2020 г.

Неопределенность глобальных перспектив в 2019 г. оказывала давление на стоимость сырьевых товаров: цены на большинство из них продемонстрировали тенденцию к снижению. В начале текущего года падение стоимости энергоресурсов ускорилось из-за прогнозируемого международными организациями негативного эффекта от распространения коронавируса на потребление энергетического сырья и неожиданного результата переговоров министерского комитета ОПЕК+, на которых не удалось достигнуть консенсуса и продлить соглашение о сокращении добычи нефти. Мы ожидаем, что слабая ценовая конъюнктура на мировом рынке энергоресурсов в ближайшие месяцы будет преобладать. В среднесрочной перспективе ослабление негативных эффектов от эпидемии коронавируса и восстановление спроса на углеводороды окажут поддержку котировкам нефти.

Слабый внешний инфляционный фон

Темп прироста индекса потребительских цен в еврозоне и США прогнозируется ниже целевых ориентиров ЕЦБ и ФРС на всем временном горизонте на фоне сдержанной экономической активности, снижения цен на энергоресурсы и пониженных инфляционных ожиданий. В Китае предполагается постепенное замедление инфляции после ускорения в 2019 г. по мере исчерпания эффекта шока цен на мясную продукцию.

⁷ В декабре 2019 г. корпорация «Боинг» объявила о временной приостановке с января 2020 г. производства самолетов 737 MAX. Согласно последним заявлениям компании, возобновление выпуска ожидается в середине 2020 г. Подробнее см.: [Boing Statement Regarding 737 MAX Production](#) и [Boing Statement on 737 MAX Return to Service](#).

**Структурные меры
правительства
России будут
способствовать
повышению
потенциала роста**

Ключевой внутренней предпосылкой прогноза остается реализация правительством Российской Федерации структурных мер, направленных на повышение потенциала экономического роста страны. В первую очередь это реализация национальных проектов, комплекса мероприятий по улучшению делового климата в России, а также инициатив, изложенных в послании президента России Федеральному собранию⁸ в январе 2020 г. и нацеленных на стимулирование доходов населения и усиление инвестиционной активности. По расчетам Министерства финансов РФ⁹, сформированных фискальных резервов достаточно для финансирования бюджетных расходов в среднесрочном периоде.

Ожидается, что данные мероприятия повлияют на экономическую активность прежде всего вследствие опережающего развития инвестиционного спроса, что будет стимулировать повышение производительности экономики и способствовать диверсификации факторов ее роста. 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 в еврозоне, % (на конец года)	Инфляция в Китае, % (на конец года)
2020	44,1	0,7	5,0	0,5	1,1
2021	49,8	1,3	6,6	1,1	2,0
2022	52,8	1,4	5,9	1,4	2,9

Источник: расчеты авторов, ЕЭК

Экономическая активность

**Сохранение
экономического роста
в 2020 г. на уровне
предыдущего года**

В 2020 г. темп прироста ВВП прогнозируется в размере 1,3%, как и годом ранее. Поддержку инвестиционному и потребительскому спросу окажут переход к основной фазе реализации национальных проектов и меры по стимулированию доходов населения. Российские

⁸ Подробнее см.: [Послание президента Федеральному собранию](#).

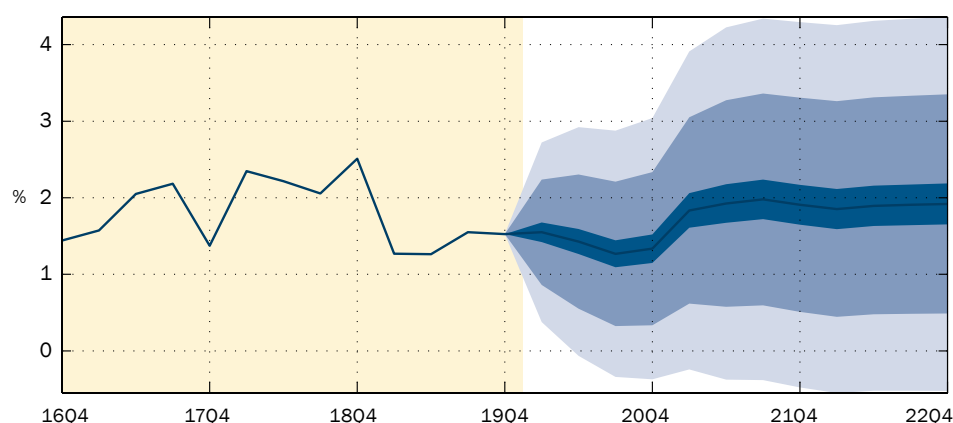
⁹ Министерство финансов РФ: О механизме бюджетного правила при снижении цен на нефть ниже базового уровня.

производители неэнергетических товаров могут получить дополнительные конкурентные преимущества от ослабления рубля. В то же время положительный вклад обозначенных факторов в экономический рост может быть нивелирован негативными последствиями распространения коронавируса и падения цен на нефть, связанными с ослаблением внешнего спроса на российский экспорт и ухудшением экономических настроений. Это может ограничить инвестиционную активность и расширение чистого экспорта в текущем году. Кроме того, меры властей по сдерживанию распространения заболевания в странах с крупнейшими мировыми экономиками с высокой вероятностью повлекут за собой нарушение производственных цепочек, в том числе в России. Вклад монетарной политики в рост ВВП в текущем году прогнозируется близким к нейтральному.

Действие обозначенных факторов приведет к формированию по итогам 2020 г. небольшого отрицательного разрыва выпуска, который может ограничить инфляционные последствия ослабления национальной валюты.

Рисунок 18¹⁰. Реальный ВВП

(темпы прироста период
к соответствующему
периоду предыдущего
года)



Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: расчеты авторов, ЕЭК

Краткосрочные риски смещены в сторону замедления роста

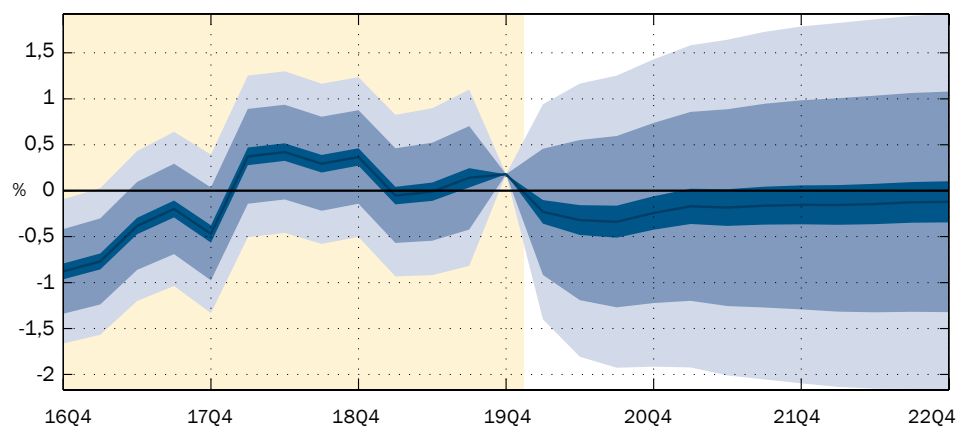
Прогноз роста ВВП на 2020 г. снижен на 0,5 п.п. по сравнению с предыдущей оценкой¹¹, что связано с ожидаемым негативным влиянием на российскую экономику ухудшившихся внешних условий. В краткосрочном периоде преобладают риски более сдержанной динамики

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

¹¹ См. Макрообзор ЕАБР. Октябрь 2019. Российская Федерация: состояние экономики и прогноз.

экономической активности. В первую очередь это связано с тем, что последствия распространения коронавируса для мировой экономики в настоящее время труднопредсказуемы из-за неопределенности относительно масштабов эпидемии и ее продолжительности. Мы ожидаем, что негативные эффекты будут сосредоточены на стороне спроса и не окажут существенного влияния на производственный потенциал. В противном случае последствия для экономики России могут быть более продолжительными и сильными. Кроме того, существует вероятность длительного сохранения цен на нефть на низких уровнях и более сильного, чем заложено в базовый сценарий, воздействия данного фактора на ожидания экономических агентов и инвестиционный спрос.

Рисунок 19.
Разрыв выпуска



Источник: расчеты авторов, ЕЭК

**Рост экономики
в 2021–2022 гг.
вблизи потенциала**

В 2021 и 2022 гг. рост экономики ускорится до 1,9% в год по мере стабилизации ситуации в мировой экономике и на сырьевых рынках, а также реализации внутренних структурных преобразований. Мы ожидаем, что усиление инвестиционной активности и постепенное повышение производительности труда создадут необходимые условия для устойчивого увеличения доходов населения, что будет поддерживать потребительский спрос. Усиление внешнего спроса на фоне восстановления роста глобальной экономики поспособствует улучшению экспорта, в первую очередь неэнергетических товаров.

**Сохранение рисков
для экономического
роста**

В среднесрочной перспективе риски для ВВП России исходят как из внешнего сектора, так и из внутренней экономики. Сохраняется вероятность более сильного, чем закладывается в базовый сценарий, замедления мировой экономики, что, скорее всего, приведет к ослаблению российского экспорта и инвестиционной активности. Стимулирующий

эффект внутренних мер фискальной политики может оказаться ограниченным, в том числе из-за сдержанных экономических настроений. Кроме того, сохраняется неопределенность относительно скорости и эффективности реализации национальных проектов.

Инфляция

Инфляция вблизи цели по итогам 2020 г.

В начале текущего года инфляционные процессы в стране продолжали замедляться. Темп прироста индекса потребительских цен снизился в январе и феврале соответственно до 2,4 и 2,3% г/г. По-прежнему преобладали дезинфляционные факторы, связанные с переносом на цены последствий укрепления российского рубля в конце предыдущего года, сдержанной потребительской активностью и расширением предложения продовольственной продукции вследствие высокого урожая.

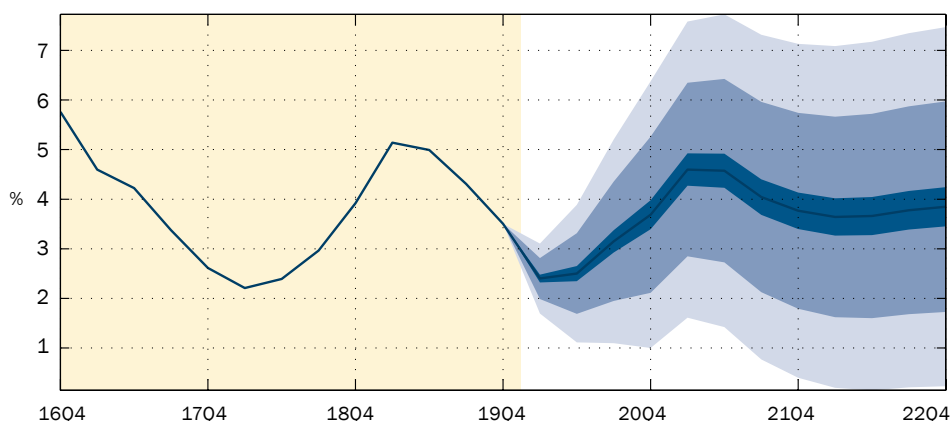
Действие обозначенных факторов, согласно нашему прогнозу, в течение года будет ослабевать. В первую очередь это связано со снижением стоимости национальной валюты, которое окажет проинфляционное воздействие. Вместе с тем, учитывая низкий текущий уровень инфляции и уменьшение эффекта переноса валютного курса на цены в последние годы¹², мы ожидаем сохранения темпа роста индекса потребительских цен по итогам 2020 г. в пределах целевого ориентира Банка России (3,8% при цели 4,0%).

По сравнению с предыдущим прогнозом¹³ оценка инфляции в 2020 г. была снижена на 0,2 п.п. Это связано прежде всего с более быстрым, чем ожидалось ранее, замедлением показателя в конце 2019 – начале 2020 г. В краткосрочном периоде присутствуют как проинфляционные, так и дезинфляционные риски. Первые связаны с вероятностью формирования курса российского рубля к основным валютам на более высоком уровне по сравнению с прогнозом в базовом сценарии. Дезинфляционный эффект возможен в случае более слабого стимулирующего влияния внутренних мер экономической политики.

¹² Подробнее см.: Тематический доклад ЕАБР «Эффекты переноса валютных курсов на инфляцию в странах-участницах ЕАБР».

¹³ См.: Макрообзор ЕАБР. Октябрь 2019. Российская Федерация: состояние экономики и прогноз.

Рисунок 20.
Инфляция
(период
к соответствующему
периоду предыдущего
года)



Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: расчеты авторов, ЕЭК

Инфляция в 2021–2022 гг. вблизи цели

В 2021–2022 гг. динамика инфляции прогнозируется вблизи целевых ориентиров Банка России. Повышение темпов роста экономики будет сопровождаться расширением производственного потенциала, вследствие чего влияние экономической активности на изменение потребительских цен окажется нейтральным. Динамика валютного курса будет следовать равновесной траекторией, не оказывая дополнительно ни повышательного, ни понижающего воздействия на инфляцию.

Сохранение проинфляционных рисков на среднесрочном горизонте

Риски в среднесрочной перспективе остаются смещенными в сторону проинфляционных. По-прежнему незаякоренными остаются ожидания населения, чувствительные к колебаниям отдельных товарных позиций. Усиление санкционной риторики западных стран и увеличение оттока капитала в случае дальнейшего ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры могут привести к временному ускорению темпов ослабления национальной валюты, что окажет влияние на инфляцию.

Монетарные условия

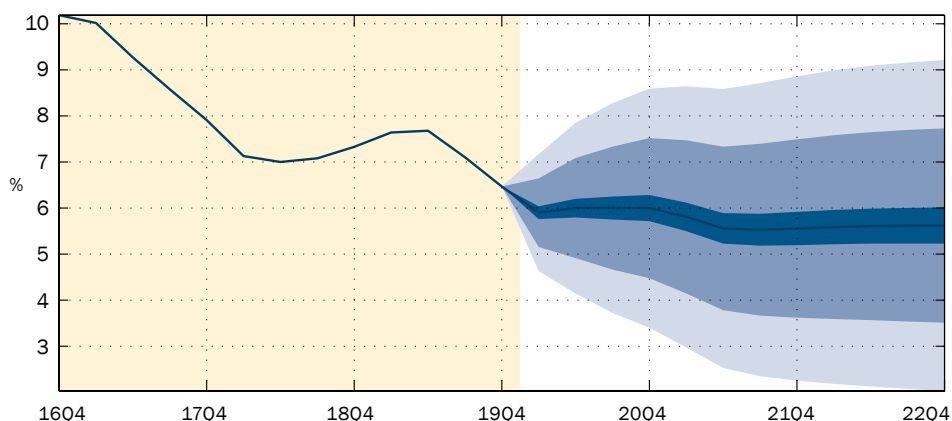
Нейтральная процентная политика

Банк России в феврале текущего года продолжил цикл смягчения монетарной политики, снизив ключевую ставку на 0,25 п.п. – до 6,0%. Решение обосновывается более быстрым, чем ожидал регулятор, замедлением инфляции в начале года. По нашим оценкам, потенциал дальнейшего понижения ставки сохраняется. Вместе с тем проинфляционные риски в марте возросли на фоне усиления волатильности на мировых финансовых и товарных рынках. В таких условиях базовый сценарий прогноза ЕАБР предполагает сохранение ключевой ставки на уровне 6,0% до конца текущего года. Согласно нашим оценкам, это

обеспечит близкий к нейтральному вклад монетарной политики в рост ВВП и позволит удерживать инфляцию в пределах цели Банка России.

Потенциал снижения ключевой ставки до уровня 5,5% может быть реализован в среднесрочной перспективе по мере стабилизации ситуации на финансовых и товарных рынках. Такой уровень индикатора, по нашим оценкам, соответствует устойчивому сохранению инфляции вблизи целевого ориентира, а экономической активности и курса российского рубля – около равновесия.

Рисунок 21.
Ставка МІАСР
(в среднем за период)



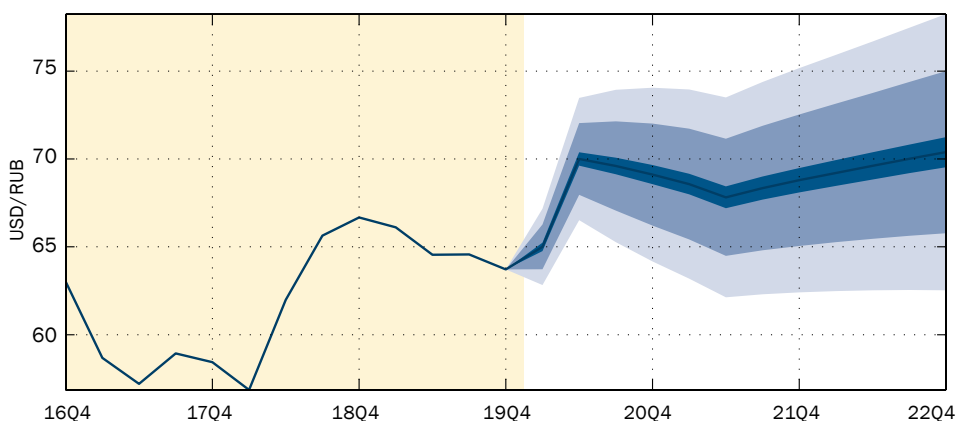
Источник: расчеты авторов, ЕЭК

В начале текущего года российский рубль находится под давлением падения нефтяных котировок и усилившихся опасений по поводу негативного воздействия распространения коронавируса на мировое хозяйство. Действие данных факторов, вероятно, сохранится в ближайшие месяцы, и курс национальной валюты к доллару США останется вблизи текущих уровней. В дальнейшем рубль, согласно нашему прогнозу, частично отыграет утерянные позиции по мере постепенного восстановления цен на углеводороды и стабилизации ситуации в мировой экономике. Поддержку национальной валюте окажет внутренняя экономическая политика властей, направленная на обеспечение макроэкономической и финансовой стабильности¹⁴. В результате мы оцениваем, что среднегодовой курс российского рубля к доллару США составит около 68,5 рубля за доллар.

¹⁴ Министерство финансов РФ 9 марта текущего года заявило о проведении операций по продаже валюты на внутреннем рынке в соответствии с бюджетным правилом, в случае если цены на нефть находятся ниже базовой отметки (42,4 долл. США за баррель в 2020 г.). С 10 марта Банк России начал упреждающую продажу иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках данного механизма.

Если события будут развиваться в соответствии с нашим базовым сценарием, со второй половины 2020 г. можно ожидать восстановления интереса инвесторов к российским финансовым активам на фоне сохранения их сравнительно высокой доходности. Данный фактор может оказать дополнительную поддержку национальной валюте и способствовать коррекции курса в течение 2021 г. к уровню равновесия.

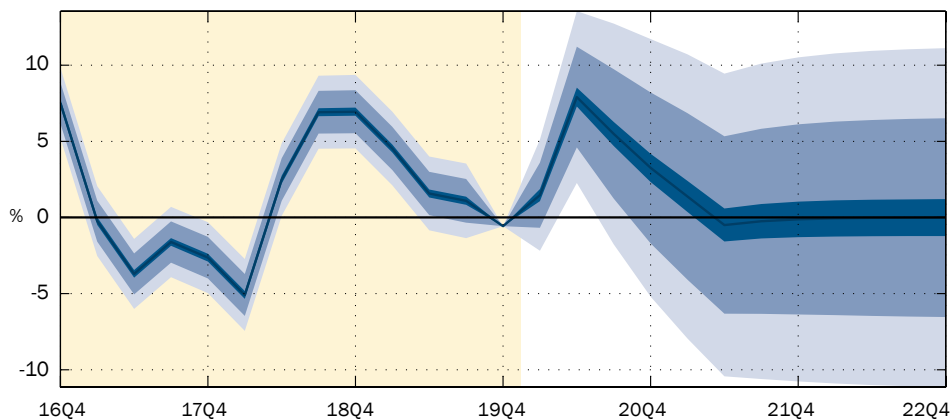
Рисунок 22.
Курс российского рубля к доллару США
(рублей за доллар США)



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 дальнейшего 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 для национальной валюты.

Рисунок 23.
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	1,3	1,9	1,9
Индекс потребительских цен (прирост в % декабрь к декабрю предыдущего года)	2,5	4,3	3,0	3,8	3,9	4,0
Номинальная ставка МІАСР в национальной валюте (% годовых в среднем за год)	9,0	7,1	7,2	6,0	5,6	5,6
Номинальный курс российского рубля к доллару США, рублей за 1 доллар США (в среднем за год)	58,3	62,5	64,7	68,5	68,0	69,8

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

