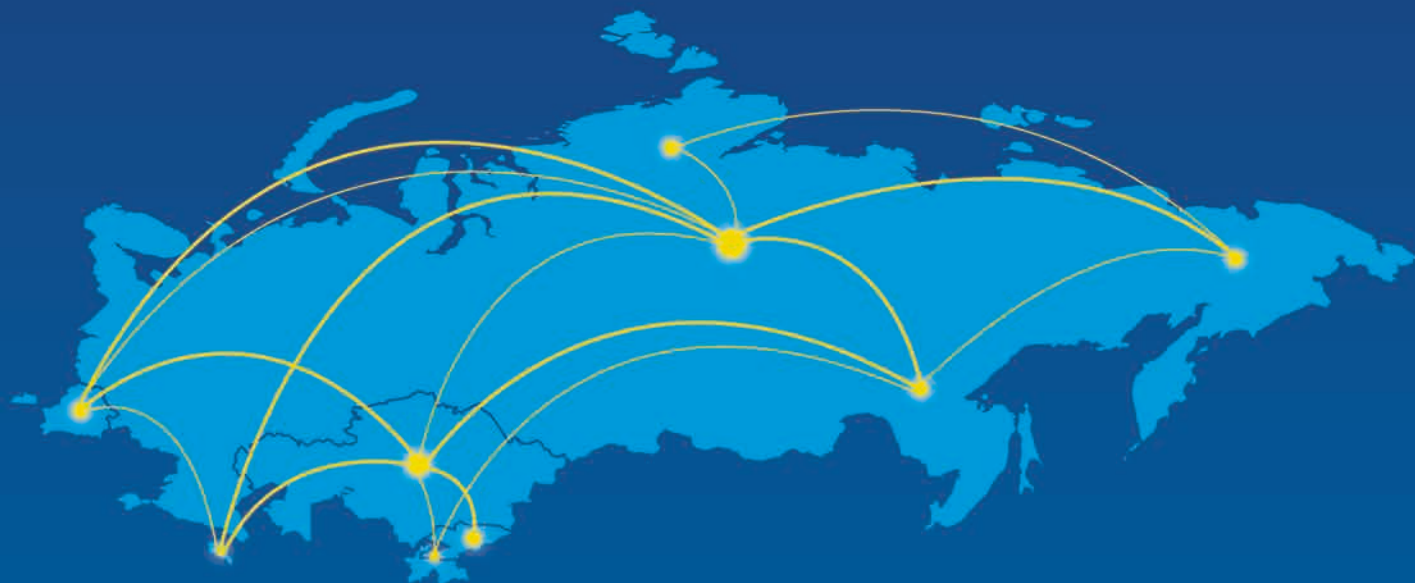


МАКРО БЗОР ЕАБР



10'2019

Российская Федерация

СОДЕРЖАНИЕ

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ	2
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	3
РЕЗЮМЕ	4
СОСТОЯНИЕ ЭКОНОМИКИ	6
Экономическая активность	6
Рынок труда	10
Инфляция	10
Внешнеэкономические операции	12
Фискальный сектор	15
Монетарные условия	16
ПРОГНОЗ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ	19
Ключевые предпосылки	19
Экономическая активность	20
Инфляция	22
Монетарные условия	24

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ

Обзор включает в себя подробное описание внутренних и внешних текущих 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 интегрированной системы моделей, 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 предложение о покупке или продаже ценных бумаг или иных финансовых инструментов. Ни информация, содержащаяся в настоящем аналитическом обзоре, ни любая другая информация, касающаяся темы данного обзора, которая может быть распространена в будущем, не могут быть использованы в качестве основы для возникновения какого-либо контракта. Информация, содержащаяся в настоящем обзоре, и выводы, сделанные на ее основе, были получены из открытых источников, которые ЕАБР считает надежными, с датой отсечения на момент публикации настоящего издания. Несмотря на всю тщательность, с которой готовился настоящий 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 любой информацией, содержащейся в настоящем обзоре. Любая информация, содержащаяся в настоящем 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 какой-либо форме в том случае, если какой-либо из упомянутых в обзоре фактов, мнений, расчетов, прогнозов или оценок изменится или иным образом утратит актуальность.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

ВВП – валовой внутренний продукт

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

ООО «Инфом» – Институт фонда «Общественное мнение»

ОПЕК – Организация стран – экспортеров нефти

ОФЗ – облигации федерального займа

Росстат – Федеральная служба государственной статистики Российской Федерации

РФ – Российская Федерация

США – Соединенные Штаты Америки

ФНБ – Фонд национального благосостояния

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

В первой половине 2019 г. рост российской экономики ожидаемо замедлился. Сдерживающее влияние оказали увеличение фискальной нагрузки и недостаточный внешний спрос. В результате по итогам первого полугодия наблюдалось ослабление потребительской и инвестиционной активности и ухудшение чистого экспорта товаров и услуг.

Согласно прогнозу ЕАБР, во второй половине текущего года экономическая активность в России несколько увеличится на фоне наращивания инвестиционных расходов бюджета. В целом по итогам 2019 г. прирост ВВП страны предполагается в размере 1,1%, что на 0,4 п.п. ниже предыдущей оценки. Ее ухудшение, прежде всего, отражает эффекты от замедления мировой экономики, укрепления российского рубля и менее интенсивной реализации национальных проектов. В 2020–2021 гг. ожидается увеличение темпов прироста ВВП до 2% в год по мере реализации структурных преобразований.

Инфляция в начале 2019 г. временно ускорилась, что объясняется повышением базовой ставки НДС. При этом реакция цен на изменение налоговой нагрузки оказалась умеренной, что в совокупности с укреплением национальной валюты и сдержанным внутренним спросом способствовало быстрому замедлению инфляционных процессов во II квартале 2019 г. Согласно прогнозу ЕАБР, действие обозначенных факторов сохранится во второй половине текущего года, что приведет к снижению темпа прироста индекса потребительских цен до 3,5% по итогам 2019 г. В среднесрочной перспективе развитие инфляционных процессов ожидается вблизи целевых ориентиров Банка России.

Уменьшение рисков превышения инфляцией цели в 2019 г. выступило основным фактором снижения российским Центробанком ключевой ставки во II–III кварталах 2019 г. Текущий уровень ключевой ставки, по нашим оценкам, близок к нейтральному. В среднесрочной перспективе существует потенциал дальнейшего снижения ставки до 6%.

Российский рубль в первом полугодии 2019 г. укрепился к основным мировым валютам. Поддержку национальной валюте оказывало восстановление притока средств нерезидентов в ОФЗ на фоне уменьшения девальвационных и инфляционных рисков, а также сравнительно высокой доходности российских активов. В среднесрочном периоде, согласно прогнозу ЕАБР, ожидается постепенное ослабление национальной валюты в условиях более высокой инфляции в России по сравнению со странами – основными торговыми партнерами.

Фискальная политика в первой половине 2019 г., по оценке ЕАБР, оказывала сдерживающее воздействие на экономическую активность. На росте бюджетного профицита сказалось повышение с начала 2019 г. фискальной нагрузки в части увеличения ставки НДС, а также сокращение расходов капитального характера на фоне низкого уровня реализации национальных проектов. Во второй половине 2019 г. ожидается формирование положительного фискального импульса по мере наращивания инвестиционных вложений бюджета.

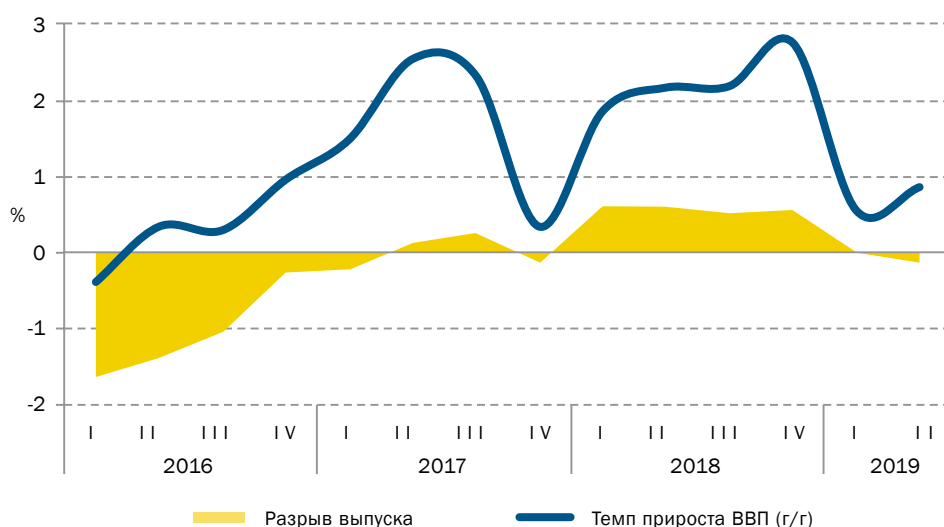
СОСТОЯНИЕ ЭКОНОМИКИ

Экономическая активность

Экономическая активность в первой половине 2019 г. замедлилась

Темп прироста ВВП страны по итогам января-июня 2019 г. составил 0,7% г/г (в III–IV кварталах 2018 г. – 2,2% г/г и 2,7% г/г соответственно). Ключевыми факторами снижения экономической активности в первой половине текущего года выступили ухудшение чистого экспорта товаров и услуг, а также слабый потребительский и инвестиционный спрос. В результате, по нашим оценкам, по итогам II квартала сформировался отрицательный разрыв выпуска, что, в том числе, привело к быстрому замедлению инфляционных процессов после ускорения в начале текущего года.

Рисунок 1.
Экономическая активность



Источник: Росстат, расчеты авторов, ЕЭК

Снижение вклада большинства отраслей в прирост ВВП

В отраслевом разрезе, по нашим расчетам, в январе-июне 2019 г. заметно снизился вклад в прирост ВВП строительства и торговли, что во многом связано с замедлением потребительской и инвестиционной активности. Поддержку экономическому росту в первом полугодии текущего года продолжили оказывать сектор добычи полезных ископаемых и финансовая деятельность.

Рисунок 2. Декомпозиция темпа прироста ВВП

(период
к соответствующему
периоду предыдущего
года)



Источник: Росстат, расчеты авторов

Рост потребительского спроса снизился

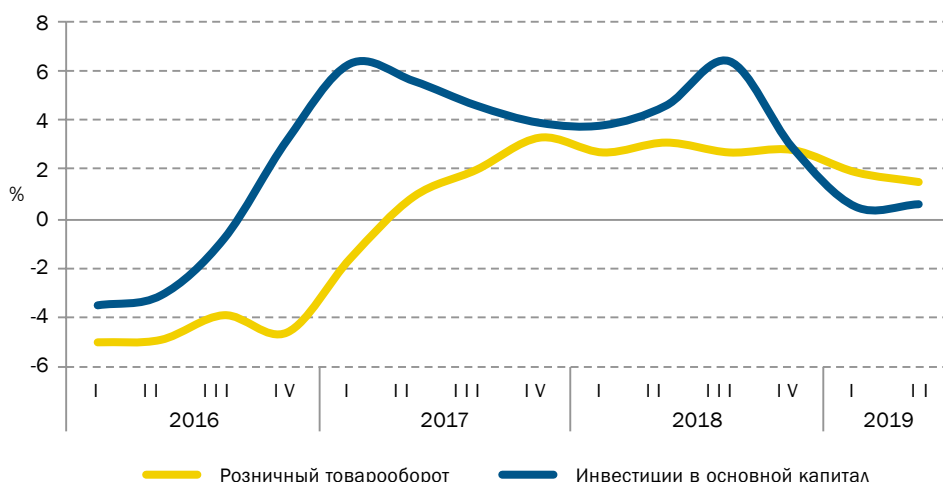
Потребительская активность в первом полугодии текущего года замедлилась. Прирост розничного товарооборота составил в январе-июне 2019 г. 1,7% г/г (2,8% г/г и 2,7% г/г в III–IV кварталах 2018 г. соответственно), а объем платных услуг населению сократился на 0,9% г/г (увеличение на 2,3% г/г и 0,6% г/г в III–IV кварталах 2018 г. соответственно). На динамику потребительского спроса оказало влияние уменьшение реальных располагаемых доходов населения, в том числе из-за повышения инфляции и увеличения долговой нагрузки домашних хозяйств.

Замедление инвестиционной активности

Инвестиционный спрос в первой половине 2019 г. оставался слабым. Темп прироста инвестиций в основной капитал составил 0,6% г/г (6,4% г/г и 2,9% г/г в III–IV кварталах 2018 г. соответственно). Заметное снижение продемонстрировали капитальные вложения в отрасли транспортировки и хранения (минус 7,6% г/г в январе-июне 2019 г.) и операций с недвижимым имуществом (минус 19,7% г/г) при нулевом росте в обрабатывающей промышленности. Поддержку динамике инвестиций оказало их увеличение в секторах добычи полезных ископаемых (5,3% г/г в январе-июне 2019 г.), информации и связи (34,5% г/г). Замедление инвестиционной активности в первой половине текущего года во многом связано с сокращением бюджетных расходов капитального характера, которое в январе-июне 2019 г., по нашим расчетам, составило 4,5% г/г. Сдерживающее воздействие на инвестиционный спрос также могло оказать повышение глобальной неопределенности перспектив мировой экономики.

Рисунок 3. Розничный товарооборот и инвестиции

(темпы прироста период
к соответствующему
периоду предыдущего
года)



Источник: Росстат, МЭР РФ

Положительный вклад сырьевого сектора в прирост ВВП

Промышленное производство в первой половине текущего года продолжало оказывать поддержку росту экономики. Выпуск продукции увеличился на 2,6% г/г (2,9% г/г и 2,7% г/г в III–IV кварталах 2018 г. соответственно). Объем добычи полезных ископаемых вырос в январе-июне 2019 г. на 4% г/г (4,9% г/г и 7,2% г/г в III–IV кварталах 2018 г. соответственно). Замедление динамики производства отрасли во многом связано с действием соглашения ОПЕК+ о снижении добычи нефти, а также временной приостановкой экспорта минерального сырья в апреле-июне 2019 г. по трубопроводу «Дружба».

Высокая волатильность динамики отраслей обрабатывающей промышленности

Производство обрабатывающей промышленности в январе-июне 2019 г. увеличилось на 1,9% г/г (2,2% г/г и 0,9% г/г в III–IV кварталах 2018 г. соответственно). Динамика выпуска формировалась под воздействием замедления роста внутреннего инвестиционного и внешнего спроса и характеризовалась повышенной волатильностью. Поддержку производству, по информации Банка России¹, могло оказать выполнение ряда крупных заказов в машиностроении. Экономические настроения предприятий обрабатывающей промышленности в первом полугодии текущего года ухудшились², в том числе из-за повышения неопределенности перспектив развития мировой экономики. В связи с этим пока преждевременно судить об устойчивости роста промышленного производства.

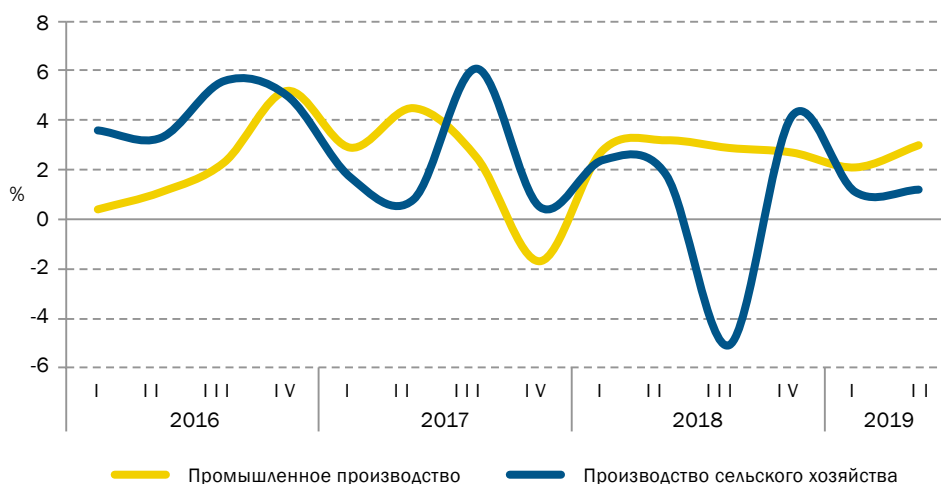
Выпуск продукции сельского хозяйства в первой половине 2019 г. увеличился на 1,2% г/г. Квартальная динамика была равномерной после высокой волатильности во второй половине 2018 г. из-за воздействия погодных условий.

¹ См. Доклад о денежно-кредитной политике № 3 (27). Сентябрь 2019 г.

² См. IHS Markit Russia Manufacturing PMI.

Рисунок 4. Производственная активность

(темпы прироста период
к соответствующему
периоду предыдущего
года)



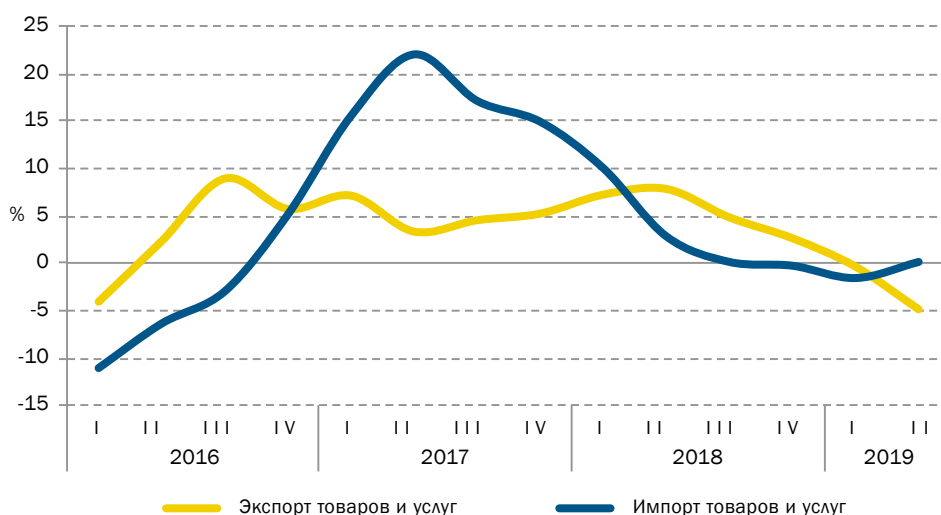
Источник: Росстат, МЭР РФ

Ухудшение чистого экспорта товаров и услуг

Динамика внешнеторговых операций в первом полугодии текущего года была слабой. Снижение физических объемов экспорта товаров и услуг объясняется замедлением роста мирового спроса, временными перебоями с поставками нефти по трубопроводу «Дружба», а также укреплением во II квартале 2019 г. российского рубля. На недостаточную динамику импорта оказало влияние уменьшение потребительской и инвестиционной активности в России. Опережающее сокращение поставок российских товаров и услуг за рубеж по сравнению со снижением импорта указывает на отрицательный вклад чистого экспорта в прирост ВВП по итогам первого полугодия 2019 г. (около минус 0,6 п.п., по нашим оценкам).

Рисунок 5. Физические объемы внешних операций

(темпы прироста период
к соответствующему
периоду предыдущего
года)



Источник: Росстат, ЦБ РФ

Рынок труда

Сокращение располагаемых доходов домашних хозяйств

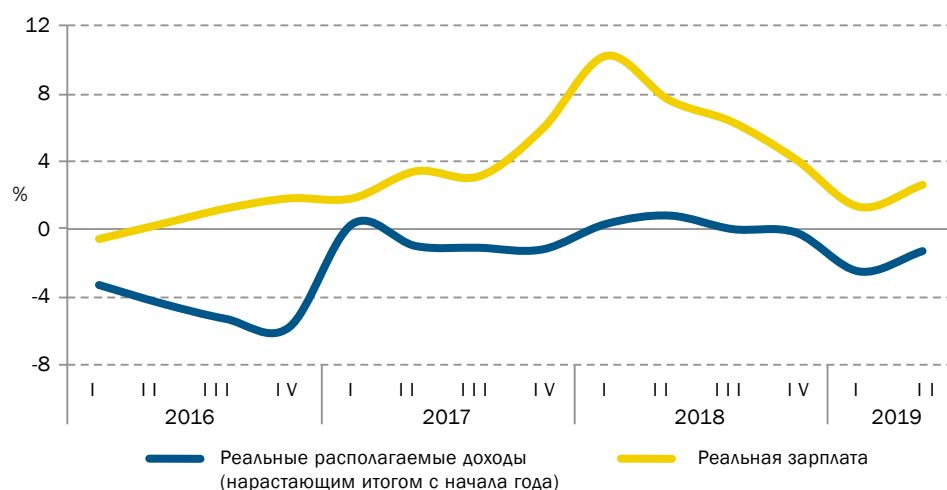
Реальные располагаемые денежные доходы населения в первой половине 2019 г. снизились на 1,3% г/г. Негативное влияние на динамику показателя, по оценке Минэкономразвития России³, оказало увеличение процентных платежей по кредитам физическим лицам. Замедлился рост реальной заработной платы (до 1,9% г/г по итогам января-июня 2019 г. с 8,5% в 2018 г.), что отчасти объясняется повышением инфляции в начале текущего года. В целом динамика заработной платы и доходов населения оказывала сдерживающее воздействие на потребительскую активность.

Уменьшение безработицы

Уровень безработицы на конец июня 2019 г. составил 4,4%, снизившись с 4,8% по итогам 2018 г. Сокращение безработицы сопровождалось уменьшением численности рабочей силы (на 1% г/г на конец июня 2019 г.) на фоне неблагоприятных демографических трендов.

Рисунок 6. Показатели рынка труда

(темпы прироста период к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Росстат, МЭР РФ

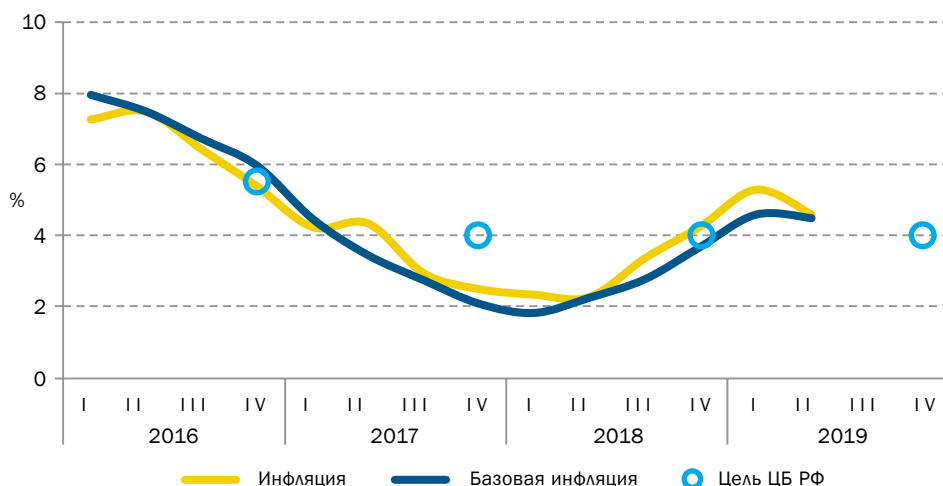
Инфляция

Замедление инфляции во II квартале 2019 г. после ускорения в начале года

Темп прироста ИПЦ в июне 2019 г. составил 4,6% г/г, увеличившись с 4,3% г/г в декабре 2018 г. Базовая инфляция в июне ускорилась до 4,5% г/г с 3,7% г/г в декабре 2018 г. Повышение интенсивности инфляционных процессов в первом полугодии связано с увеличением с начала текущего года базовой ставки НДС с 18% до 20%. Влияние мер налоговой

³ См. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2024 года.

Рисунок 7.
Динамика инфляции
(последний
месяц квартала
к последнему месяцу
соответствующего
квартала предыдущего
года)



Источник: Росстат, ЦБ РФ, расчеты авторов

Повышение цен на продовольствие

Цены на продовольственные товары выросли в июне 2019 г. на 5,5% г/г после 4,7% г/г в декабре 2018 г. На их динамику в первой половине года, помимо фактора НДС, продолжали оказывать влияние последствия снижения урожая зерновых культур в 2018 г. Во II квартале 2019 г. темп прироста стоимости продуктов питания начал замедляться (5,5% г/г в июне после 5,9% г/г в марте), что в том числе связано с более ранним поступлением на рынок плодоовощной продукции.

Замедление непродовольственной инфляции

Стоимость непродовольственных товаров выросла в июне 2019 г. на 3,6% г/г (в декабре 2018 г. — на 4,1% г/г). Интенсивность инфляции в данном сегменте потребительской корзины заметно снизилась во II квартале 2019 г. после ускорения в начале года (до 4,5% г/г в марте). Такая динамика цен на непродовольственные товары может объясняться слабостью потребительского спроса, укреплением российского рубля в апреле-июне 2019 г., а также замедлением роста цен на топливо.

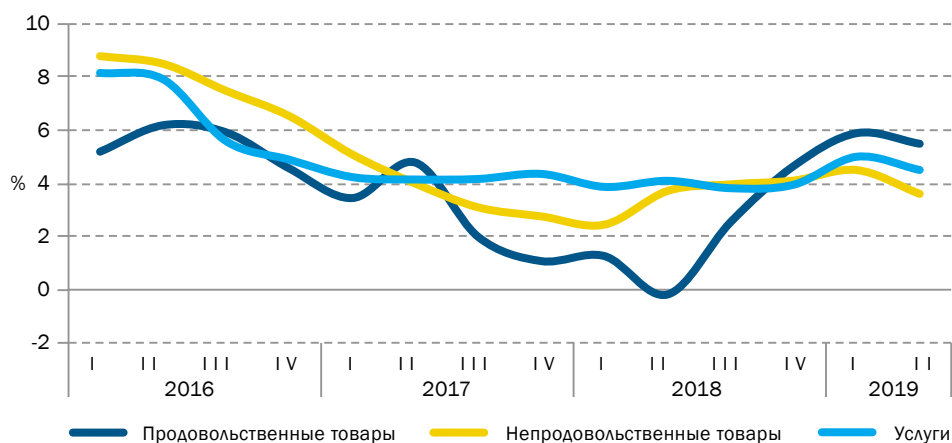
Темп прироста цен на услуги составил по итогам июня 2019 г. 4,5% г/г после 3,9% г/г в декабре 2018 г. Ускорение инфляции в данном сегменте преимущественно связано с индексацией жилищно-коммунальных услуг в начале года в связи с повышением ставки НДС.

Сохранение высоких инфляционных ожиданий населения

Инфляционные ожидания домашних хозяйств, по данным ООО «Инфом», снизились в марте-августе 2019 г. после повышения во второй половине 2018 — начале 2019 г. Предполагаемый населением уровень инфляции

на предстоящие 12 месяцев составил в августе 2019 г. 9,1%, что на 1,3 п.п. ниже по сравнению с локальным пиком в январе 2019 г. Вместе с тем инфляционные ожидания физических лиц по-прежнему сохраняются на повышенном уровне (минимум – 7,8% в апреле 2018 г.).

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



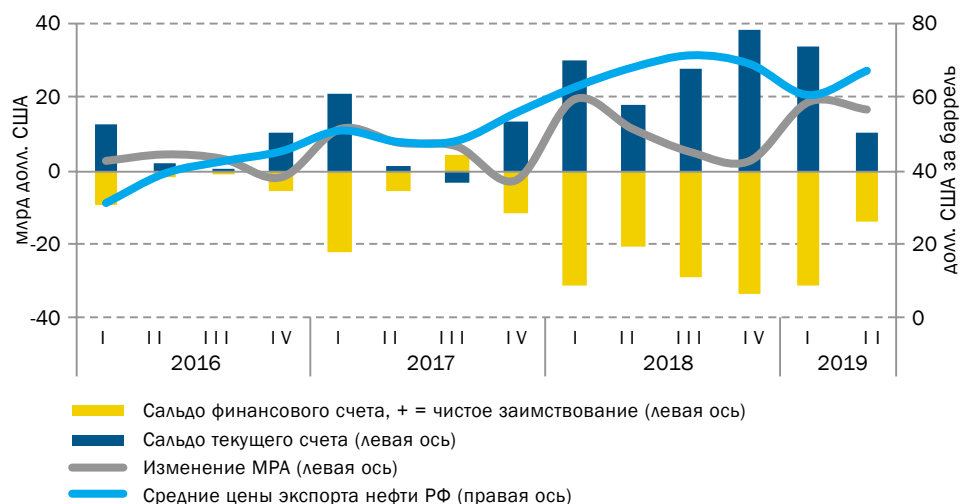
Источник: Росстат, ЦБ РФ, расчеты авторов

Внешнеэкономические операции

Снижение профицита текущего счета платежного баланса

Положительное сальдо счета текущих операций в январе-июне 2019 г. составило 44,3 млрд долл. США, сократившись по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года на 3,4 млрд долл. США. Динамика показателя определялась уменьшением профицита торгового баланса, которое частично компенсировалось улучшением счетов вторичных доходов и баланса услуг.

Рисунок 9.
Платежный баланс
(за период)



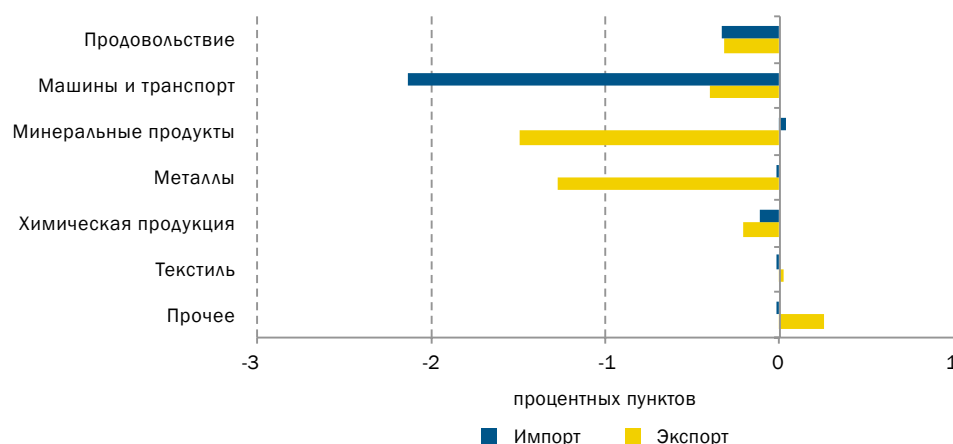
Источник: Росстат, ЦБ РФ, расчеты авторов

Сокращение экспорта товаров

Профицит торгового баланса по итогам января-июня 2019 г. составил 86,4 млрд долл. США, уменьшившись по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 3,1 млрд долл. США. Ключевым фактором изменения сальдо внешней торговли выступило сокращение стоимостных объемов экспорта российских товаров (на 6,1 млрд рублей, или 2,9% г/г, в январе-июне 2019 г.). Существенно снизились поставки минеральных продуктов, что объясняется более низкими ценами на нефть в первой половине текущего года по сравнению с аналогичным периодом 2018 г., проблемами с транзитом нефти через Беларусь из-за попадания загрязненного сырья в трубопровод «Дружба», а также меньшим спросом на природный газ в отдельных западноевропейских странах из-за погодных условий. Сократился по итогам первого полугодия и экспорт российских ненефтегазовых товаров, что преимущественно связано с замедлением роста внешнего спроса и укреплением российского рубля.

Рисунок 10. Вклад товарных групп в изменение экспорта и импорта товаров

(январь-июнь 2019 г. к январю-июню 2018 г.)



Источник: ФТС РФ, расчеты авторов

Увеличение значимости взаимной торговли в рамках ЕАЭС

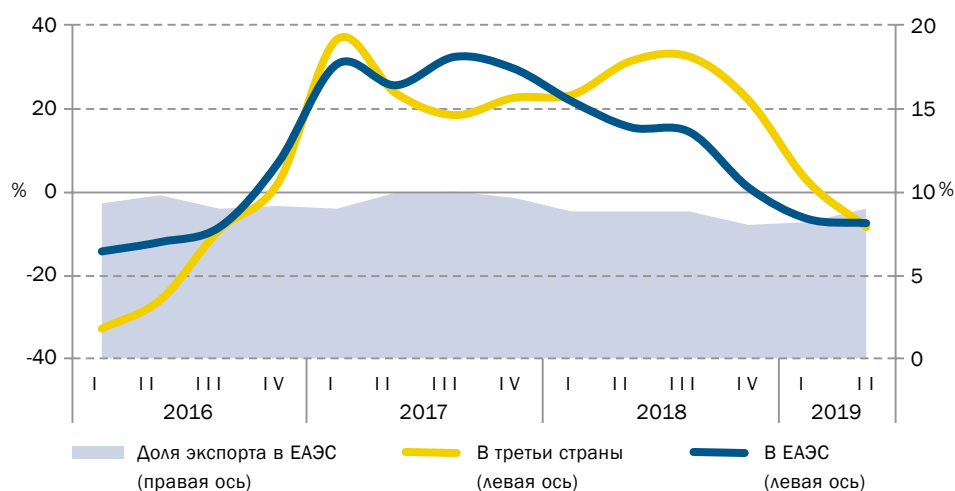
Сокращение экспорта российских товаров в первой половине 2019 г. отмечено как в государства ЕАЭС, так и третьи страны. При этом на фоне опережающего падения поставок в государства вне Союза значимость взаимной торговли для России несколько увеличилась после заметного снижения в конце предыдущего года. В результате доля экспорта российских товаров в страны ЕАЭС выросла по итогам II квартала 2019 г. до 8,9% с 8,1% в IV квартале 2018 г.

Снижение товарного импорта

Стоимостной объем импорта товаров в январе-июне 2019 г. уменьшился на 3,1 млрд долл. США (или на 2,6% г/г) по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. Заметно сократились поставки в Россию зарубежных машин, оборудования и транспортных средств, что объясняется замедлением инвестиционной активности в стране. Сдерживающее воздействие на динамику импорта товаров в первой половине текущего года также оказывал слабый потребительский спрос.

Рисунок 11. Экспорт товаров Российской Федерацией

(темп прироста период
к соответствующему
периоду предыдущего
года)



Источник: ЕЭК, расчеты авторов

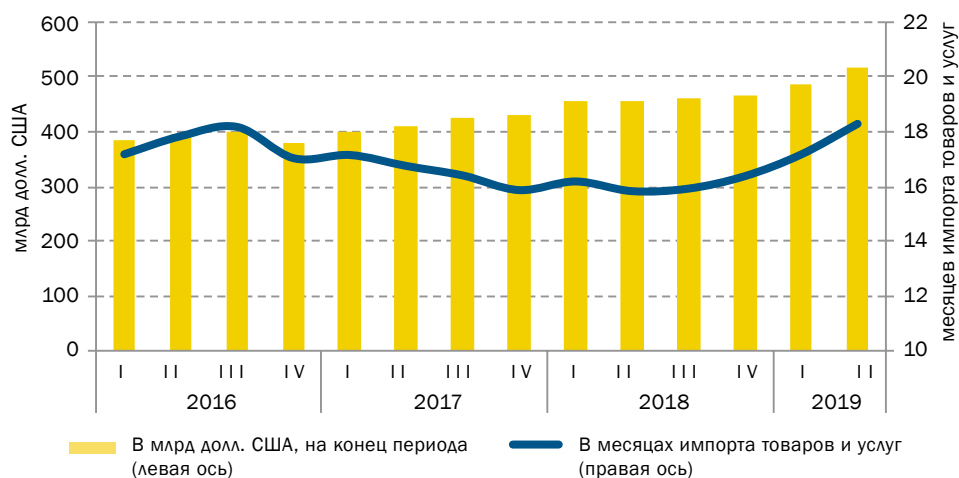
Увеличение оттока капитала

Отток капитала частного сектора, по оценке Банка России, составил в январе-июне 2019 г. 23,5 млрд долл. США, увеличившись по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года на 12,4 млрд долл. США. Динамика показателя преимущественно объясняется наращиванием иностранных активов банковского сектора. При этом в январе-июне 2019 г. наблюдалось увеличение спроса нерезидентов на ОФЗ.

Увеличение золотовалютных резервов

Международные резервные активы Российской Федерации на 1 июля 2019 г. составили 518,4 млрд долл. США, увеличившись с начала года на 49,9 млрд долл. США. Росту золотовалютных запасов способствовало сохранение профицита платежного баланса страны, а основным источником их пополнения выступила покупка Банком России иностранной валюты в рамках бюджетного правила. Объем международных резервов на протяжении первой половины 2019 г. заметно превышал традиционные критерии достаточности.

Рисунок 12. Международные резервные активы Российской Федерации



Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов

Фискальный сектор

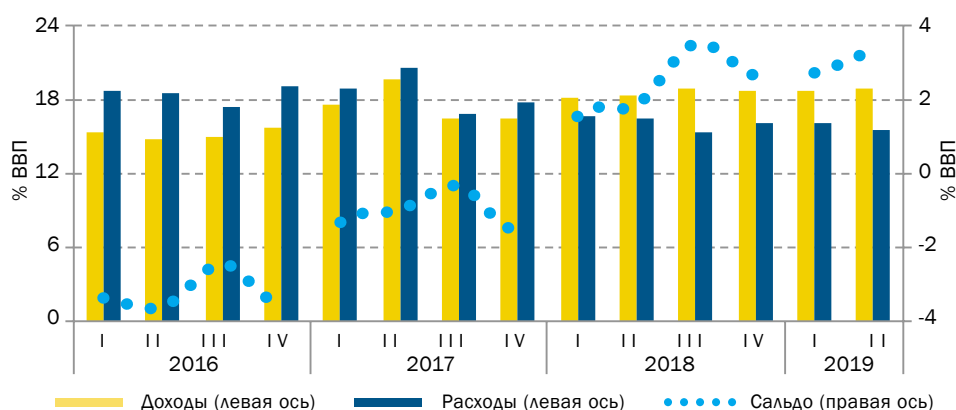
Расширение профицита бюджета

Профицит федерального бюджета по итогам января-июня 2019 г. составил 1,7 трлн рублей (3,3% ВВП), увеличившись с 0,9 трлн рублей (1,9% ВВП) в соответствующем периоде предыдущего года. На росте положительного сальдо сказалось повышение с начала 2019 г. фискальной нагрузки в части увеличения ставки НДС. В результате поступления по НДС выросли в первой половине текущего года на 17,5% г/г. Расходная часть федерального бюджета в январе-июне 2019 г. практически не изменилась по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года (прирост на 1,3% г/г), что, в том числе, связано с сокращением расходов капитального характера (по нашим оценкам, на 5,3% г/г и 4,5% г/г в федеральном и консолидированном бюджетах соответственно) на фоне низкого уровня реализации национальных проектов⁴. В итоге влияние фискальной политики на экономическую активность в стране в первом полугодии оценивается нами как сдерживающее.

Низкий уровень государственного долга

Государственный долг Российской Федерации на 1 июля 2019 г., по нашим оценкам, увеличился до 12,7% ВВП с 11,8% ВВП на начало 2019 г. Выросли как внешние, так и внутренние долговые обязательства страны, что в большей степени объясняется эмиссией и дополнительным размещением государственных долгосрочных еврооблигаций, а также активным привлечением средств в ОФЗ. Нарастание государственного долга в условиях профицита бюджета, вероятно, осуществлялось в целях улучшения финансовых параметров заимствований. В целом уровень долговой нагрузки на государство остается небольшим.

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



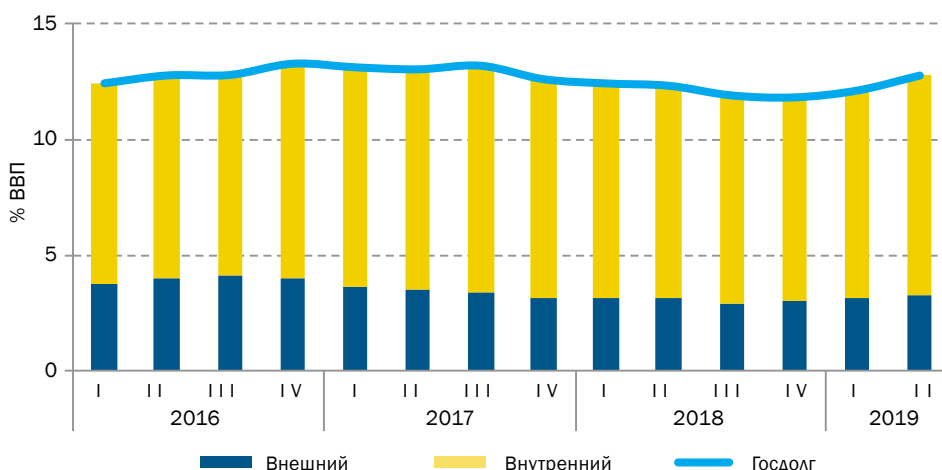
Источник: МФ РФ, расчеты авторов

⁴ Счетная палата РФ оценила уровень расходов на реализацию национальных проектов и Комплексного плана модернизации и расширения магистральной инфраструктуры по итогам первой половины 2019 г. в размере 32,4%. В материале ведомства отмечается низкая степень исполнения по Комплексному плану (23,8%), а также нацпроектам «Повышение производительности труда и поддержка занятости» (17,7%), «Безопасные и качественные автомобильные дороги» (12,2%), «Экология» (11,6%) и «Цифровая экономика РФ».

Повышение суверенного кредитного рейтинга России

Международное агентство Fitch повысило в августе 2019 г. суверенный кредитный рейтинг Российской Федерации до инвестиционного уровня «BBB» со «стабильным» прогнозом. Организация отметила уменьшение влияния волатильности нефтяных котировок на экономику страны и ее способность абсорбировать внешние шоки, в том числе геополитические, благодаря повышению гибкости курсообразования, твердой приверженности инфляционному таргетированию и бюджетному правилу, а также сильным платежным и фискальным балансам. Ранее, в начале 2019 г., также до инвестиционного повысило рейтинг России агентство Moody's. Подобная корректировка кредитного рейтинга страны ведущими мировыми организациями оказывает поддержку спросу зарубежных инвесторов на национальные активы.

Рисунок 14.
Государственный
долг
(на конец периода)



Источник: МФ РФ, расчеты авторов

Монетарные условия

Снижение ключевой ставки Банка России

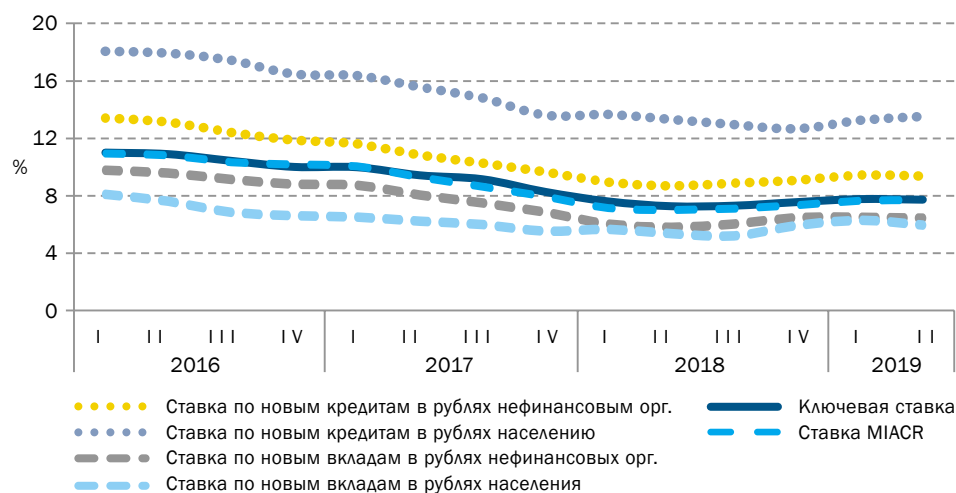
Банк России в конце первого полугодия текущего года возобновил цикл снижения ключевой ставки после ее повышения во второй половине 2018 г. На заседаниях в июне, июле и сентябре ставка уменьшалась на 0,25 п.п. и достигла 7% (7,75% на начало года). Ключевыми факторами при принятии данных решений выступили формирование устойчивой тенденции к замедлению инфляции и сокращение проинфляционных рисков.

Формирование тенденции понижения ставок финансового рынка

Краткосрочные ставки межбанковского рынка на протяжении первой половины 2019 г. складывались вблизи ключевой с небольшим отрицательным спреedom, связанным с наличием структурного избытка ликвидности в банковском секторе. Во II квартале 2019 г. наметилась

тенденция к снижению доходности рублевых ОФЗ и уменьшению стоимости банковского кредитования под воздействием усилившихся ожиданий снижения ключевой ставки.

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



Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов

Умеренное расширение кредитной активности

Динамика банковского кредитования в январе-июне 2019 г. сохранилась вблизи уровней конца предыдущего года. Темп прироста кредитов нефинансовым организациям и населению на 1 июля 2019 г. составил 11,4% г/г (по итогам 2018 г. – 13,9%). Основной вклад в расширение кредитного портфеля банков продолжало вносить розничное кредитование. К концу II квартала 2019 г. темпы роста кредитов населению начали постепенно замедляться, что может быть связано как с действием пруденциальных мер Банка России⁵, так и постепенным исчерпанием отложенного потребительского спроса.

Сохранение тенденции дедолларизации

Кредитование нефинансовых организаций продолжало увеличиваться умеренными темпами. При этом сохранилась тенденция уменьшения доли валютных кредитов, которая к 1 июля 2019 г. составила 25,2% (28,5% годом ранее). Снижение долларизации банковских контрактов может позитивно отразиться на функционировании трансмиссионного механизма монетарной политики, а также способствовать постепенному сокращению подверженности нефинансовых организаций валютным рискам.

⁵ 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.).

Рисунок 16. Вклад факторов в прирост кредитного портфеля банков

(конец квартала к концу
соответствующего
квартала предыдущего
года)



Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов

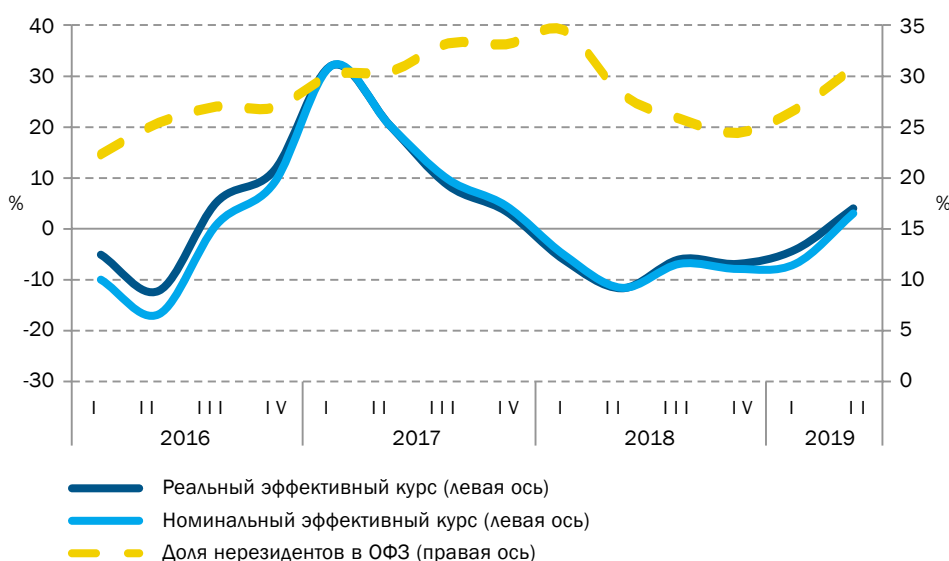
Укрепление российского рубля

Российский рубль в первом полугодии 2019 г. укрепился к основным мировым валютам. Поддержку национальной валюте оказало восстановление притока средств нерезидентов в ОФЗ на фоне сравнительно высокой доходности российских активов и макроэкономической устойчивости. Повышению спроса инвесторов на российскую валюту также могло способствовать увеличение в первой половине года ожиданий смягчения монетарной политики в развитых странах.

Реальный курс рубля вблизи равновесия

Реальный эффективный курс российского рубля в первом полугодии укрепился вслед за номинальным. В результате, по нашим оценкам, уровень курса к концу II квартала 2019 г. был близок к равновесию, что способствовало быстрому замедлению 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

Активность в крупнейших мировых экономиках замедлилась в первой половине текущего года. Снижение роста в еврозоне, США и Китае во многом связано с негативным воздействием на чистый экспорт и инвестиции противоречий в мировой торговле. Усиление глобальной неопределенности на фоне торговых войн ведет к ухудшению экономических настроений торгуемых секторов (прежде всего обрабатывающей промышленности).

Внешний спрос на российский экспорт в среднесрочной перспективе прогнозируется сдержанным

Базовый сценарий прогноза основывается на предпосылке о сохранении противоречий в глобальной торговле на уровне, сложившемся в сентябре 2019 г.: дополнительные меры протекционизма (помимо анонсированных) не закладывались. В такой ситуации возросшая неопределенность перспектив мировой экономики продолжит оказывать сдерживающее влияние на инвестиционную активность в США, еврозоне и Китае в среднесрочном периоде, что приведет к постепенному замедлению их потенциальных темпов роста. Поддержку крупнейшим экономикам мира продолжит оказывать стимулирующая внутренняя политика посредством сохранения мягких монетарных и фискальных условий.

Слабый внешний инфляционный фон

В ближайшей перспективе инфляционное давление из внешнего сектора на российскую экономику оценивается нами как невысокое. В базовый сценарий прогноза заложено постепенное снижение нефтяных котировок относительно среднего уровня 2019 г. на фоне замедления роста мирового спроса. Низкие и инерционные ожидания наряду с прогнозируемой сдержанной динамикой экономической активности и уменьшением стоимости энергетического сырья продолжат ограничивать рост цен в еврозоне и США. В связи с этим мы ожидаем инфляцию ниже целевых ориентиров ЕЦБ и ФРС в 2019–2021 гг. В Китае предполагается ускорение инфляции по итогам 2019 г. из-за подорожания продовольственных товаров. В 2020–2021 гг. давление на потребительские цены будет ослабевать по мере замедления экономического развития, что выразится в сокращении их темпов прироста.

Структурные меры правительства России

Ключевой внутренней предпосылкой прогноза является осуществление структурных мер правительства Российской Федерации, направленных на повышение потенциала экономического роста страны. В первую очередь это реализация национальных проектов и комплекса мероприятий по улучшению делового климата в России (в том числе «регуляторная гильотина»). Влияние данных мер на экономическую активность ожидается преимущественно через опережающее развитие инвестиционного спроса, что в случае их эффективного исполнения будет оказывать стимулирующее воздействие на производительность экономики и способствовать диверсификации факторов ее роста. Максимальный эффект от структурных преобразований, вероятно, придется на долгосрочный горизонт. Дополнительного инфляционного влияния бюджетной политики (расходование ликвидной части ФНБ сверх 7% ВВП на стимулирование экономического роста) не закладывалось.

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 евроzone, % (на конец года)	Инфляция в Китае, % (на конец года)
2019	63,6	1,1	6,2	0,9	2,6
2020	60,7	1,3	6,0	1,2	2,4
2021	58,9	1,5	5,9	1,5	2,3

Источник: расчеты авторов, ЕЭК

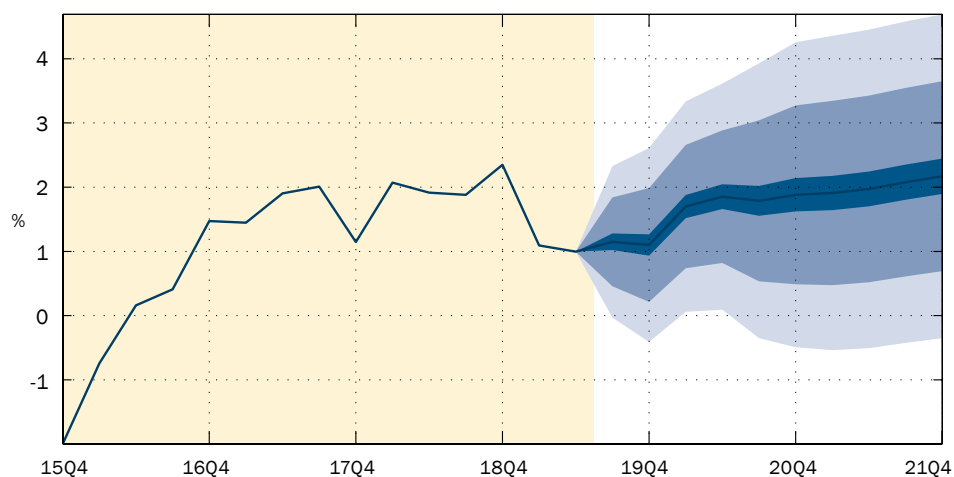
Экономическая активность

Восстановление экономической активности во второй половине 2019 г.

Во второй половине текущего года прогнозируется увеличение темпов прироста ВВП до 1–1,5% г/г. Основным фактором восстановления экономической активности выступит улучшение динамики инвестиций в основной капитал по мере наращивания капитальных расходов бюджета и эффекта от снижения ключевой ставки Банка России. Потребительская активность сохранится сдержанной на фоне ожидаемого замедления роста розничного кредитования и слабой динамики доходов населения. Предполагаемое замедление мировой экономики и выполнение РФ договоренностей ОПЕК+ по ограничению добычи нефти продолжат оказывать сдерживающее влияние на чистый экспорт товаров и услуг во втором полугодии 2019 г.

Рисунок 18.⁶**Реальный ВВП**

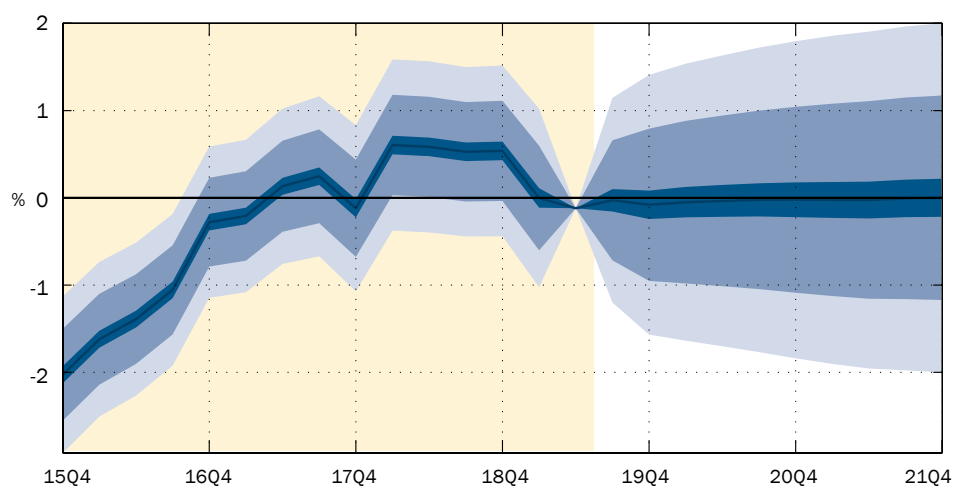
(темпы прироста период
к соответствующему
периоду предыдущего
года)



Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: расчеты авторов, ЕЭК

В целом по итогам 2019 г. темпы прироста ВВП оцениваются в размере 1,1%. По сравнению с предыдущим прогнозом⁷ оценка показателя была снижена на 0,4 п.п., что отражает негативное влияние на чистый экспорт от большего, чем ранее ожидалось, замедления мировой экономической активности и укрепления российского рубля, а также менее интенсивной реализации национальных проектов.

Рисунок 19.**Разрыв выпуска**

Источник: расчеты авторов, ЕЭК

⁶ Здесь и далее диапазоны диаграмм соответствуют 10%, 50% и 75% доверительным интервалам.

⁷ См. Макрообзор ЕАБР «Апрель 2019. Российская Федерация: состояние экономики и прогноз».

**Рост экономики
вблизи потенциала
в 2020–2021 гг.**

В 2020 г. прогнозируется увеличение темпов экономического роста до 1,8%. Вступление в активную фазу реализации национальных проектов приведет к расширению инвестиционного спроса. Дополнительную поддержку экономике окажет смягчение монетарной политики на фоне снижения ключевой ставки Банка России. Предполагается постепенное восстановление потребительской активности по мере увеличения роста доходов населения. Сдерживающее влияние на чистый экспорт ожидается из внешнего спроса. В 2021 г. рост экономики ускорится до 2% по мере реализации структурных преобразований. По сравнению с предыдущим прогнозом⁸ темпы прироста ВВП в 2020–2021 гг. были пересмотрены в сторону понижения, что во многом отражает более слабую, чем ожидалось ранее, динамику глобальной экономической активности.

**Риск ухудшения
внешних условий**

Ключевые риски для российской экономики в среднесрочной перспективе сосредоточены во внешнем секторе. В последние месяцы заметно возросла вероятность рецессии в мировой экономике на фоне усилившихся противоречий в сфере торговли между США и Китаем. Реализация неблагоприятного сценария окажет влияние на экономический рост России преимущественно через каналы внешней торговли и инвестиций (усиление оттока капитала). В качестве внутренних факторов риска следует выделить неопределенность относительно скорости и эффективности реализации национальных проектов, а также направлений расходования ликвидной части ФНБ сверх 7% ВВП.

Инфляция

Во второй половине года прогнозируется сохранение тенденции замедления инфляции. На динамику потребительских цен повлияют сдержанный потребительский спрос, реализованное в первой половине года укрепление рубля, а также исчерпание эффекта от повышения ставки НДС. В результате, по прогнозу ЕАБР, инфляция по итогам 2019 г. может снизиться до 3,5%.

**Замедление
инфляции к концу
2019 г.**

По сравнению с предыдущим прогнозом⁹ оценка инфляции в 2019 г. была снижена в связи с меньшим, чем ранее прогнозировалось, влиянием повышения НДС на стоимость товаров и услуг, слабой экономической

⁸ См. Макрообзор ЕАБР «Апрель 2019. Российская Федерация: состояние экономики и прогноз».

⁹ См. Макрообзор ЕАБР «Апрель 2019. Российская Федерация: состояние экономики и прогноз».

активностью, а также сокращением вклада импортируемой инфляции из-за более крепкого курса рубля.

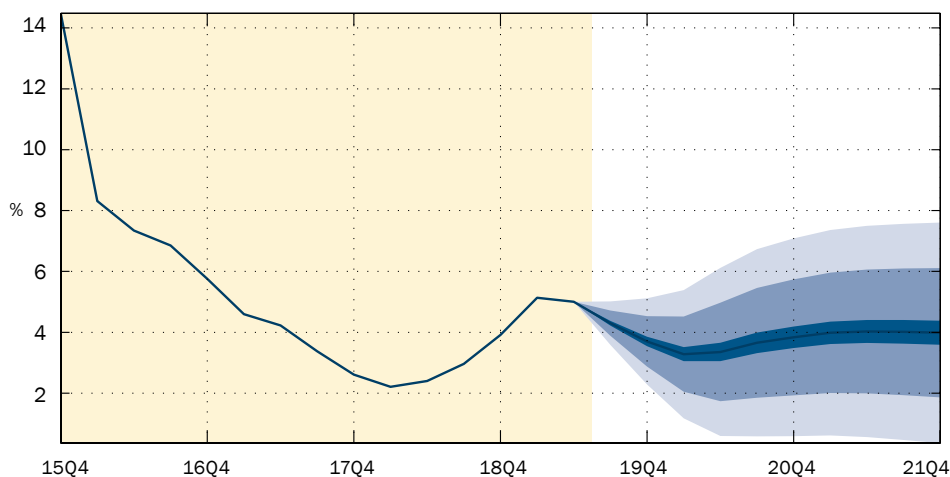
Инфляция в 2020–2021 гг. вблизи целевых ориентиров

В 2020–2021 гг. динамика инфляции прогнозируется вблизи целевых ориентиров Банка России. Повышение темпов роста экономики будет сопровождаться расширением производственного потенциала, что сформирует нейтральное влияние экономической активности на изменение потребительских цен. Динамика валютного курса будет следовать своей равновесной траекторией, не оказывая дополнительного ни повышательного, ни понижающего эффекта на инфляцию.

Сохранение проинфляционных рисков

Риски в среднесрочном периоде остаются смещенными в сторону проинфляционных. По-прежнему незаякоренными остаются ожидания населения, чувствительные к колебаниям отдельных товарных позиций. Сохраняется вероятность проинфляционной динамики бюджетной политики в случае использования ликвидной части ФНБ сверх 7% ВВП на финансирование текущих расходов. Расширение санкционной риторики западных стран и усиление оттока капитала в случае дальнейшего нарастания глобальной неопределенности могут привести к ускорению темпов ослабления национальной валюты, что окажет влияние на инфляцию.

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



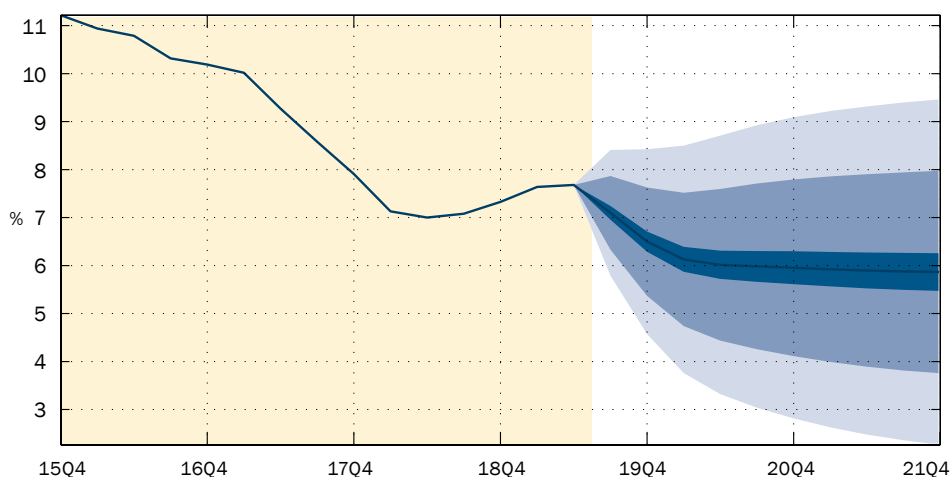
Примечание: сезонно скорректированные данные.
Источник: расчеты авторов, ЕЭК

Монетарные условия

Сохранение нейтрального характера процентной политики

На фоне быстрого замедления инфляционных процессов Банк России снизил ключевую ставку в октябре 2019 г. на 0,5 п.п. до 6,5%. До конца текущего года мы ожидаем еще одно понижение ставки до 6,25%, что окажет поддержку экономической активности в 2020 г. В среднесрочной перспективе по мере стабилизации инфляции вблизи целевого ориентира и уменьшения величины премии за риск вложений в российские активы остается потенциал дальнейшего снижения ключевой ставки до 6%. В целом мы полагаем, что характер процентной политики на прогнозном горизонте сохранится близким к нейтральному.

Рисунок 21.
Ставка МАСР
(в среднем за период)

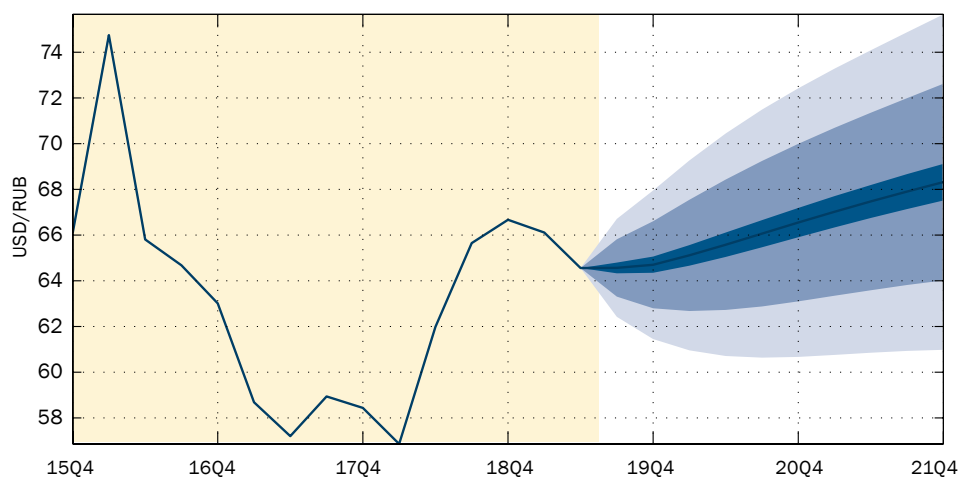


Источник: расчеты авторов, ЕЭК

Тенденция к ослаблению российского рубля

В IV квартале текущего года динамика курса российского рубля к доллару США ожидается около 65 рублей за доллар США, что в условиях замедления инфляции будет способствовать поддержанию уровня курса вблизи равновесия. В среднесрочном периоде прогнозируется постепенное ослабление российского рубля в условиях более высокой инфляции в стране по сравнению с государствами – основными торговыми партнерами. Вместе с тем мы оцениваем как достаточно высокую вероятность замедления равновесных темпов девальвации национальной валюты по мере усиления потенциального экономического роста, что приведет к снижению отрицательного дифференциала производительности внутри страны и за рубежом. В такой ситуации сохранение конкурентоспособности российских товаров потребует меньшей поддержки ценового фактора.

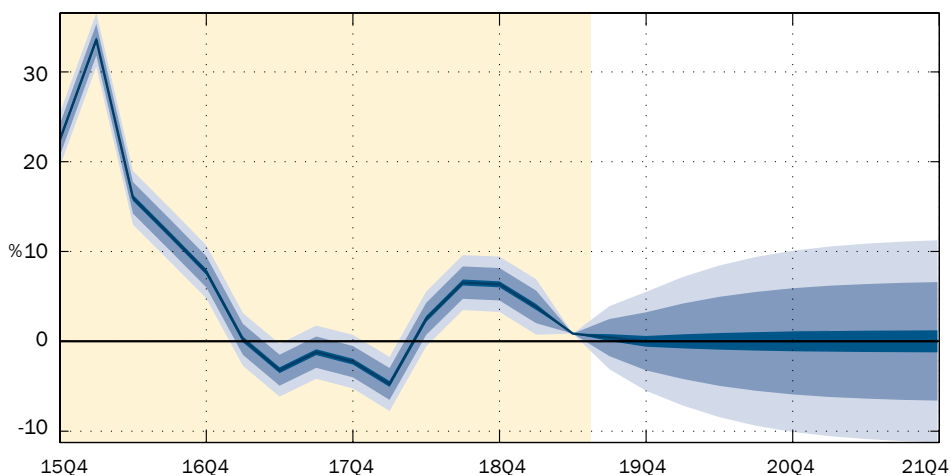
Рисунок 22.
Курс российского
рубля к доллару США
(рублей за доллар
США)



Источник: расчеты авторов, ЕЭК

Основные риски для курсовой динамики исходят из внешнего сектора. Существенное замедление мировой экономики, в том числе из-за усиления противостояния в торговой сфере между США и Китаем, способно привести к снижению цен на сырьевые товары и спроса инвесторов на активы развивающихся рынков. Согласно оценкам ЕАБР, полученным с использованием внедренного в Банке модельного комплекса, в случае реализации подобного неблагоприятного сценария дополнительное ослабление российского рубля к доллару США может составить около 5% в среднем за год.

Рисунок 23.
Разрыв реального
курса российского
рубля к доллару США
(+ = недооцененность
рубля)



Источник: расчеты авторов, ЕЭК

Основные макроэкономические показатели Российской Федерации

Показатель	2016	2017	2018	2019П	2020П	2021П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	0,3	1,6	2,3	1,1	1,8	2,0
Индекс потребительских цен (прирост в % декабрь к декабрю предыдущего года)	5,4	2,5	4,3	3,5	4,0	4,0
Номинальная ставка МІАСР в национальной валюте (% годовых в среднем за год)	10,6	9,0	7,1	7,2	6,0	6,0
Номинальный курс российского рубля к доллару США, рублей за 1 доллар США (в среднем за год)	66,9	58,3	62,5	65,0	65,8	67,7

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

