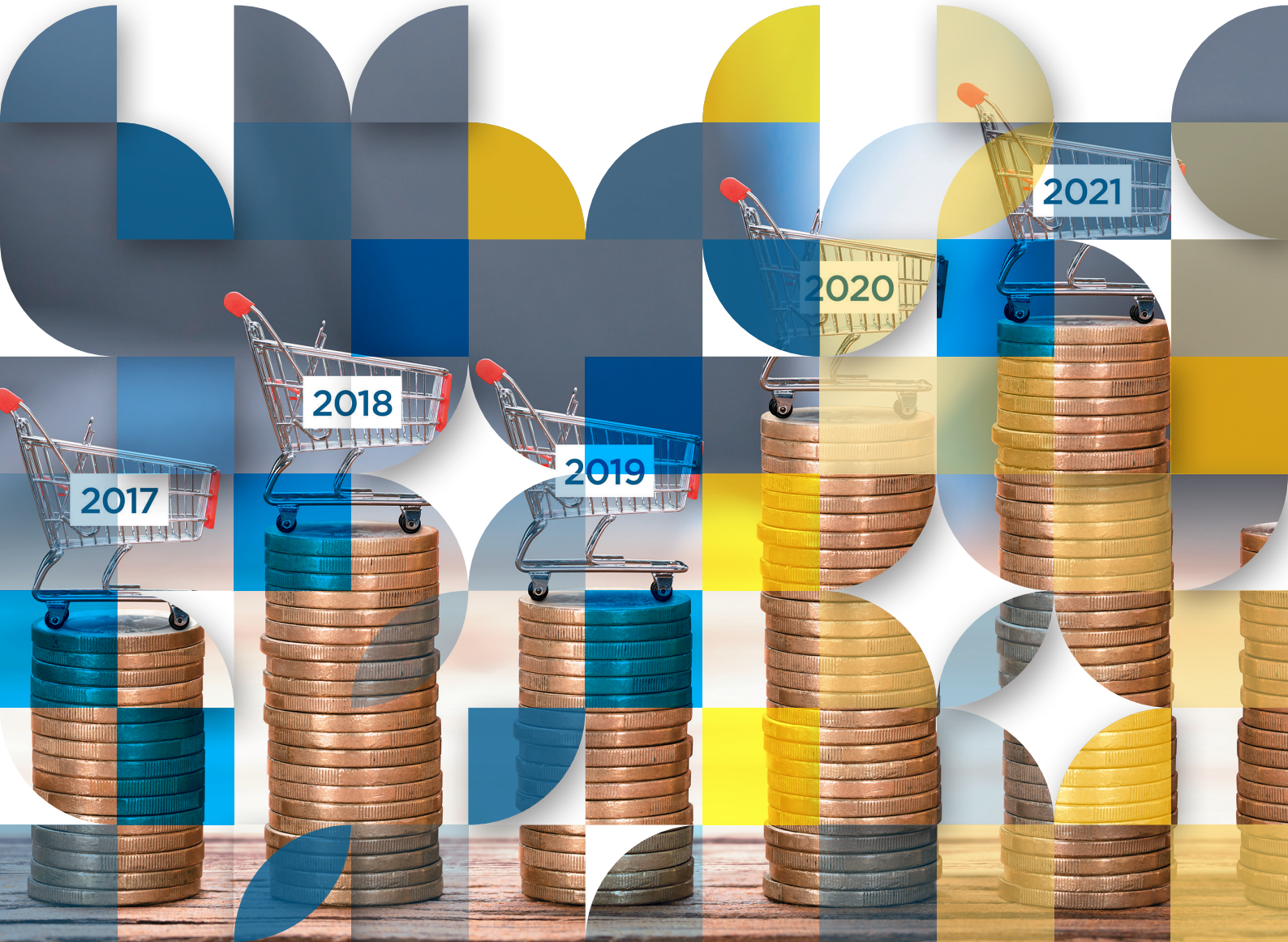
Евразийский Банк Развития | 15 лет

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

Возвращение инфляции: надолго ли и стоит ли бояться?

Июнь **2021**



МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ ЕАБР

ВОЗВРАЩЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ: НАДОЛГО ЛИ И СТОИТ ЛИ БОЯТЬСЯ?

ИЮНЬ **2021**

ЕАБР | 15 лет

Центр странового анализа
Дирекция по аналитической работе

Москва
2021

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Харитончик, А., Бабаджанян, В. (2021) *Макроэкономический прогноз ЕАБР. Возвращение инфляции: надолго ли и стоит ли бояться? Июнь 2021*. Москва: Евразийский банк развития.

Авторы:

Евгений Винокуров, главный экономист ЕАБР и ЕФСР, vinokurov_ey@eabr.org

Алексей Кузнецов, руководитель Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, kuznetsov_as@eabr.org

Айгуль Бердигулова, старший аналитик Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, berdigulova_ar@eabr.org

Константин Федоров, старший аналитик Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, fedorov_ks@eabr.org

Анатолий Харитончик, старший аналитик Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, kharitonchik_ai@eabr.org

Документ включает в себя подробное описание текущих внутренних и внешних макроэкономических условий, а также согласованный прогноз. Анализ учитывает существующие взаимосвязи между шестью экономиками – Армении, Беларуси, Казахстана, Кыргызстана, России и Таджикистана – и странами – основными торговыми партнерами. Прогноз макроэкономических индикаторов подготовлен ЕАБР с использованием интегрированной системы моделей, в основе которой лежит многострановая структурная динамическая макроэкономическая модель общего равновесия. Более подробная информация о данной системе представлена в совместном докладе ЕАБР и ЕЭК (ЕАБР, 2016).

Ключевые слова: экономический рост, прогноз, ВВП, инфляция, валютный курс, спрос, денежно-кредитная политика, бюджет, процентная ставка, инвестиции.

JEL: E17, F15, F31, H62, O11.

Документ носит исключительно информационный характер и не может расцениваться как рекомендация к покупке или продаже финансовых инструментов. Ни информация, содержащаяся в документе, ни любая другая информация, касающаяся темы данного документа, которая может быть распространена в будущем, не может быть использована в качестве основы для возникновения какого-либо контракта. Несмотря на всю тщательность, с которой готовился документ, 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 документе. ЕАБР в прямой форме снимает с себя ответственность и обязательства в связи с любыми имеющимися в данном документе сведениями. Любая информация, содержащаяся в документе, может изменяться в любое время без предварительного уведомления.

Перепечатка и другие формы копирования текста целиком или по частям, включая крупные фрагменты, а также размещение его на внешних электронных ресурсах разрешены при обязательной ссылке на оригинальный текст.

Электронная версия документа находится на
https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews/

© Евразийский банк развития, 2021

СОДЕРЖАНИЕ

Список сокращений . . . 4
РЕЗЮМЕ . . . 5
ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ . . . 15
Текущая ситуация . . . 15
Прогноз . . . 16
Риски . . . 18
ГОСУДАРСТВА – УЧАСТНИКИ ЕАБР . . . 26
Основные макроэкономические показатели государств – участников Банка (базовый сценарий) . . . 26
РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ . . . 27
Текущая ситуация . . . 27
Прогноз . . . 29
Риски . . . 31
РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ . . . 32
Текущая ситуация . . . 32
Прогноз . . . 34
Риски . . . 37
РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН . . . 39
Текущая ситуация . . . 39
Прогноз . . . 40
Риски . . . 42
КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА . . . 44
Текущая ситуация . . . 44
Прогноз . . . 45
Риски . . . 47
РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ . . . 48
Текущая ситуация . . . 48
Прогноз . . . 50
Риски . . . 53
РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН . . . 55
Текущая ситуация . . . 55
Прогноз . . . 56
Риски . . . 59
Список литературы . . . 60
Глоссарий . . . 61

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

ВВП – валовой внутренний продукт

ВДС – валовая добавленная стоимость

ГСМ – горюче-смазочные материалы

ЕАБР, Банк – Евразийский банк развития

ЕАЭС – Евразийский экономический союз

ЕС – Европейский союз

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

ЕЦБ – Европейский центральный банк

ЕЭК – Евразийская экономическая комиссия

ИПЦ – индекс потребительских цен

КР – Кыргызская Республика

МБК – межбанковский рынок кредитования

МВФ – Международный валютный фонд

Минфин РА – Министерство финансов Республики Армения

Минфин РФ – Министерство финансов Российской Федерации

Минэкономразвития РФ – Министерство экономического развития Российской Федерации

НБ КР – Национальный банк Кыргызской Республики

НБ РБ – Национальный банк Республики Беларусь

НБ РК – Национальный банк Республики Казахстан

ОПЕК – Организация стран – экспортеров нефти

ОФЗ – облигации федерального займа

РА – Республика Армения

РБ – Республика Беларусь

РВСР – расчетная величина стандартного риска

РК – Республика Казахстан

РТ – Республика Таджикистан

РФ – Российская Федерация

США – Соединенные Штаты Америки

ФАО – Продовольственная и сельскохозяйственная организация Организации Объединенных Наций

ФРС США – Федеральная резервная система США

ЦБ РА – Центральный банк Республики Армения

ЦБ РФ – Центральный банк Российской Федерации (Банк России)

COVID-19 – COronaVIrus Disease 2019, коронавирусная инфекция

FRED – Federal Reserve Economic Data

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

PMI – Purchasing Managers' Index (индикатор, характеризующий изменение деловой активности и условий функционирования частных предприятий в обрабатывающей промышленности и сфере услуг)

TONIA – Tenge OverNight Index Average

г. – год

% – процент

% г/г – годовой темп прироста

долл. – доллар

п.п. – процентный пункт

млн – миллион

млрд – миллиард

трлн – триллион

тыс. – тысяча

РЕЗЮМЕ

Мировая экономика находится на подъеме. Глобальный совокупный PMI в мае достиг максимального значения за последние 15 лет – 58,4 пункта. Деловая активность растет практически во всех крупнейших экономиках, сильнейшую динамику демонстрируют США. Все большую роль в восстановлении глобальной экономики играет сфера услуг. В апреле впервые с января 2020 г. увеличилась активность в секторе туризма и отдыха, а в мае она росла максимальными темпами за время наблюдений. Промышленность также сохраняет импульс роста. Активному восстановлению глобальной экономики способствует масштабная бюджетная и денежно-кредитная поддержка, в первую очередь в развитых странах.

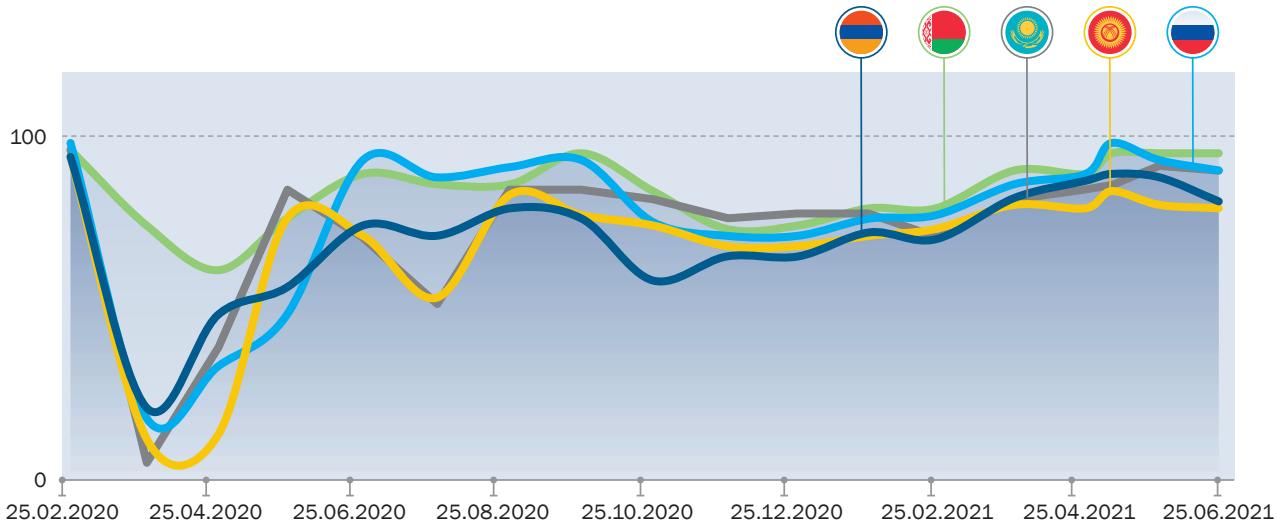
Регион операций ЕАБР в первой половине текущего года не остался в стороне от мировых тенденций – деловая активность стремительно восстанавливалась (рисунок 1). Экономики России и Казахстана, по оценкам ЕАБР, уже по итогам II квартала вышли на допандемийный уровень. Это стало возможным во многом благодаря мерам государственной поддержки и заметному смягчению бюджетной и денежно-кредитной политики в прошлом году. Экономика Кыргызстана выйдет на положительные темпы роста в начале второго полугодия. Сильная динамика отмечается в Армении и Таджикистане, где ВВП может вырасти соответственно примерно на 4,0% и более чем на 7,5% г/г за полугодие. Существенную поддержку экспорту государств – участников Банка в первой половине года оказало усиление экономической активности в мире и взлет цен на ключевые экспортные товары. Именно благодаря расширению внешнего спроса рост ВВП Беларуси ожидается около 3% г/г за январь-июнь. Немаловажным фактором усиления деловой активности в регионе стало смягчение ограничительных мер в результате улучшения эпидемиологической обстановки.

Рисунок 1. Динамика восстановления экономической активности в государствах – участниках ЕАБР

А) Реальный ВВП *(IV кв. 2019 г. = 100%, с устранением сезонности)*

	IV.19	I.20	II.20	III.20	IV.20	I.21	**II.21**
Агрегированный ВВП	**100**	100	92	95	98	99	**100**
Армения	**100**	100	85	91	91	97	**97**
Беларусь	**100**	99	97	99	100	100	**102**
Казахстан	**100**	100	93	95	98	98	**100**
Кыргызстан	**100**	98	89	92	86	88	**93**
Россия	**100**	100	92	95	98	99	**100**
Таджикистан	**100**	100	102	103	105	107	**109**

Б) Активность на улицах наиболее крупных городов
(максимальный дневной уровень в феврале-марте 2020 г. = 100)



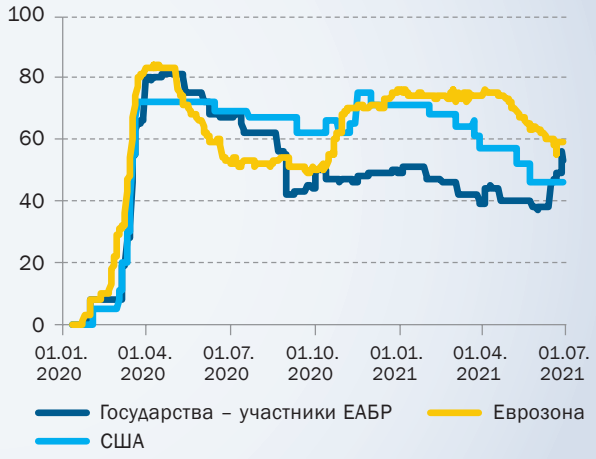
Источник: Яндекс, национальные ведомства, расчеты ЕАБР.

Заболеваемость коронавирусом в мире постепенно снижается, а ограничительные меры смягчаются (рисунки 2.А и 2.Б). В рамках этого тренда в первой половине года развивалась и ситуация в государствах – участниках ЕАБР, что в целом соответствует предпосылкам нашего предыдущего прогноза. Вместе с тем в России и Кыргызстане в июне отмечается увеличение регистрируемых случаев COVID-19. Снижению темпов инфицирования далее в течение года может способствовать кампания вакцинации, которая началась в государствах – участниках Банка. Вместе с тем темпы вакцинации в регионе пока остаются умеренными (рисунки 2.В и 2.Г). В базовом сценарии мы ждем наращивания темпов вакцинации и замедления скорости распространения коронавируса в регионе, однако риски новых подъемов заболеваемости сохраняются.

Рисунок 2. Ход пандемии и интенсивность противоэпидемических мер

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

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



Примечание: на рисунке 2.В данные по Китаю приведены на 10 июня, по Великобритании – на 26 июня. На рисунке 2.Г данные по Армении приведены на 6 июня, по Беларуси – на 13 июня, по Узбекистану – на 15 июня, по Таджикистану – на 20 июня, по Кыргызстану – на 23 июня.

Источник: Oxford University, Johns Hopkins University, Our World in Data (Mathieu et al., 2021), расчеты ЕАБР.

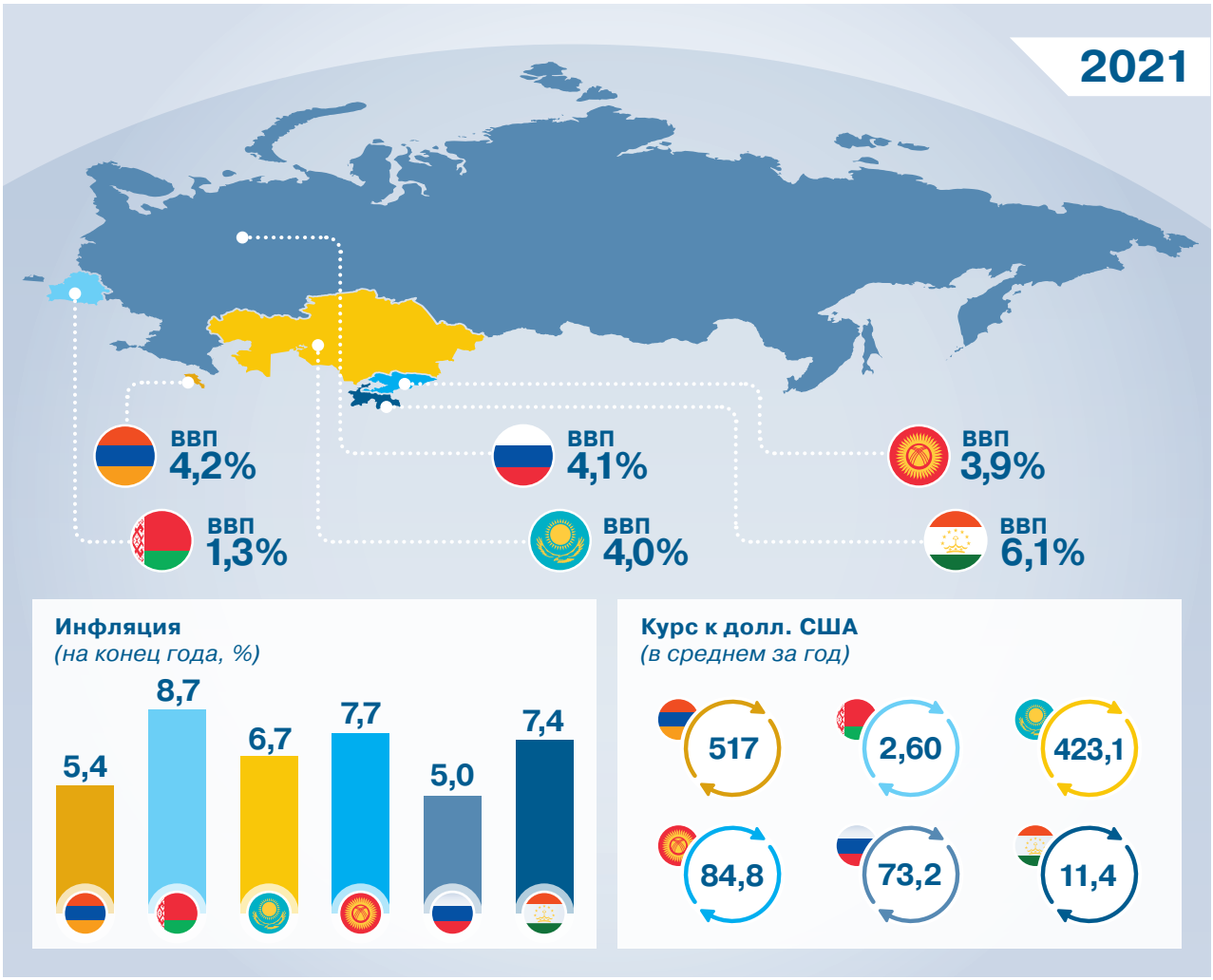
Экономики стран – ключевых торговых партнеров региона операций ЕАБР в текущем году покажут рекордные темпы роста за десятилетие, которые носят восстановительный характер. Прогнозируем увеличение ВВП Китая на 8,5% в этом году. Мы предполагаем, что динамика деловой активности в Китае со второго полугодия 2021 г. стабилизируется вблизи своих потенциальных темпов после бурного восстановления во второй половине 2020 – начале 2021 г. Активное восстановление ожидается в еврозоне, ВВП которой может прибавить 4,3% в 2021 г. и 4,7% в 2022 г. В США в базовом сценарии ждем роста экономики на 6,5% в этом году и на 3,9% в следующем. Уже в III квартале 2021 г. американская экономика может оказаться перегретой из-за массированных бюджетных и денежных вливаний. Ожидаем положительного разрыва выпуска в США на всем прогнозном горизонте 2021–2023 гг. При этом в базовый сценарий закладываем предпосылку о сохранении мягкой риторики ФРС в этом году и начале осторожного повышения ставки с конца 2022 – начала 2023 г. Прогноз по цене нефти Urals на 2021 г. повышен с 55 до 64 долл. за баррель на фоне сильного восстановления мировой экономики и роста оптимизма на рынках. В 2022–2023 гг. нефтяные цены ожидаются в диапазоне 60–65 долл. за баррель.

Прогноз роста агрегированного ВВП государств – участников ЕАБР на 2021 г. повышен на 0,7 п.п. до 4% в условиях сильной поддержки со стороны мировой экономики. Пересмотр объясняется главным образом улучшением оценки роста ВВП России в этом году – с 3,3 до 4,1%. Мы прогнозировали сильную восстановительную динамику экономической активности России, однако реальность полугодия превосходит ожидания. Дополнительные 0,3 п.п. к росту ВВП России добавят более высокие цены на нефть. Кроме того, бóльший объем бюджетных доходов, скорее всего, приведет к дополнительной поддержке деловой активности со стороны расходов.

Повышены и прогнозы ЕАБР по росту ВВП Армении и Беларуси – до 4,2 и 1,3% в 2021 г. соответственно. Более активное восстановление экономики России – ключевого торгового партнера Армении и Беларуси – придало сильный импульс экспорту этих стран. В то же время потребительская и инвестиционная активность в Армении и Беларуси ожидаются сдержанными. При этом в Беларуси прогнозируется замедление роста экономики во втором полугодии вследствие введения ограничительных мер США, ЕС и Великобританией.

ЕАБР сохраняет прогноз по росту экономики Казахстана на 4% в 2021 г. Поддерживать экономическую активность в Казахстане продолжат бюджетная политика и комфортный уровень цен на нефть. Однако более затяжное действие ограничительных мер в значительной мере компенсирует положительное влияние внешней конъюнктуры. Прогнозы ЕАБР по росту экономик Кыргызстана и Таджикистана на 2021 г. также сохранены на уровнях 3,9 и 6,1% соответственно. Мы ожидаем, что более быстрое, чем мы прогнозировали ранее, восстановление российской экономики может не оказать значительного эффекта на рост экономик Кыргызстана и Таджикистана в текущем году в условиях сохранения ограничений на трансграничную трудовую миграцию.

Рисунок 3. Прогноз экономического роста стран – участниц ЕАБР



Источник: расчеты ЕАБР.

Ожидаем выхода большинства государств региона на устойчивые темпы экономического роста в среднесрочной перспективе. При этом динамика роста в 2022 г. может быть неоднородной. В России активная фаза восстановления экономики завершится в 2021 г. После этого рост ВВП будет замедляться к своим потенциальным темпам по мере ослабления денежно-кредитных и бюджетных стимулов. В базовом сценарии ЕАБР прогнозирует рост российской экономики на 2,2% в 2022 г. В Казахстане ожидаем расширения экономической активности на 4,4% в 2022 г., что станет возможным при полном снятии санитарных ограничений в стране. Ускорение роста ВВП в следующем году прогнозируется и в Кыргызстане – до 5,2% – благодаря планируемому увеличению добычи золота и росту денежных переводов. Сильные показатели ожидаются в 2022 г. в Армении и Таджикистане – 4,7 и 7,8% соответственно. Деловую активность в этих странах также поддержит приток денежных переводов в результате снятия ограничительных мер. Крайне высокая степень неопределенности экономической динамики сохраняется в Беларуси. В базовом сценарии ЕАБР прогнозирует сохранение ВВП Беларуси в 2022 г. на уровне 2021 г. Мы ожидаем, что экономика страны будет адаптироваться к ограничительным мерам США, ЕС и Великобритании постепенно, и их последствия могут ограничить рост ВВП республики в 2022 г. Если же экономика Беларуси быстро адаптируется к вводимым ограничениям, то ВВП страны в 2022 г. может вырасти в пределах 1%.

Быстрое восстановление мировой экономики, подогреваемое дешевыми деньгами центробанков развитых стран и бюджетными вливаниями, ведет к масштабному росту цен активов. В лидерах промышленные металлы, в мае прибавившие в цене более 60% к уровням до пандемии. Продовольствие за этот период подорожало более чем на 30%, стройматериалы – более чем на 10%. Нефть в июне торгуется выше 70 долл. за баррель – последний раз она стоила так дорого весной 2019 г. Сюда добавляются и временные факторы – вызванные пандемией разрывы производственных цепочек. Все это транслируется в рост цен практически по всему миру. Так, инфляция в США в мае подскочила до максимума с августа 2008 г. и составила 5% г/г, а в еврозоне – до 2% г/г. В Китае производственные цены выросли на 9% г/г в мае – это максимум с сентября 2008 г.

Инфляция в государствах – участниках ЕАБР движется в рамках общемирового тренда – в мае ее средний уровень по региону повысился до 6,6% г/г – с 5,6% в декабре 2020 г. Траектория инфляции в странах – членах Банка в целом соответствует предыдущему прогнозу ЕАБР, однако действие проинфляционных факторов оказалось сильнее ожиданий. Рост цен в регионе сейчас во многом импортируемый – сказываются удорожание сырья и последствия ослабления национальных валют в прошлом году. В условиях сохраняющихся в мире ограничений и быстрого усиления спроса удлиняются сроки поставок, отмечается ограниченность в выборе поставщиков и комплектующих. В результате издержки предприятий растут максимальными темпами за последние годы, а давление на цены со стороны спроса в большинстве государств региона приобретает все более устойчивый характер. В складывающихся условиях центральные/национальные банки стран региона сократили масштабы денежно-кредитной поддержки экономик. Ставка рефинансирования в Беларуси с начала года повышена на 0,75 п.п. – до 8,5%, в Армении и Таджикистане – на 1,25 п.п. до 6,5% и 12,0% соответственно, в Кыргызстане учетная ставка увеличена на 1,5 п.п. до 6,5%, Банк России повысил ключевую ставку на 1,25 п.п. – до 5,5%.

Многие инфляционные факторы носят временный характер, однако на их нейтрализацию нужно время. Затухание пандемии поспособствует восстановлению производственных цепочек, что снизит давление на издержки предприятий. Как и ранее, ожидаем замедления роста цен на металлы, продовольствие и нефть к концу года по мере завершения активной фазы

восстановления китайской экономики. В результате к концу 2021 г. прогнозируется снижение потребительской инфляции в среднем по региону операций Банка до 5,6%. В Армении ожидаем инфляцию в размере 5,4% на конец года, в Беларуси – 8,7%, в Казахстане – 6,7%, в Кыргызстане – 7,7%, в России – 5%, в Таджикистане – 7,4%. В 2022 г. в базовом сценарии ЕАБР прогнозируется ослабление инфляционного давления со стороны спроса и восстановление производственных цепочек. В результате средняя по региону инфляция может снизиться до 4,1% по итогам 2022 г.

В базовом сценарии ЕАБР ожидает постепенный переход к нейтральным денежно-кредитным условиям в большинстве государств-участников в среднесрочной перспективе. В настоящее время масштаб денежно-кредитного стимулирования в странах региона сильно различается. В России ключевая ставка, даже несмотря на ее повышение с начала года до 5,5%, остается стимулирующей экономическую активность. Допускаем ее повышение до 6–6,5% для недопущения перегрева экономики. В среднесрочном периоде видим оптимальным ключевую ставку на уровне 5,5% при прогнозируемом замедлении инфляции. В Казахстане денежно-кредитные условия оцениваем близкими к нейтральным и считаем, что сохранение в этом году базовой ставки в размере 9% позволит балансировать проинфляционные риски и риски экономического роста. В дальнейшем ожидаем постепенного понижения ставки по мере снижения инфляции. Схожего видения придерживаемся и в случае Таджикистана. В Армении и Кыргызстане движение в сторону нейтральной монетарной политики может привести к некоторому росту ключевых ставок в 2022–2023 гг. В Беларуси в базовом сценарии допускаем сохранение жесткой денежно-кредитной политики в 2021–2023 гг. из-за присутствия повышенных рисков для курса национальной валюты и инфляции. Следует отметить, что в целом прогноз ЕАБР предполагает постепенное сближение инфляции и процентных ставок в государствах – участниках Банка по мере углубления интеграционных процессов в регионе.

Цены на нефть продолжат поддерживать курсы валют государств – участников ЕАБР в 2021 г. Во II квартале 2021 г. валюты большинства стран региона укрепились к доллару. Курсы поддержали рост мировых цен на ключевые экспортные товары (в первую очередь нефть и металлы) и усиление внешнего спроса. Российский рубль получил дополнительную поддержку от повышения ключевой ставки ЦБ РФ и некоторого ослабления геополитических рисков. Недооцененность национальных валют государств – участников Банка к доллару снизилась, и пространство для их дальнейшего укрепления ограничено. Ожидаемое сохранение цен на нефть в комфортном для стран региона диапазоне продолжит поддерживать их валюты в 2021–2022 гг. Средний курс российского рубля к доллару по итогам 2021 г. прогнозируется около 73,2, в 2022 г. – 71,8, казахстанского тенге к доллару – 423 и 428 соответственно.

Возвращение глобальной инфляции несет существенные риски для прогноза экономического развития государств – участников Банка. Ускорение инфляции и активное восстановление мировой экономики повышают вероятность скорого сворачивания денежно-кредитных стимулов. В первую очередь это релевантно по отношению к США, экономика которых уже в III квартале 2021 г. может оказаться перегретой. Сохранение инфляции в США вблизи 5% в летние месяцы этого года может побудить ФРС существенно ужесточить риторику уже в августе-сентябре 2021 г. Это усилит отток капитала с развивающихся рынков, приведет к увеличению доходности их гособлигаций, ослаблению национальных валют и росту внутренних процентных ставок.

Рисковый сценарий ЕАБР предполагает ужесточение риторики ФРС в этом году, начало сворачивания программы количественного смягчения в конце 2021 – начале 2022 г.

и постепенное повышение ставки ФРС с осени 2022 г. примерно до 2% на конец 2023 г. (врезка 1). При таком развитии событий доллар получит импульс к укреплению, а рост мирового ВВП может замедлиться на 0,3 п.п. в 2022–2023 гг. в сравнении с базовым прогнозом. Инфляция в США в рисковом сценарии прогнозируется на уровне 2,7% в среднем за 2022 г. и 1,9% за 2023 г. Цены на нефть могут несколько снизиться, однако останутся вблизи 60 долл. за баррель. При этом золото может подешеветь до 1 500 долл. за унцию в 2023 г. – на 10% ниже, чем в базовом сценарии ЕАБР.

При реализации рискового сценария прогнозируется усиление давления на курсы валют государств – участников ЕАБР. Среднегодовой курс российского рубля к доллару в рисковом сценарии в 2021 г. прогнозируется на 1,8% слабее базового прогноза ЕАБР, в 2022 г. – почти на 5%, а в 2023 г. – на 6%. Валюты остальных государств-участников в рисковом сценарии могут также ослабнуть к доллару. Их стоимость прогнозируется в 2021 г. в среднем на 0,3% ниже, чем в базовом сценарии, в 2022 г. – на 2,5%, в 2023 г. – примерно на 4%. Ослабление национальных валют приведет к ускорению инфляции в государствах – участниках ЕАБР. Ее средний уровень на конец 2021 г. может достичь 5,9% в рисковом сценарии – на 0,3 п.п. выше базового. Ускорение инфляции может привести к повышению ключевых процентных ставок: в России при развитии такого сценария мы допускаем увеличение ключевой ставки до 6,5–7% в 2021 г. и сохранение около этих уровней на протяжении большей части 2022 г. Повышение ставок позволит обеспечить динамику инфляции в государствах – участниках ЕАБР в 2022–2023 гг. вблизи уровней базового сценария ЕАБР. Однако это приведет к потерям экономического роста, которые в целом по региону могут составить около 0,1 п.п. в 2021–2022 гг. и порядка 0,3 п.п. в 2023 г. Небольшой масштаб потерь ВВП объясняется тем, что сдерживающее воздействие от повышения процентных ставок будет частично нивелировано позитивным эффектом от ослабления национальных валют на несырьевой экспорт и процесс импортозамещения.

Возвращение глобальной инфляции несет существенные риски, однако нельзя забывать и о неопределенности развития пандемии. Кампания вакцинации должна снизить угрозы для мировой экономики, однако пока она развивается очень неравномерно, и развивающиеся страны сильно отстают. По-прежнему неясно, как сильно повлияют на деловую активность вторичные эффекты пандемии, например, большой объем накопленных долгов, как государственных, так и корпоративных. В случае быстрого ужесточения денежно-кредитных условий в развитых странах нельзя исключать возникновения глобальных проблем с рефинансированием и накапливанием долга на рубеже 2023–2024 гг. Позитивным является тот факт, что экономики, в том числе государств – участников Банка, адаптировались к функционированию в сложных условиях. Поэтому даже при ухудшении эпидемиологической обстановки потери экономического роста будут ограниченными и он останется положительным в среднесрочной перспективе в мире и в большинстве стран региона операций ЕАБР.

Назад в будущее? Возврат к «старой реальности» по инфляции

Восстановление деловой активности в мире и в государствах – участниках Банка идет активно. Мы и ранее прогнозировали сильный восстановительный рост в этом году, однако реальность пока превосходит даже наши ожидания. Мы повысили прогноз роста агрегированного ВВП региона на 0,7 п.п. до 4% по итогам 2021 г.

Одним из важнейших факторов улучшения оценки роста является бум цен на сырье. Благодаря более высоким, чем мы ожидали в марте, ценам на нефть российская экономика может

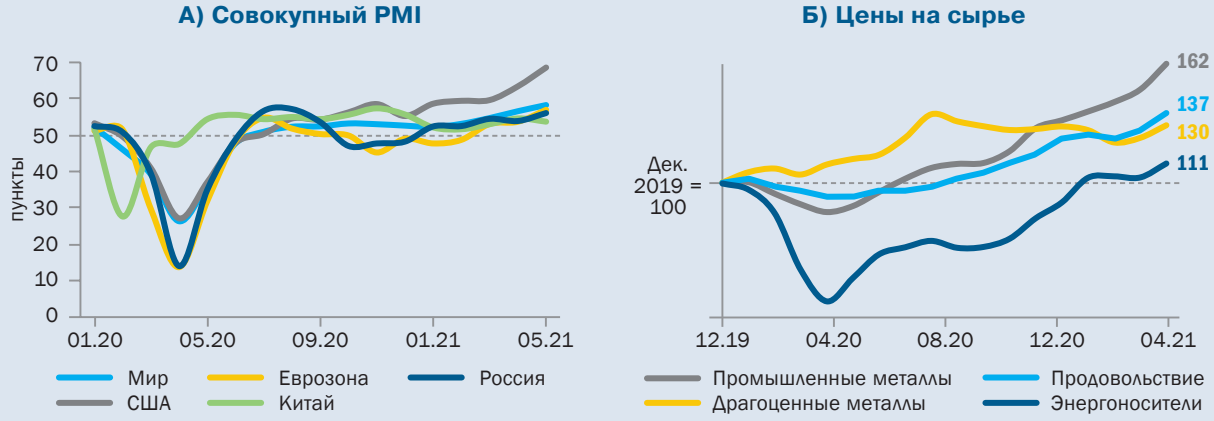
получить около 0,3 п.п. дополнительного роста ВВП в этом году. Однако у сырьевого бума есть и оборотная сторона – глобальный всплеск инфляции. Почти забытая за последние десятилетия тема не просто вернулась в повестку центральных банков по всему миру, но и стала сложнейшим вызовом для денежно-кредитной политики.

На наш взгляд, ключевым в оценке рисков высокой инфляции является вопрос о соотношении фундаментальных и временных факторов, которые привели к ее разгону.

На наш взгляд, в настоящее время инфляцию по большей части формируют временные факторы. Вызванные пандемией разрывы производственных цепочек и активное восстановление мировой экономики ведут к масштабной инфляции активов. В лидерах роста промышленные металлы, прибавившие в цене более 60% к уровням до пандемии. Продовольствие подорожало более чем на 30%, стройматериалы и энергоносители – более чем на 10%. Повышение цен на сырье, логистические трудности и ограниченность выбора поставщиков ведут к росту издержек в промышленности. Так, индикаторы PMI указывают на непрерывное увеличение затрат с лета прошлого года, а их темпы сейчас максимальные с августа 2008 г. Активное восстановление глобального спроса, стимулируемое денежными вливаниями в развитых странах, позволяет переносить возросшие затраты на потребительские цены. В результате рост потребительских цен в начале II квартала 2021 г. ускорился и в развитых, и в развивающихся странах.

Фундаментальный фактор понятен – это сверхмягкая денежно-кредитная политика крупнейших мировых центробанков и значительные бюджетные вливания. Они, разумеется, поддерживают ослабевшие во время пандемии экономики, однако ведут и к масштабному увеличению стоимости активов, которое транслируется в рост потребительских цен. Поэтому центральные банки сейчас находятся перед сложной дилеммой: ограничить стимулы для сдерживания роста цен, что чревато замедлением восстановления деловой активности, или продолжать подпитывать экономики, что может еще больше разогнать инфляцию.

Рисунок 4. Деловая активность в мире и цены на сырье

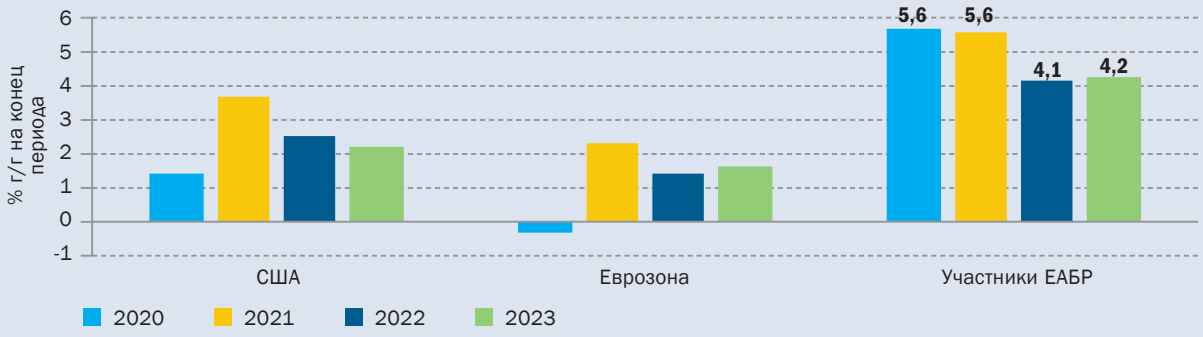


Источник: IHS Markit, Всемирный банк, расчеты ЕАБР.

Как уже было отмечено, мы полагаем, что текущие инфляционные факторы постепенно станут нейтральными. Затухание пандемии поспособствует восстановлению производственных цепочек, что снизит давление на издержки предприятий. Рост цен на продовольствие, металлы

и энергоресурсы замедлится к концу года в результате завершения активной фазы восстановления крупнейших экономик, в первую очередь китайской. В результате замедлится и потребительская инфляция, хотя ее уровень и останется несколько выше целевых ориентиров. Мы ожидаем, что ее средний уровень в государствах – участниках ЕАБР составит около 5,6% по итогам года и 3,5–4% в США. По мере завершения восстановительного периода и затухания пандемии инфляционное давление существенно ослабнет, и мы не удивимся, например, снижению инфляции в России ближе к 3% в следующем году. Особняком стоят США, где инфляция, вероятно, сохранится выше уровней прошлого десятилетия – вблизи 2,5% в ближайшие годы.

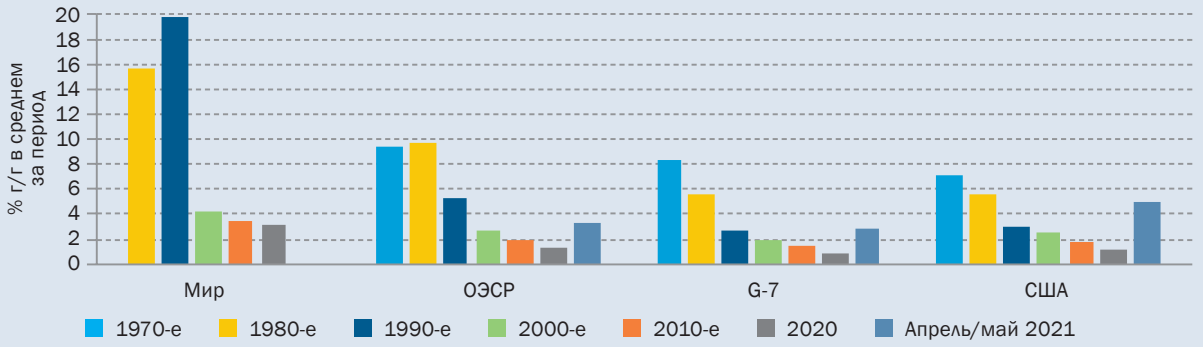
Рисунок 5. Прогноз ЕАБР по инфляции (базовый сценарий)



Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР.

Таким образом, на ближайшие кварталы и даже годы мы не разделяем алармистских взглядов. Но при этом видим возможность повышения средних темпов инфляции на постоянной основе в 2020-х гг. Вполне реалистично предположение, что инфляция в развитых странах будет устойчиво выше значений 2010-х гг. Не 0–2%, к которым рынок уже привык за 2010-е гг., а, возможно, 2–4%. Это то, что было в мире нормой до глобального финансового кризиса. Такие постоянные инфляционные темпы не представляют собой структурной проблемы для мировой экономики. Но, в моменте, они потребуют довольно существенной подстройки финансового сектора (кредиты, депозиты) и реального сектора (стратегии ценообразования, хеджирование рисков и т.д.).

Рисунок 6. Средние показатели инфляции за последние 50 лет: возврат к «старой реальности» более высокой постоянной инфляции?

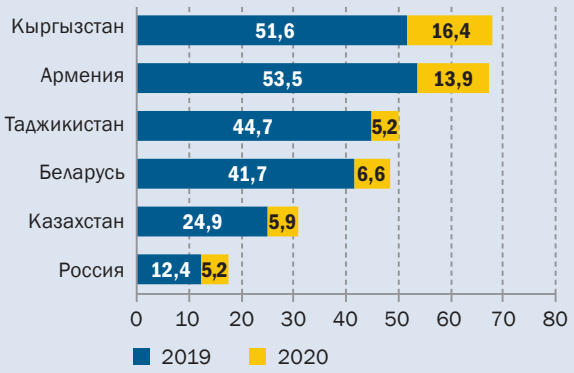


Источник: МВФ, ОЭСР, расчеты ЕАБР.

Может ли сверхмягкая денежно-кредитная политика развитых государств аукнуться, например, стагфляционными рисками в долгосрочной перспективе? Мы считаем, что вероятность этого в мировом масштабе низкая. Но на уровне отдельных стран мира – в странах с высоким уровнем суверенного и частного внешнего долга (особенно если долг выражен в иностранной валюте) – такая вероятность в 2020-х гг. есть. Конечно, Россия и Казахстан, с их комфортным низким уровнем внешнего долга, находятся вне зоны риска.

Рисунок 7. Государственный долг в мире и государствах – участниках ЕАБР

А) Государства – участники ЕАБР *(% ВВП)*



Б) Мир *(% ВВП)*

Источник: министерства финансов государств – участников ЕАБР, МВФ, расчеты ЕФСР.

Резкий рост долгового бремени, безусловно, является серьезным вызовом для многих стран. В развитых странах госдолг в 2020 г. увеличился в среднем на 16 п.п. и достиг 120% ВВП. В странах со средними доходами – на 10 п.п. до 64% ВВП. Четвертая волна аккумуляции долга началась еще до пандемии. Предыдущие три (1970–1980 гг., 1990–2000 гг. и 2007–2009 гг.) неизменно заканчивались кризисом. Несмотря на благоприятную среду низких ставок, в этот раз экономический рост и инвестиции слабее. В условиях возрастания инфляционных рисков существует вероятность скорого начала нормализации денежно-кредитной политики в развитых странах. Это будет нести существенные риски для развивающихся стран с высоким уровнем долга в иностранной валюте. Поэтому для мировой экономики будет критически важным момент выхода центральных банков из сверхмягкой политики – аккуратный, но при этом своевременный, незатянутый.

Евгений Винокуров,
главный экономист ЕАБР и ЕФСР

ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

Текущая ситуация

Деловая активность в мире во II квартале 2021 г. продолжает усиливаться. Глобальный сводный PMI составил 56,7 пункта в апреле и 58,4 в мае. Экономическая активность увеличивалась практически во всех крупнейших экономиках мира, а сильнейшую динамику демонстрировали США и Великобритания. Растет выпуск в обрабатывающей промышленности, особенно в автомобилестроении и производстве машин и оборудования. Заметно усилилась активность в непроизводственной сфере, где с марта к росту перешел выпуск потребительских услуг. Опросы IHS Markit указывают, что в апреле 2021 г. впервые с января 2020 г. выросла активность в секторе туризма и отдыха, а в мае она росла максимальными темпами за все время наблюдений. Активному восстановлению глобальной экономики способствует широкомасштабная бюджетная и денежно-кредитная поддержка, в первую очередь в развитых странах. Важным фактором выступает постепенное смягчение ограничительных мер в крупнейших экономиках мира на фоне кампании вакцинации, что поддерживает высокий уровень оптимизма.

Ключевые сырьевые товары стоят гораздо дороже, чем до пандемии. К масштабной инфляции активов ведут разрывы производственных цепочек и динамичное восстановление глобальной экономической активности, поддерживаемое массивными денежно-кредитными и бюджетными стимулами в развитых странах. Индекс цен на энергоносители Всемирного банка возрос в мае на 10,6% к декабрю 2019 г. Нефть Urals в начале июня стоит более 70 долл. за баррель – цены на нефть продолжают поддерживать высокий уровень выполнения обязательств ОПЕК+ по ограничению добычи, а также сдержанная динамика добычи странами, не входящими в картель. Неэнергетические товары в мае подорожали на 38,2% к декабрю 2019 г. В лидерах роста промышленные металлы, прибавившие в цене более 60% за рассматриваемый период. Помимо усиления спроса, рост стоимости металлов поддерживается ожиданиями ускоренного перехода к «зеленой» экономике. Цены на продовольствие с декабря 2019 г. выросли почти на 37%, а на строительные материалы – на 10,5%.

Сильнейшее инфляционное давление за последнее десятилетие. Повышение цен на сырье, логистические трудности и ограниченность в выборе поставщиков ведут к массивному росту издержек. Так, индикаторы PMI указывают на непрерывное увеличение затрат с июня 2020 г., а их темпы сейчас максимальные с августа 2008 г. Издержки растут как в производственном секторе, так и в сфере услуг.[1] Сильнейшее ценовое давление оказывается на промежуточные товары (в том числе электронику), инвестиционные (машины и оборудование) и услуги для бизнеса. Активное восстановление глобального спроса, стимулируемое денежными вливаниями в развитых странах, позволяет переносить возросшие затраты на потребительские цены.[2] В результате рост потребительских цен в начале II квартала 2021 г. ускорился и в развитых, и в развивающихся

[1] Глобальный сводный PMI входящих затрат достиг 67 пунктов в мае 2021 г., в обрабатывающей промышленности – 71,6 (максимум с 2011 г.), в сфере услуг – 65,3 (максимум с 2008 г.).

[2] Глобальный сводный PMI отпускных цен достиг 59,1 пункта в мае 2021 г., в обрабатывающей промышленности – 62,6, в сфере услуг – 57,8.

странах. Инфляция в США в мае подскочила до 5% г/г (2,6% г/г в марте) – годовой рост потребительских цен в последний раз был выше только в августе 2008 г. В еврозоне потребительские цены выросли на 2% г/г в мае, в Турции – на 16,6% г/г, в Бразилии – на 8,1% г/г. В первые летние месяцы вероятно сохранение повышенной инфляции в мире, в том числе из-за эффекта низкой базы прошлого года.

Денежно-кредитная политика в развитых странах остается чрезвычайно стимулирующей, несмотря на усиление опасений повышения инфляции. ФРС США и ЕЦБ продолжают придерживаться мягкой риторики, сохраняют масштабные программы скупки активов и удерживают ключевые ставки на исторически минимальных уровнях. Свои действия регуляторы объясняют ожиданиями временного характера всплеска инфляции и ослаблением инфляционных факторов, спровоцированных пандемией, по мере ее затухания. Доходности десятилетних американских гособлигаций в июне опустились ниже 1,5% (более 1,7% на пике в марте и примерно 0,9% в начале года). Мы считаем, что в условиях более сильного, чем прогнозировалось рынком, ускорения инфляции в США вероятность ужесточения риторики ФРС уже в этом году существенно возросла.

Прогноз

Таблица 1. Прогнозные значения основных внешнеэкономических показателей (базовый сценарий)

прирост в % к предыдущему году, если не указано другое

	Цена нефти марки Urals *(долл. за баррель в среднем за год)*	Цена золота *(долл. за тройскую унцию в среднем за год)*	Реальный ВВП США	Реальный ВВП еврозоны	Реальный ВВП Китая
2021	64	1 809	6,5	4,3	8,5
2022	64	1 778	3,9	4,7	5,6
2023	62	1 654	2,0	2,0	5,5

Источник: расчеты ЕАБР.

Экономики стран – ключевых торговых партнеров региона операций ЕАБР в текущем году покажут рекордные темпы роста за десятилетие, которые носят восстановительный характер. Базовый сценарий прогноза ЕАБР основывается на предположении о сохранении наметившейся во II квартале тенденции снижения темпов распространения коронавируса в мире. Предполагается, что карантинные ограничения в крупнейших мировых экономиках продолжат постепенно ослабляться по мере продвижения кампании вакцинации. Это придаст стимул дальнейшему восстановлению потребительского спроса, в первую очередь в сфере услуг. Стимулирующая фискальная и монетарная политика в крупнейших мировых экономиках продолжит поддерживать инвестиционную активность. Мы ожидаем, что драйвером восстановления в этом году останутся США. Прогноз ЕАБР по росту ВВП США на 2021 г. повышен на 1 п.п. до 6,5%, а на 2022 г. – на 0,3 п.п. до 3,9%. Пересмотр оценок связан с интеграцией в прогноз широкомасштабных бюджетных стимулов. В результате мы ожидаем, что уже в III квартале этого года в экономике США сформируется положительный разрыв выпуска, который сохранится в 2022–2023 гг. Прогноз ЕАБР по росту ВВП еврозоны сохранен практически неизменным – 4,3 и 4,7%

в 2021 и 2022 гг. соответственно. Мы ожидаем, что активная фаза восстановления европейской экономики завершится в первой половине 2022 г., после чего темпы роста начнут постепенно замедляться в направлении своего потенциала. ЕАБР сохраняет прогноз по росту ВВП Китая на 8,5% в 2021 г. Мы предполагаем, что после бурного восстановления во второй половине 2020 – начале 2021 г. рост деловой активности в Китае со второй половины 2021 г. стабилизируется вблизи своих потенциальных уровней.

Прогноз ЕАБР по цене нефти Urals на 2021 г. повышен на 9 долл. до 64 долл. за баррель в среднем по году. Пересмотр связан с более сильной, чем ранее ожидалось, динамикой нефтяных котировок в первой половине этого года. На это повлияло активное восстановление мировой экономики, рост оптимизма на рынках в условиях масштабных бюджетных стимулов в США и более плавное восстановление добычи со стороны ОПЕК+. В среднесрочной перспективе увеличение спроса на энергоресурсы будет поддерживать стоимость нефти, а наращивание предложения странами ОПЕК+ выступит балансирующим фактором. Мы ожидаем, что цена нефти сформируется в диапазоне 60–65 долл. за баррель в среднесрочной перспективе, что является комфортным для государств – участников ЕАБР.

ЕАБР сохраняет ожидания постепенного замедления в течение 2021 г. темпов роста цен на продовольствие и промышленные металлы после их всплеска во второй половине прошлого – начале текущего года. Это станет следствием уменьшения вызванных пандемией перебоев с поставками и завершения активной фазы восстановления китайской экономики. Цена золота в 2021–2022 гг. прогнозируется вблизи 1 800 долл. за унцию. В дальнейшем ЕАБР ожидает постепенного снижения стоимости драгоценного металла. К этому приведет ожидаемое увеличение доходностей американских гособлигаций по мере появления явных сигналов со стороны ФРС о начале «нормализации» денежно-кредитной политики.

Инфляция в еврозоне и США останется повышенной в 2021 г., но замедлится в среднесрочной перспективе. ЕАБР прогнозирует, что действующие в настоящее время проинфляционные факторы постепенно станут нейтральными. Рост цен на продовольствие, металлы и энергоресурсы замедлится к концу года. Затухание пандемии поспособствует восстановлению производственных цепочек, что снизит давление на издержки предприятий. В результате инфляция в США замедлится к концу 2021 г., а ее уровень в среднем по году ожидается ЕАБР в размере 3%. В 2022–2023 гг. рост потребительских цен в США продолжит снижаться, однако будет сохраняться выше 2% вследствие положительного разрыва выпуска. В еврозоне ЕАБР прогнозирует среднегодовую инфляцию в размере 1,8% в 2021 г., а в конце года показатель может превысить 2% из-за эффекта низкой базы 2020 г. В 2022–2023 гг. рост потребительских цен в еврозоне ожидается ниже цели ЕЦБ (близко, но ниже 2%) вследствие исчерпания проинфляционных факторов. По сравнению с предыдущим прогнозом, оценки инфляции в США и еврозоне на 2021 г. повышены на 0,9 и 0,4 п.п. соответственно. Пересмотр в основном объясняется более сильным, чем ранее ожидалось, инфляционным давлением в первой половине года.

Денежно-кредитные регуляторы США и еврозоны сохранят экстремально мягкую политику, несмотря на повышение инфляции. ЕЦБ и ФРС демонстрируют толерантность к временному ускорению инфляции и стремятся обеспечить максимальную поддержку ослабшей во время пандемии экономической активности. В базовом сценарии мы допускаем вероятность постепенного уменьшения объемов покупки активов со стороны ФРС США в течение 2022 г. и начала осторожного повышения ключевой ставки в конце 2022 г. При этом присутствуют риски

более раннего начала ужесточения денежно-кредитной политики в США при сильной экспансии экономики и дальнейшем росте инфляции. В еврозоне ключевые ставки, вероятно, останутся на текущих исторически минимальных уровнях на всем прогнозном горизонте. ЕЦБ при этом может несколько уменьшить объем количественного смягчения в среднесрочной перспективе при устойчивости траектории возврата экономики еврозоны к состоянию равновесия.

Риски

В условиях всплеска инфляции реальной угрозой для стран с развивающейся экономикой может стать скорое начало нормализации денежно-кредитной политики в развитых странах, в первую очередь в США. Ускорение глобальной инфляции и активное восстановление мировой экономики повышают вероятность скорого сворачивания денежно-кредитных стимулов. В первую очередь это релевантно по отношению к США, экономика которых уже в III квартале 2021 г. может оказаться перегретой, а рост ВВП США по итогам этого года прогнозируется ЕАБР в размере 6,5%. Сохранение инфляции в США вблизи 5% в летние месяцы этого года может побудить ФРС существенно ужесточить риторику уже в августе-сентябре 2021 г. Это может усилить отток капитала с развивающихся рынков, привести к увеличению доходности их гособлигаций, ослаблению национальных валют и росту внутренних процентных ставок. Так, неожиданный сигнал ФРС в мае 2013 г. о скором ужесточении политики выразился в ослаблении валют 21 развивающегося государства в среднем на 3% к доллару за период с 22 мая по конец июня 2013 г., а их рынки акций упали на 7% за тот же период (Mishra et al., 2014). При этом страны с макроэкономическими дисбалансами испытали гораздо более сильные негативные последствия (врезка 1).

В случае неожиданного сигнала ФРС в этом году о скором ужесточении политики реакция рынков в моменте будет существенной, однако среднесрочные последствия ожидаются умеренными (врезка 1). Приток инвестиций в развивающиеся страны ослаб по сравнению с периодом 2012–2013 гг., особенно в период пандемии. Текущая стимулирующая позиция монетарных властей во многих государствах оставляет место для повышения ставок без существенного негативного воздействия на темпы посткризисного восстановления экономик. Тем самым имеется возможность смягчения давления на курсы валют развивающихся стран. Важным является укрепление основ макроэкономической политики в государствах – участниках ЕАБР. Переход в большинстве стран региона к гибкому курсообразованию и режимам денежно-кредитной политики, основанным на управлении инфляцией, введение бюджетных правил и аккумулирование резервов ведут к снижению подверженности экономик государств – участников ЕАБР воздействию внешних шоков. Этот вывод подтверждается в том числе в исследовании ЕАБР (Кузнецов и др., 2019).

Рисковый сценарий ЕАБР предполагает ужесточение риторики ФРС в этом году, начало сворачивания программы количественного смягчения в конце 2021 – начале 2022 г. и постепенное повышение ставки ФРС с осени 2022 г. примерно до 2% на конец 2023 г. При таком развитии событий мы ожидаем увидеть увеличение доходности американских гособлигаций на 0,5–1 п.п. уже во второй половине этого года. Доллар получит импульс к укреплению, а рост мирового ВВП может замедлиться на 0,3 п.п. в 2022–2023 гг. в сравнении с базовым прогнозом. Инфляция в США в рисковом сценарии прогнозируется на уровне 2,7% в среднем за 2022 г. и 1,9% за 2023 г. Цены на нефть могут несколько снизиться, однако останутся вблизи 60 долл. за баррель. При этом золото может подешеветь до 1 500 долл. за унцию в 2023 г. – это на 10% ниже, чем в базовом сценарии ЕАБР.

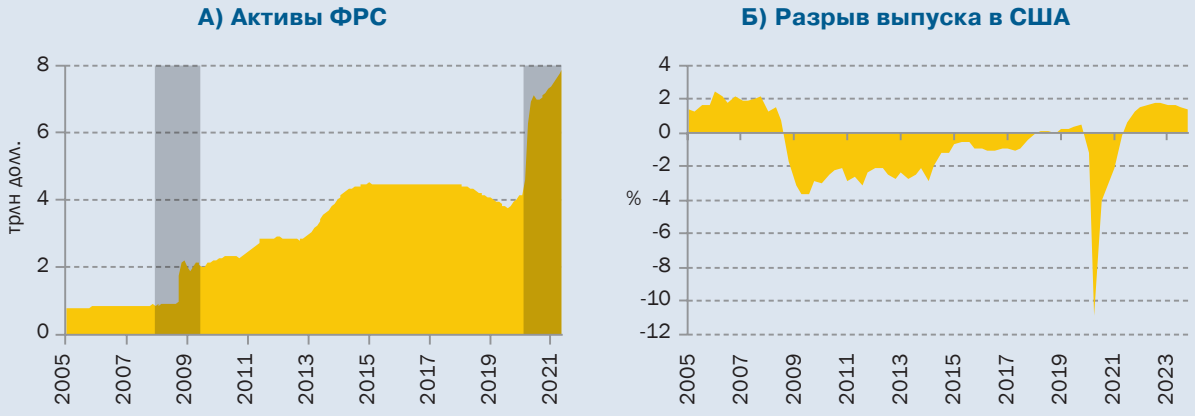
Ужесточение денежно-кредитной политики в США может стать триггером реализации угроз долговой устойчивости в развивающихся странах в среднесрочной перспективе. Рост долгового бремени сейчас является вызовом для десятков экономик по всему миру. В развитых странах, по данным МВФ, госдолг увеличился в среднем на 16 п.п. в 2020 г. и достиг 120% ВВП. В странах со средними доходами – на 10 п.п. до 64% ВВП. Новая волна аккумулирования долга в мире началась еще до пандемии. Предыдущие три (1970–1980 гг., 1990–2000 гг. и 2007–2009 гг.) неизменно заканчивались кризисом (Kose et al., 2021). Несмотря на благоприятную среду низких ставок, в этот раз экономический рост и инвестиции слабее. В связи с этим быстрое аккумулирование долга может нести существенные риски для развивающихся стран, в особенности для государств с высоким уровнем задолженности в иностранной валюте. Повышение мировых процентных ставок может привести к существенному удорожанию рефинансирования и накапливанию долга для развивающихся государств и вызвать долговой кризис уже в 2023–2024 гг. Мы считаем такое развитие событий возможным, однако пока не закладываем в рисковый сценарий прогноза.

Вероятность замедления темпов восстановления мировой экономики из-за неопределенности развития пандемии сохраняется. Причиной тому может стать низкая скорость массовой вакцинации преимущественно в развивающихся странах, появление и распространение новых штаммов коронавируса или сильные негативные вторичные эффекты пандемии. Как отмечалось в предыдущем выпуске макроэкономического прогноза ЕАБР, при негативном развитии пандемии потери роста мирового ВВП в среднесрочной перспективе могут составить более 1 п.п. по сравнению с базовым сценарием.

Врезка 1. Каналы и масштаб влияния потенциального ужесточения риторики ФРС США на экономики государств – участников ЕАБР

Мировая экономика в первой половине 2021 г. активно восстанавливается, и драйвером этого процесса выступают США. ЕАБР прогнозирует рост американского ВВП на 6,5% в 2021 г. и на 3,9% в 2022 г. благодаря масштабным бюджетным и денежно-кредитным вливаниям. В результате уже в этом году экономика США окажется в состоянии экспансии (рисунок В.1). Это приведет к повышенной инфляции в 2021–2022 гг. – мы ожидаем ее в среднем около 3% г/г. Такое отклонение инфляции от цели в 2% вряд ли заставит ФРС быстро перейти к нормализации политики, и риторика, вероятно, останется мягкой в 2021 г.

Рисунок В.1. Активы ФРС и динамика экономического цикла



Источник: FRED, расчеты ЕАБР.

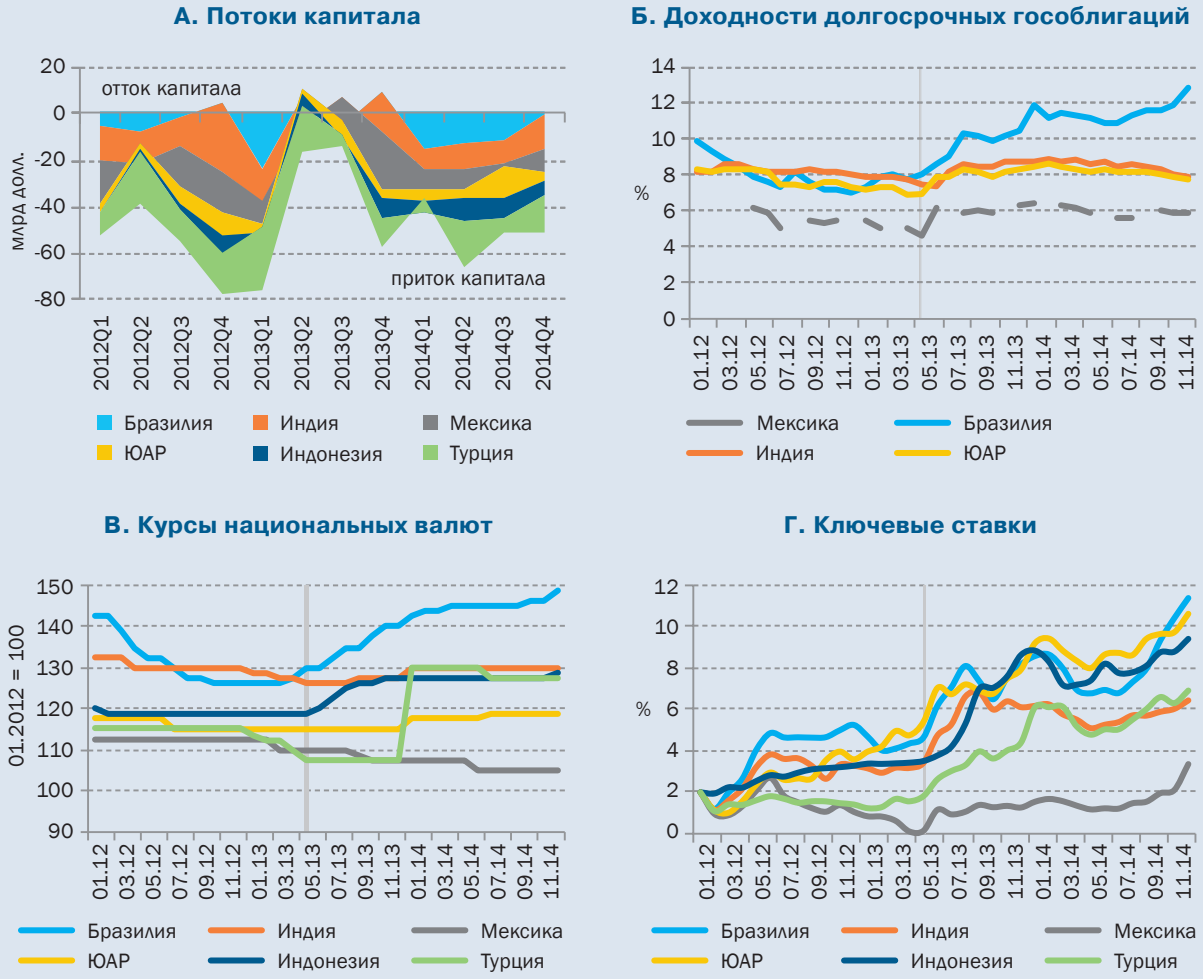
Вероятность ужесточения риторики ФРС уже в 2021 г. существенно возрастет в случае закрепления американской инфляции вблизи 5% г/г в июне-июле 2021 г. Мы считаем такое развитие событий возможным, учитывая масштаб бюджетных стимулов в США в этом году: один лишь одобренный в марте пакет стимулирования составит 1,9 трлн долл., что эквивалентно более 8% годового ВВП США. Форсированное восстановление американской экономики может оказать сильное давление на цены, и инфляция в летние месяцы способна закрепиться на уровне около 5% г/г. В таком случае уже в конце августа – сентябре со стороны ФРС могут последовать заявления о проработке вопроса скорого сокращения программы покупки активов. Именно такое развитие событий мы заложили в рисковый сценарий прогноза ЕАБР.

Неожиданные сигналы об ужесточении денежно-кредитной политики в США отрицательно влияют на финансовые условия в развивающихся странах. Это проявляется в повышении премии за риск и оттоке капитала, ослаблении национальных валют, усилении инфляционного давления и росте внутренних процентных ставок. Результаты исследования МВФ (Engler et al., 2021) показывают, что неожиданные сигналы об ужесточении политики в США (рост доходности американских гособлигаций на 1 п.п.) приводят к повышению доходности гособлигаций развивающихся государств на 0,47 п.п. Национальные валюты развивающихся стран в моменте ослабляются на 1% к доллару, а отток портфельных инвестиций достигает 0,07% годового ВВП.

В 2013 г. неожиданное заявление ФРС о предстоящем снижении объемов покупки активов – tapering – стало причиной волатильности на финансовых рынках. Сигнал был воспринят рынком как скорое начало перехода к более высоким процентным ставкам, и доходности десятилетних американских гособлигаций с мая по сентябрь 2013 г. подскочили примерно на 1 п.п. Tapering привел к сокращению притока капитала на рынки развивающихся стран, ослаблению их национальных валют и повышению доходности гособлигаций (рисунок В.2). За период с 22 мая по конец июня 2013 г. валюты 21 развивающейся страны в среднем ослабли на 3% к доллару, а их рынки акций упали на 7% (Mishra et al., 2014).

Последствия tapering были мягче для стран с более устойчивой экономикой, развитыми финансовыми рынками, хорошими перспективами роста, большим контролем над потоками капитала и строгим макропруденциальным регулированием (Sahay et al., 2014). Высокий уровень дефицита текущего счета, повышенная инфляция, недостаточность резервов и слабый рост, напротив, усугубили отрицательные эффекты. Так, сильный эффект tapering ощутили Бразилия, Индия, Индонезия, Турция и Южная Африка, которые полагались на приток капитала и имели макроэкономические дисбалансы. За период с 22 мая по конец августа 2013 г. доходности гособлигаций этих стран в среднем выросли на 2,5 п.п., рынки акций упали на 13,75%, национальные валюты ослабли к доллару на 13,5%, а золотовалютные резервы снизились на 4,1% (Mishra et al., 2014). Избежать сильных последствий удалось тем государствам, где денежно-кредитная политика была своевременно ужесточена и/или проводились интервенции в целях сглаживания волатильности валютного курса. Меньшими оказались негативные эффекты и в странах с более глубоким финансовым рынком, например в Мексике (рисунок В.2).

Рисунок В.2. Реакция рынков развивающихся стран на ужесточение риторики ФРС США в 2013 г.

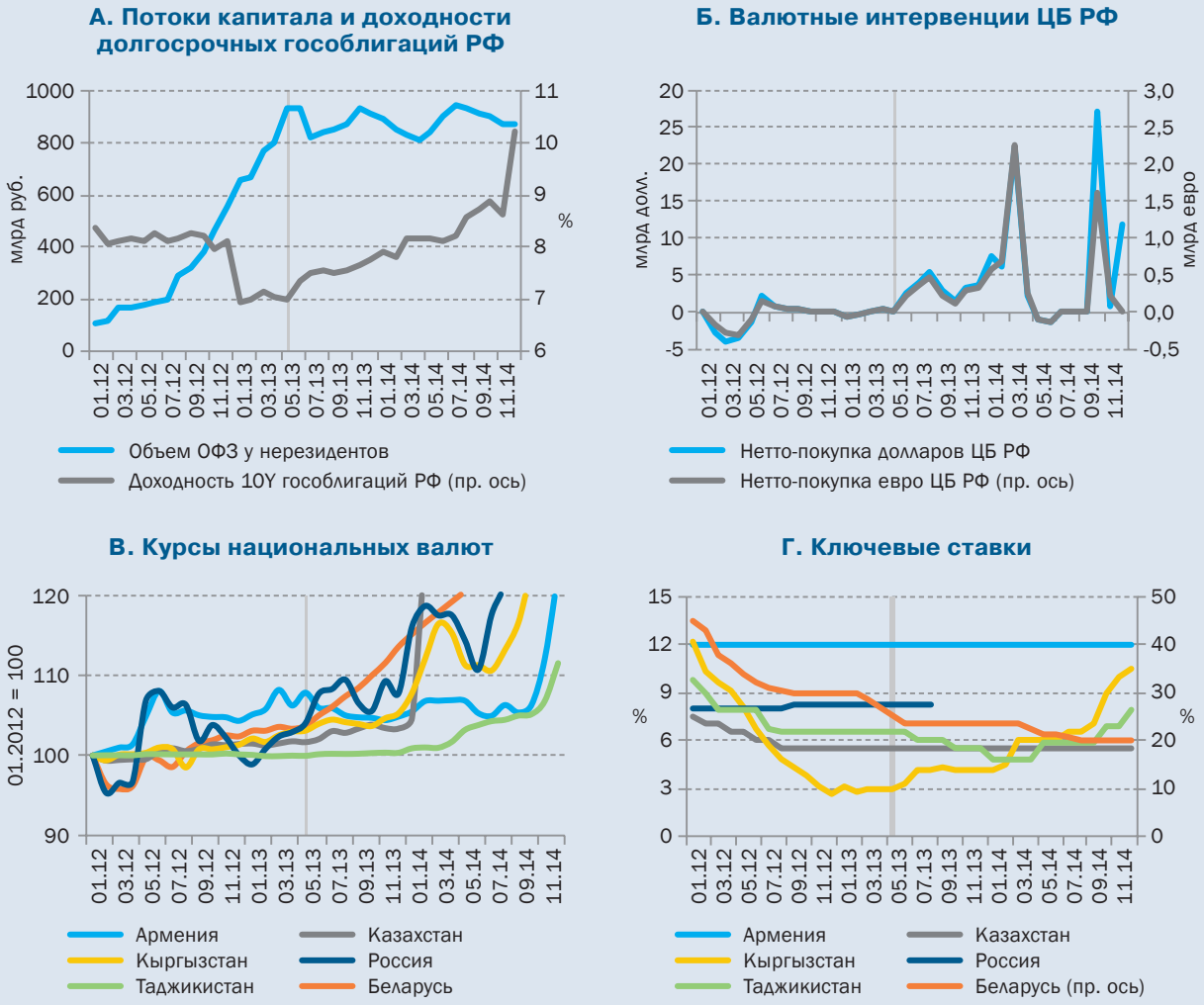


Примечание: на рисунке В.2.А представлена динамика чистых портфельных и иных инвестиций (кроме ПИИ).
Источник: IMF IFS, расчеты ЕАБР.

Среди государств – участников ЕАБР последствия tapering значимо проявились только на российском рынке, который в большей степени интегрирован в мировой финансовый рынок. Вложения нерезидентов в ОФЗ за июнь 2013 г. упали на 12%, а их доля сократилась с 27,8% на 1 июня до 24,3% на 1 июля (рисунок В.3.А). Однако уже с июля инвестиции нерезидентов начали постепенно расти вплоть до ноября 2013 г. Тем не менее давление на курс российского рубля сохранялось, и Банк России существенно нарастил валютные интервенции для сглаживания курсовой волатильности. Если за январь-май 2013 г. нетто-продажа регулятора по операциям с долларом составила 0,2 млрд долл., то в июне-сентябре 2013 г. – 15,5 млрд долл. (рисунок В.3.Б). Валютные интервенции позволили ограничить масштабы ослабления российского рубля: за период с конца мая по конец сентября 2013 г. рубль потерял около 2,4% к доллару (рисунок В.3.В). Ставка рефинансирования в рассматриваемый период оставалась без изменений. Другие государства – участники ЕАБР испытали опосредованное воздействие tapering. Валюты Беларуси, Казахстана, Кыргызстана и Таджикистана в среднем

ослабли на 1,8% к доллару за период с конца мая по конец сентября 2013 г. Это, скорее всего, стало следствием снижения стоимости российского рубля. Поскольку Россия является ключевым торговым партнером для других государств – участников ЕАБР, ослабление рубля к доллару при неизменности курсов валют стран-членов к доллару будет вести к снижению ценовой конкурентоспособности их предприятий на российском рынке. В связи с этим динамика курсов их валют к доллару коррелирует с динамикой курса российского рубля. В целом трансмиссию tapering на рынки стран – участниц ЕАБР можно представить в виде схемы (рисунок В.4).

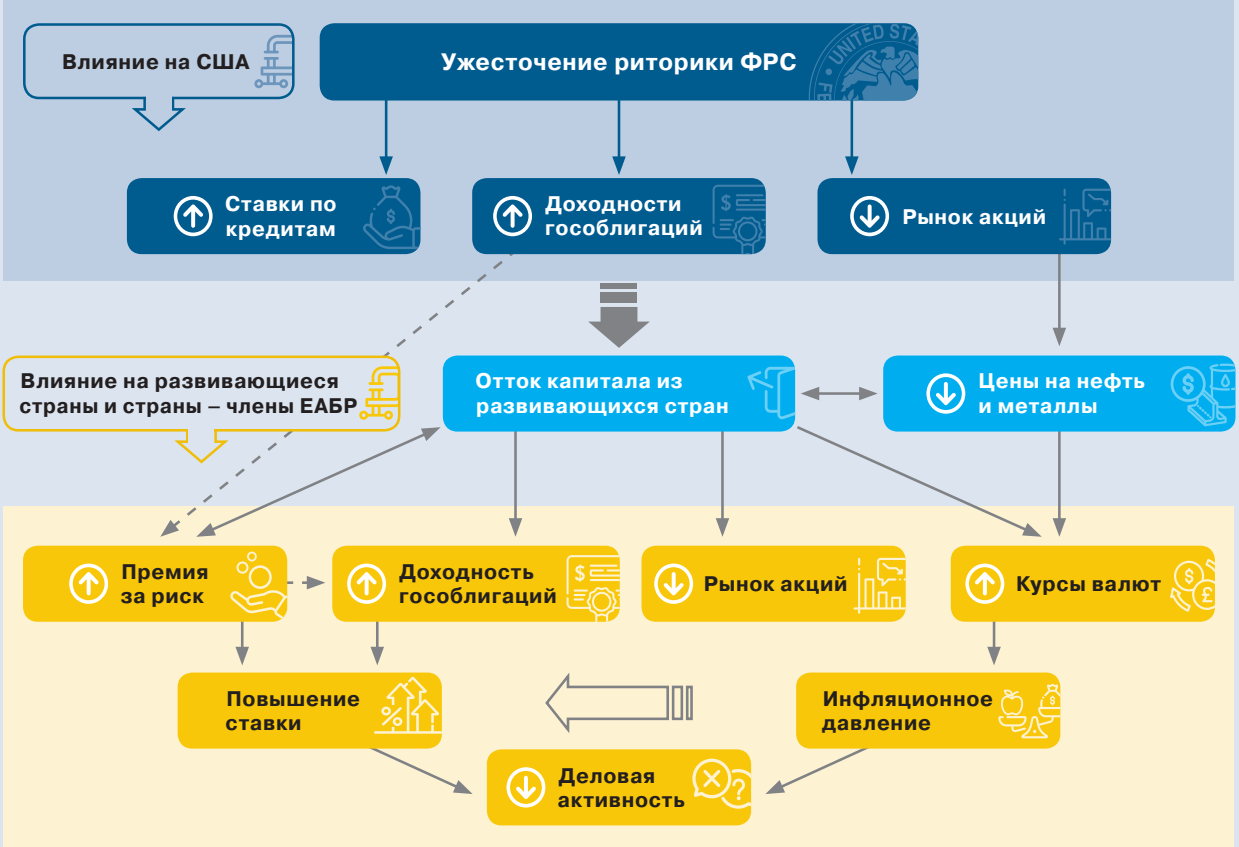
Рисунок В.3. Реакция рынков государств – участников ЕАБР на ужесточение риторики ФРС США в 2013 г.



Примечание: на рисунке В.3.Г по России приведена ставка рефинансирования. О введении ключевой ставки Банк России объявил 13 сентября 2013 г.

Источник: Банк России, IMF IFS, CEIC Data, расчеты ЕАБР.

Рисунок В.4. Трансмиссия шока ужесточения риторики ФРС США на государства – участники ЕАБР



Источник: составлено ЕАБР.

В случае неожиданного сигнала ФРС в этом году о скором ужесточении политики реакция рынков в моменте будет существенной, однако среднесрочные последствия ожидаются умеренными. Приток инвестиций в развивающиеся страны ослаб по сравнению с периодом 2012–2013 гг., особенно во время пандемии. В связи с этим объемы сокращения внешнего финансирования в случае нового шока, вероятно, не будут катастрофическими. Также стоит отметить, что текущая стимулирующая позиция монетарных властей во многих государствах оставляет место для повышения ставок без существенного негативного воздействия на темпы посткризисного восстановления экономик. Тем самым имеется возможность смягчить давление на курсы валют развивающихся стран. Кроме того, валюты многих развивающихся государств, в том числе и участников ЕАБР, сейчас остаются недооцененными, и их сильная девальвация маловероятна. Важным также является вывод МВФ (Engler et al., 2021) о том, что если сигнал об ужесточении политики в США связан с хорошими новостями об экономическом росте, то премия за риск в развивающихся странах не так сильно повышается из-за ожиданий положительных эффектов через торговые каналы.

Рисковый сценарий ЕАБР предполагает ужесточение риторики ФРС в этом году, начало сворачивания программы количественного смягчения в конце 2021 – начале 2022 г. и постепенное повышение ставки ФРС с осени 2022 г. примерно до 2% на конец 2023 г. При таком развитии событий мы ожидаем увидеть увеличение доходности американских гособлигаций на 0,5–1 п.п. уже во второй половине этого года. Доллар получит импульс к укреплению, и его курс к евро в рисковом сценарии прогнозируется 1,18 в среднем за 2022 г. и 1,16 за 2023 г. Рост мирового ВВП может замедлиться на 0,3 п.п. в 2022–2023 гг. в сравнении с базовым прогнозом. Инфляция в США в рисковом сценарии прогнозируется 2,7% в среднем за 2022 г. и 1,9% за 2023 г. – на 0,1 и 0,4 п.п. ниже базового прогноза. Цены на нефть могут несколько снизиться, однако останутся вблизи 60 долл. за баррель. При этом золото в условиях роста доходности американских гособлигаций может подешеветь до 1 500 долл. за унцию в 2023 г. – на 10% ниже, чем в базовом сценарии ЕАБР (таблица В.1).

Таблица В.1. Базовый и рисковый сценарии прогноза ЕАБР

Показатель	2021		2022		2023	
	Базовый	Рисковый	Базовый	Рисковый	Базовый	Рисковый
Мировая экономика						
ВВП США, *% г/г*	6,5	6,5	3,9	3,5	2,0	1,5
ВВП еврозоны, *% г/г*	4,3	4,3	4,7	4,6	2,0	1,6
ВВП Китая, *% г/г*	8,5	8,5	5,6	5,3	5,5	5,2
Инфляция в США, *% г/г в среднем за год*	3,0	3,2	2,8	2,7	2,3	1,9
Цена нефти Urals, *$/bbl. в среднем за год*	64	63	64	62	62	59
Цена золота, *$/oz в среднем за год*	1 809	1 741	1 778	1 600	1 654	1 489
Экономики государств – участников ЕАБР						
Агрегированный ВВП, *% г/г*	4,0	3,9	2,4	2,3	2,7	2,4
Средняя инфляция, *% г/г на конец года*	5,6	5,9	4,1	4,9	4,2	4,2
Курс российского рубля к доллару, *в среднем за год*	73,2	74,5	71,8	75,2	73,2	77,6

Источник: расчеты ЕАБР.

При реализации рискового сценария прогнозируется усиление давления на курсы валют государств – участников ЕАБР. Среднегодовой курс российского рубля к доллару в рисковом сценарии в 2021 г. прогнозируется на 1,8% слабее базового прогноза ЕАБР, в 2022 г. – почти на 5%, а в 2023 г. – на 6%. Валюты остальных государств-участников в рисковом сценарии могут ослабнуть к доллару вслед за российским рублем. Их стоимость прогнозируется в 2021 г. в среднем на 0,3% ниже, чем в базовом сценарии, в 2022 г. – на

2,5%, в 2023 г. – примерно на 4%. Ослабление национальных валют приведет к ускорению инфляции в государствах – участниках ЕАБР. Ее средний уровень на конец 2021 г. может достичь 5,9% в рисковом сценарии – на 0,3 п.п. выше базового. Ускорение инфляции может привести к повышению ключевых процентных ставок: в России при развитии такого сценария мы допускаем увеличение ключевой ставки до 6,5–7% в 2021 г. и сохранение ее около этих уровней на протяжении большей части 2022 г. Повышение ставок позволит обеспечить динамику инфляции в государствах – участниках ЕАБР в 2022–2023 гг. вблизи уровней базового сценария ЕАБР. Однако это приведет к потерям экономического роста, которые в целом по региону могут составить около 0,1 п.п. в 2021–2022 гг. и порядка 0,3 п.п. в 2023 г. (таблица В.1). Небольшой масштаб потерь ВВП объясняется тем, что сдерживающее воздействие от повышения процентных ставок будет частично нивелировано позитивным эффектом от ослабления национальных валют на несырьевой экспорт и процесс импортозамещения.

Ужесточение денежно-кредитной политики в США может стать триггером реализации угроз долговой устойчивости в развивающихся странах в среднесрочной перспективе. Рост долгового бремени сейчас является вызовом для десятков экономик по всему миру. В развитых странах, по данным МВФ, госдолг увеличился в среднем на 16 п.п. в 2020 г. и достиг 120% ВВП. В странах со средними доходами – на 10 п.п. до 64% ВВП. Новая волна аккумулирования долга началась еще до пандемии. Предыдущие три (1970–1980 гг., 1990–2000 гг. и 2007–2009 гг.) неизменно заканчивались кризисом (Kose et al., 2021). Низкие процентные ставки в мире и масштабные вливания ликвидности центральными банками развитых стран обеспечивают хрупкое равновесие на рынке глобального долга в настоящее время. В условиях низких ставок развивающиеся страны имеют возможности для рефинансирования долгов и даже накапливания новых обязательств. В случае же повышения мировых процентных ставок рефинансирование и накапливание долгов для развивающихся государств существенно подорожает. В конечном счете это может вызвать долговой кризис уже в 2023–2024 гг. Мы считаем такое развитие событий возможным, однако пока не закладываем в рисковый сценарий прогноза.

ГОСУДАРСТВА – УЧАСТНИКИ ЕАБР

Таблица 2. Прогноз ЕАБР. Основные макроэкономические показатели государств – участников Банка (базовый сценарий)

Показатель	2019	2020	2021П	2022П	2023П
Государства – участники ЕАБР					
Агрегированный реальный ВВП, % г/г	2,3	-2,9	4,0	2,4	2,7
Республика Армения					
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	7,6	-7,4	4,2	4,7	4,7
Инфляция (на конец периода), % г/г	0,7	3,7	5,4	3,5	4,5
Ставка МБК (в среднем за год), %	5,8	4,8	6,2	7,1	7,2
Курс национальной валюты к доллару (в среднем за год)	480	489	517	506	499
Республика Беларусь					
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	1,4	-0,9	1,3	0,0	1,6
Инфляция (на конец периода), % г/г	4,7	7,4	8,7	6,1	4,6
Ставка МБК (в среднем за год), %	10,1	7,8	9,1	9,3	8,5
Курс национальной валюты к доллару (в среднем за год)	2,09	2,43	2,60	2,73	2,81
Республика Казахстан					
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	4,5	-2,6	4,0	4,4	5,0
Инфляция (на конец периода), % г/г	5,4	7,5	6,7	5,7	4,8
Ставка TONIA (в среднем за год), %	8,4	9,0	8,5	7,9	7,5
Курс национальной валюты к доллару (в среднем за год)	382,8	413,0	423,1	427,7	436,5
Кыргызская Республика					
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	4,6	-8,6	3,9	5,2	3,2
Инфляция (на конец периода), % г/г	3,1	9,7	7,7	4,4	5,4
Ставка РЕПО-7 дней (в среднем за год), %	3,0	3,6	5,1	6,4	7,6
Курс национальной валюты к доллару (в среднем за год)	69,8	77,3	84,8	85,3	86,2
Российская Федерация					
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	2,0	-3,0	4,1	2,2	2,4
Инфляция (на конец периода), % г/г	3,0	4,9	5,0	3,7	4,0
Ставка MIACR (в среднем за год), %	7,2	4,9	5,2	5,8	5,4
Курс национальной валюты к доллару (в среднем за год)	64,7	71,9	73,2	71,8	73,2
Республика Таджикистан					
ВВП в сопоставимых ценах, % г/г	7,4	4,5	6,1	7,8	7,3
Инфляция (на конец периода), % г/г	8,0	9,4	7,4	5,7	6,1
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	13,8	11,5	11,7	10,1	10,0
Курс национальной валюты к доллару (в среднем за год)	9,5	10,3	11,4	11,8	12,2

Источник: национальные ведомства государств – участников ЕАБР, расчеты ЕАБР.

РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ

Текущая ситуация

Экономическая активность во II квартале 2021 г. усиливается – рост достиг 10,9% г/г в мае и 4,3% г/г по итогам пяти месяцев (минус 2,6% г/г в январе-апреле 2021 г.). Ускорение показателя обусловлено как низкой базой сравнения аналогичного периода предыдущего года, так и ростом деловой активности в целом на фоне расширения внешнего спроса и под воздействием пока стимулирующего характера монетарной и фискальной политики. В апреле-мае восстановление усилилось благодаря сильной динамике во всех отраслях экономики, в частности – в услугах, торговле и строительстве. По итогам первого полугодия, по нашим оценкам, экономическая активность может вырасти примерно на 4,0% г/г.

Промышленное производство увеличивается благодаря расширению спроса за рубежом и внутри страны. Положительная динамика будет устойчивой в течение года на фоне усиления внешнего спроса и постепенного восстановления внутреннего потребления. Сильный рост промышленности – на 7,9% г/г в мае текущего года (2,3% г/г в январе-мае) обусловлен в первую очередь восстановлением выпуска продукции обрабатывающей промышленности и увеличением производства горнодобывающих отраслей. Рост обработки на 21,9% г/г в апреле был обеспечен производством алкогольных, табачных продуктов, одежды и строительных материалов. Этому способствовало усиление внешнего спроса и восстановление внутреннего. Горнодобывающая промышленность (рост на 11% г/г в апреле) была поддержана экспортом металлических руд на фоне сильного внешнего спроса и высоких цен на медь.

Потребительский спрос восстанавливался по итогам четырех месяцев, однако останется умеренным в текущем году. В апреле увеличились обороты розничной торговли (на 49,5% г/г) и секторов сферы услуг, связанных с общественным питанием и транспортом (соответственно в шесть раз и на 38,7% г/г). Сильная динамика во многом обусловлена низкой базой сравнения прошлогоднего периода. Замедление темпов роста кредитования домашних хозяйств (до 6,6% г/г по сравнению с 24,3% г/г в мае предыдущего года) на фоне слабого спроса на заемные средства со стороны населения,[3] а также умеренный рост заработных плат будут сдерживать потребительский спрос в текущем году. Поддержку спросу в течение года окажет приток денежных переводов из-за рубежа на фоне восстановления трудовой миграции.

Строительство продолжает поддерживать экономику, оживляя инвестиционный спрос во II квартале. Объемы строительных работ увеличились на 0,5% г/г в мае (в январе-мае – на 14,3% г/г). Источниками их финансирования стали средства правительства и населения, а также восстановление финансирования средствами предприятий. Объемы строительства были сконцентрированы в основном в сферах недвижимости, транспорта и поставок электроэнергии (соответственно 38,6, 15,7 и 15,2% г/г в апреле текущего года). Между тем динамика строительства, финансируемого иностранными инвестициями, остается отрицательной с начала года.

[3] Пресс-конференция ЦБ РА 3 июня 2021 г. по отчету о финансовой стабильности в 2020 г.

Это может указывать на восприятие частными инвесторами странового риска как высокого. Инвестиционный спрос поддержали также высокие темпы кредитования предприятий почти во всех секторах экономики – рост на 14,1% г/г в апреле (на 11,1% г/г в предыдущем году).

Инфляция в мае замедлилась до 5,9% г/г (6,2% г/г в апреле). На это повлияли удешевление продуктов питания, в том числе сельскохозяйственной продукции, и достаточно стабильная динамика курса драма в мае. Повышение цен на международных рынках продолжает оказывать давление на инфляцию в Армении. Как отмечалось в предыдущих выпусках аналитических материалов ЕАБР (Винокуров и др., 2021; Кузнецов и др., 2021), мы ожидали замедления роста цен со II квартала текущего года и прогнозируем стабилизацию годовых темпов роста во втором полугодии.

Центральный банк Республики Армения повысил ставку рефинансирования на 0,5 п.п. до 6,5% в июне 2021 г. Регулятор сократил масштабы стимулирования экономики на фоне повышения цен и более быстрого, чем ожидалось, восстановления экономической активности.

Дефицит внешней торговли товарами продолжает сокращаться по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года – до 695 млн долл. в январе-апреле 2021 г. (766 млн долл. годом ранее). Причиной является слабый рост стоимостных объемов импорта на фоне сильного расширения экспорта (соответственно +6,7% и 20,8% г/г). Подобная динамика импорта обусловлена сохранением сдержанного потребительского и частного инвестиционного спроса внутри страны. Сильный экспорт был обеспечен ростом поставок за границу минеральных продуктов (на 25,3% г/г в январе-апреле), текстильной продукции (на 41,4% г/г) и недрагоценных металлов (на 18,3% г/г). Поддержкой экспорту стало увеличение международных цен на металлы, усиление экономической активности стран – торговых партнеров Армении, а также ослабление курса драма в течение первого полугодия 2021 г.

Государственный бюджет Республики Армения исполнен с дефицитом в размере 4,1% ВВП в январе-апреле 2021 г. (профицит 1,4% годом ранее). Расходы бюджета увеличились на 16% г/г в январе-апреле. Текущие затраты выросли на 10% г/г, а капитальные – вдвое, что связано с выполнением незавершенных программ, запланированных с прошлого года (Минфин РА, 2021). В I квартале текущего года правительство продолжило финансирование программ противодействия последствиям шоков 2020 г. В этих условиях влияние бюджетного стимула на внутренний спрос оценивается положительным в I квартале, однако его размер постепенно сократится в течение года.

Государственный долг с начала года увеличился на 6,3 п.п. и достиг 73,6% ВВП на начало мая 2021 г. Рост долговой нагрузки объясняется наращиванием как внешних обязательств, так и государственных облигаций резидентам. На начало мая почти 77% государственного долга номинировано в иностранной валюте. В марте агентство Fitch Ratings подтвердило долгосрочный суверенный кредитный рейтинг Армении на уровне B+ с прогнозом «стабильный». Рейтинг B+ отражает высокий уровень внешней задолженности страны и геополитическую напряженность в регионе. Факторами сохранения рейтинга стали: высокий уровень доходов на душу населения, легкость ведения бизнеса, устойчивость макроэкономической среды и налогово-бюджетной политики.

Прогноз

Таблица 3. Основные макроэкономические показатели Армении (базовый сценарий)

Показатель	2019	2020	2021П	2022П	2023П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	7,6	-7,4	4,2	4,7	4,7
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	0,7	3,7	5,4	3,5	4,5
Ставка МБК в драмах (% годовых в среднем за год)	5,8	4,8	6,2	7,1	7,2
Курс армянского драма к доллару США (в среднем за год)	480	489	517	506	499

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР.

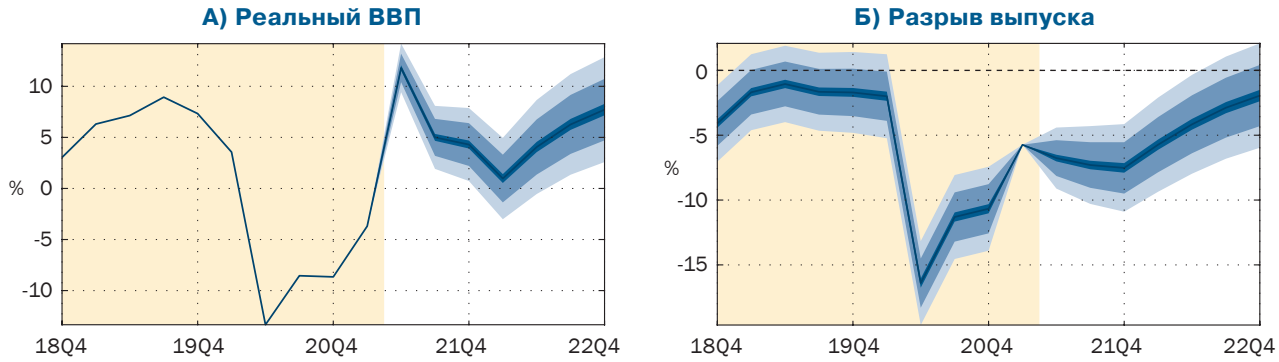
Экономическая активность

ЕАБР прогнозирует рост экономики Армении на 4,2% в 2021 г. (рисунок 8.А). По сравнению с предыдущим прогнозом оценка повышена на 0,9 п.п. Пересмотр связан с более быстрыми, чем ожидалось, темпами восстановления экономики в первом полугодии. Повышение прогноза вызвано улучшением оценок экономического роста России, еврозоны и США на 2021 г., значительными темпами притока денежных переводов (как фактических, так и ожидаемых), а также более высоким уровнем цен на медь.

Потребительский спрос в текущем году останется сдержанным на фоне умеренного роста доходов населения и замедления темпов потребительского кредитования во втором полугодии. Инвестиционная активность поддержит экономику в 2021 г., однако иностранные инвестиции останутся слабыми на фоне геополитических рисков. Поддержку спросу окажут восстановление доходов от экспорта и частично от туризма, а также увеличение объемов денежных переводов из-за рубежа на фоне усиления экономической активности в России, Европе и США и возобновления трудовой миграции.

Рост экономики на 4,7% в 2022–2023 гг. Сдержанная инвестиционная активность и ожидаемое сокращение налогово-бюджетного стимулирования вместе с завершением фазы восстановительного роста в мире ограничат скорость восстановления экономики Армении до предкризисных уровней. Отрицательный разрыв выпуска приблизится к нулю только в конце 2023 г., что указывает на очень постепенное движение экономики к уровню своего потенциала (рисунок 8.Б).

Рисунок 8. Прогноз экономической активности в Армении



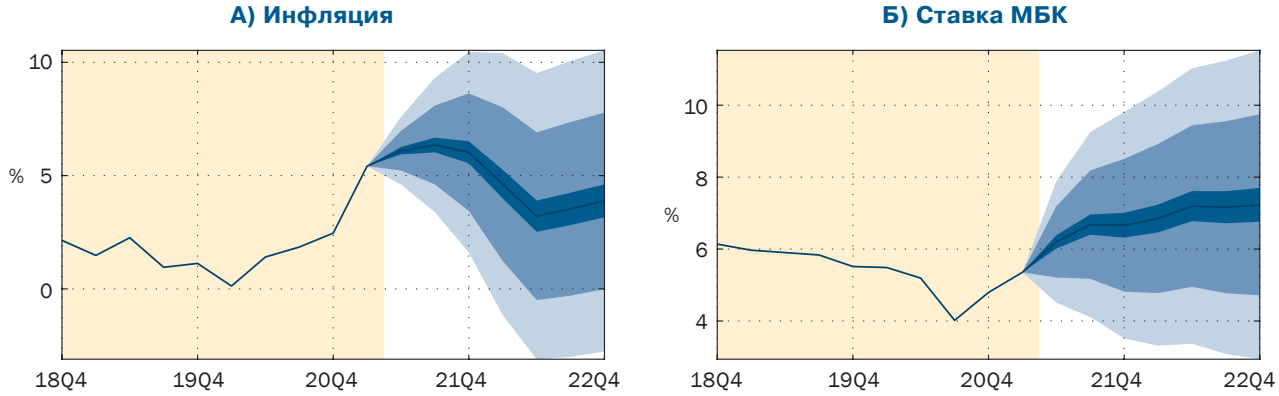
Источник: расчеты ЕАБР.

Инфляция

Замедление инфляции в конце 2021 г. до 5,4% (рисунок 9.А). ЕАБР ожидает замедления роста цен в июне-августе текущего года и стабилизации их годовых темпов роста. Инфляция вернется в целевой интервал (4+/–1,5%) к концу 2021 г. – началу 2022 г. Этому поспособствуют уменьшение степени денежно-кредитного стимулирования, а также прогнозируемая стабилизация курса национальной валюты и мировых цен на товары и сырье.

Инфляция вблизи 4% в 2022–2023 гг. В базовом сценарии прогноза инфляция сформируется в целевом коридоре регулятора в среднесрочном периоде в условиях стабилизации курса национальной валюты и повышения ставки рефинансирования до нейтрального уровня.

Рисунок 9. Прогноз инфляции и ставки МБК в Армении



Источник: расчеты ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс армянского драма

Сокращение денежно-кредитного стимулирования во второй половине 2021 г. Денежно-кредитная политика останется мягкой в целях поддержки процесса восстановления экономической активности. Вместе с тем из-за повысившихся инфляции и инфляционных ожиданий размер монетарного стимула постепенно будет сокращаться. Ставка МБК, по базовому сценарию прогноза ЕАБР, повысится до 6,2% в текущем году, сформировавшись вблизи ставки рефинансирования. В среднесрочной перспективе ожидается повышение ставки рефинансирования до 7% на фоне ускорения темпов экономического роста (рисунок 9.Б).

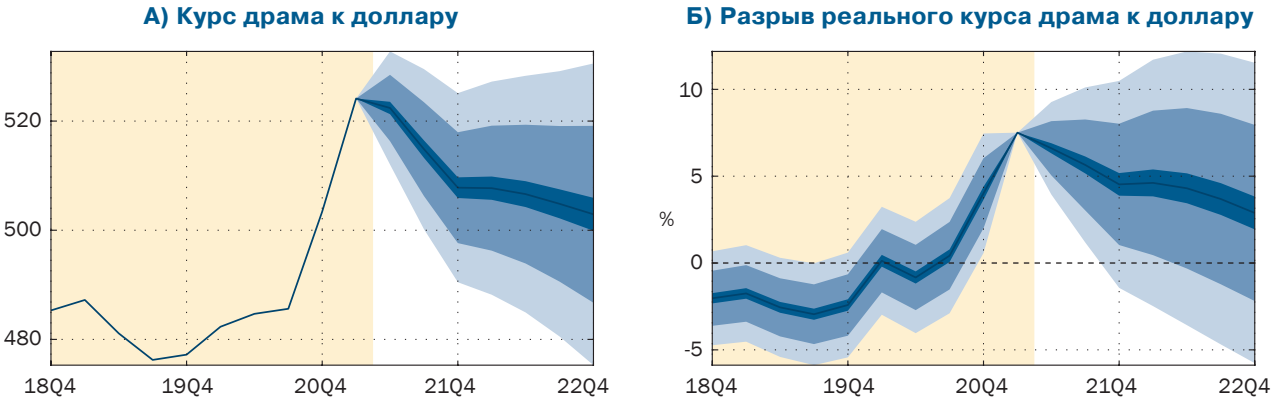
Курс армянского драма к доллару прогнозируется на уровне 517 в среднем за 2021 г. В базовом сценарии прогноза дефицит внешней торговли товарами и услугами продолжит улучшаться во второй половине 2021 г. в условиях сдержанного внутреннего спроса на импорт, усиления внешнего спроса и экспорта. Затухание девальвационных ожиданий, в свою очередь, будет поддерживать армянскую валюту. В результате действия этих факторов курс драма к доллару сформируется вблизи текущих уровней в 2021 г. (рисунок 10.А), а недооцененность национальной валюты сократится к концу 2021 г. (рисунок 10.Б).

Курс драма укрепится в следующем году на фоне усиления внешнего спроса и восстановления денежных переводов. Устойчивости национальной валюты в среднесрочной

перспективе базового сценария прогноза будет способствовать сбалансированность платежного баланса страны.

Сокращение масштаба налогово-бюджетного импульса в текущем году и нейтральный характер политики в среднесрочной перспективе. Согласно закону о государственном бюджете РА на 2021 г., в текущем году планируется провести плавную фискальную консолидацию, подразумевающую снижение государственных расходов на 1,3 п.п. ВВП и увеличение доходов на 0,3 п.п. В среднесрочном периоде планируется нейтральная налогово-бюджетная политика.

Рисунок 10. Прогноз курса армянского драма



Источник: расчеты ЕАБР.

Риски

Повышенная неопределенность влияния геополитических рисков может отразиться на инвестиционном потенциале страны. При устойчивом снижении объемов притока иностранного капитала и осторожности внутренних вложений в долгосрочные проекты восстановление потенциала роста экономики в долгосрочной перспективе может быть медленным.

Неопределенность развития ситуации с пандемией замедлит восстановление экономики. В случае затруднений с массовой вакцинацией и появления новых штаммов коронавируса восстановление мировой экономики будет более медленным, что отразится и на экономике Армении, замедлив темп роста на 1,1 п.п. по сравнению с базовым сценарием (Винокуров и др., 2021).

РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

Текущая ситуация

Рост белорусской экономики в первой половине года складывается выше ожиданий ЕАБР, однако стагнация внутреннего спроса вызывает опасения в его качестве. ВВП страны в январе-мае 2021 г. увеличился на 3,1% г/г (0,9% в I квартале). Рост экономики преимущественно сосредоточен в промышленности: ее вклад оценивается в 2,9 п.п. Еще около 0,5 п.п. прироста ВВП обеспечил сектор информации и связи. Сильную динамику демонстрируют отрасли промышленности, ориентированные на экспорт: химический сектор, машиностроение, деревообработка.[4] Поддержку им оказало активное восстановление внешнего спроса и недооцененность белорусского рубля. Кроме того, сказался эффект низкой базы 2020 г. Несмотря на высокий рост промышленности, индикаторы внутреннего спроса указывают на его стагнацию. Это вызывает опасения относительно качества роста экономики. Увеличение ВВП за счет внешнего спроса при слабости внутреннего делает динамику показателя сильно подверженной изменению внешнеэкономической конъюнктуры. Следует также отметить, что вышедшие в мае данные по росту ВВП указывают на его постепенное затухание. С устранением сезонных колебаний ЕАБР оценивает объем ВВП Беларуси в мае вблизи уровня предыдущего месяца. Драйверы восстановления начала года – калийное производство и нефтепереработка (+2,4 и –4,6% г/г в мае после +44 и +47% г/г соответственно в I квартале) – теряют импульс к росту из-за исчерпания эффекта низкой базы.

Потребительская активность в первом полугодии 2021 г. остается слабой. Розничный товарооборот в апреле и мае перешел в область положительного годового роста (6,7 и 3,3% г/г). Однако это объясняется исключительно эффектом низкой базы прошлого года, связанной с негативным влиянием на потребление первой волны пандемии. Показатель, очищенный от сезонности, по расчету ЕАБР, сократился в апреле-мае по отношению к I кварталу. Это указывает на слабость потребительского спроса в условиях замедления роста доходов населения и снижения кредитования.

Инвестиционный спрос в первые пять месяцев 2021 г. сократился. Капитальные вложения за январь-май упали на 10,4% г/г, в том числе затраты на приобретение машин, оборудования и транспортных средств – на 11,7% г/г. Существенно сократились физические объемы инвестиционного импорта: на 7,4% г/г за четыре месяца. ВДС строительства за январь-май упала на 14,1% г/г. Как мы отмечали в майском макрообзоре, инвестиционную активность ограничивают повышенная неопределенность, сдержанная динамика кредитования и неустойчивое финансовое положение предприятий. Уменьшился на 209 млн долл. (или на 14,3% г/г) в I квартале 2021 г. и чистый приток ПИИ.

[4] Производство химических продуктов за пять месяцев года выросло на 20,3%, машин и оборудования – на 22,2%, транспортных средств – на 13,1%, изделий из дерева и бумаги – на 9,7%.

Инфляция в Беларуси повысилась с 8,6% в апреле до 9,4% г/г в мае и с высокой вероятностью останется выше 9% в ближайшие месяцы. Ускорение роста цен в Беларуси во многом является следствием глобального усиления инфляционного давления. Повышение стоимости энергоносителей, продовольствия, металлов, строительных материалов на мировом рынке увеличивает издержки белорусских организаций и транслируется в потребительские цены. Сюда добавляются и вероятные затруднения в транспортно-логистических цепочках, а также максимальный с 2016 г. рост цен в России – ключевом торговом партнере Беларуси. Несмотря на значимость внешних факторов, к сильному ценовому давлению в республике ведет и сохранение с августа 2020 г. повышенных инфляционных ожиданий. Согласно майским данным НБ РБ, более 80% опрошенных предприятий в следующие три месяца ожидали, как минимум, сохранения интенсивности роста цен. В период с августа 2017 г. по июль 2020 г., когда инфляция колебалась около 5% г/г, доля таких предприятий составляла в среднем только 65%. Из-за повышенных ожиданий наблюдаемое с середины апреля укрепление белорусского рубля может иметь сильно ограниченное влияние на изменение потребительских цен.

Золотовалютные резервы за апрель-май выросли на 0,8 млрд долл. до 7,76 млрд на 1 июня благодаря покупке Нацбанком иностранной валюты на бирже. Ее объем оценивается ЕАБР около 0,4 млрд долл. в апреле и 0,2 млрд в мае. Чистое предложение на валютном рынке сформировалось главным образом благодаря продаже валюты предприятиями (более 0,63 млрд долл. в апреле-мае) в условиях роста экспорта и слабого внутреннего спроса. В результате белорусский рубль с начала апреля укрепился к корзине валют, а его недооцененность к валютам стран – основных торговых партнеров, по расчетам ЕАБР, сократилась с 3–4% в I квартале до примерно 0–1% во II квартале. Пространство для укрепления белорусской валюты ограничивают высокие девальвационные ожидания. Так, в апреле-мае население купило в эквиваленте 0,2 млрд долл. иностранной валюты – в 1,6 раза больше, чем в апреле-мае 2020 г.

Стоимость банковского кредитования растет, реагируя на повышение ставки рефинансирования и расчетных величин стандартного риска. Средняя ставка по новым рублевым рыночным кредитам в мае достигла 12,3%. По сравнению с январем она поднялась на 1,2 п.п. Потенциал увеличения ставок по кредитам сохраняется, и в ближайшие месяцы они могут вырасти в пределах 1–1,5 п.п. В условиях роста стоимости заимствований, высокой неопределенности и кредитной нагрузки на предприятия динамика банковского кредитования экономики остается сдержанной. За пять месяцев объем выданных кредитов сократился на 5,1% г/г.

Бюджет сектора государственного управления в январе-мае 2021 г. исполнен с дефицитом 0,1% ВВП (профицит 2,9% ВВП годом ранее). Формирование дефицита объясняется наращиванием расходов на 0,9 п.п. ВВП при небольшом увеличении доходов (на 0,4 п.п. ВВП). Увеличение расходов преимущественно связано с ростом капитальных вложений бюджета и, скорее всего, является следствием поддержки отдельных госпредприятий. В целом бюджетная политика сохраняла слабо стимулирующее воздействие на экономическую активность в начале года. В дальнейшем мы ожидаем более сдержанной динамики расходов и формирования отрицательного бюджетного импульса.

Прогноз

Таблица 4. Основные макроэкономические показатели Беларуси (базовый сценарий)

Показатель	2019	2020	2021П	2022П	2023П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	1,4	-0,9	1,3	0,0	1,6
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	4,7	7,4	8,7	6,1	4,6
Ставка однодневного МБК в рублях (% годовых в среднем за год)	10,1	7,8	9,1	9,3	8,5
Курс белорусского рубля к доллару (в среднем за год)	2,09	2,43	2,60	2,73	2,81

Примечание: значение ставки МБК в I–II кварталах 2021 г. скорректировано ЕАБР на основе допущения о том, что ее уровень сложился бы в верхней половине процентного коридора НБ РБ при условии отсутствия ограничений НБ РБ на постоянно доступные операции регулирования ликвидности банков.

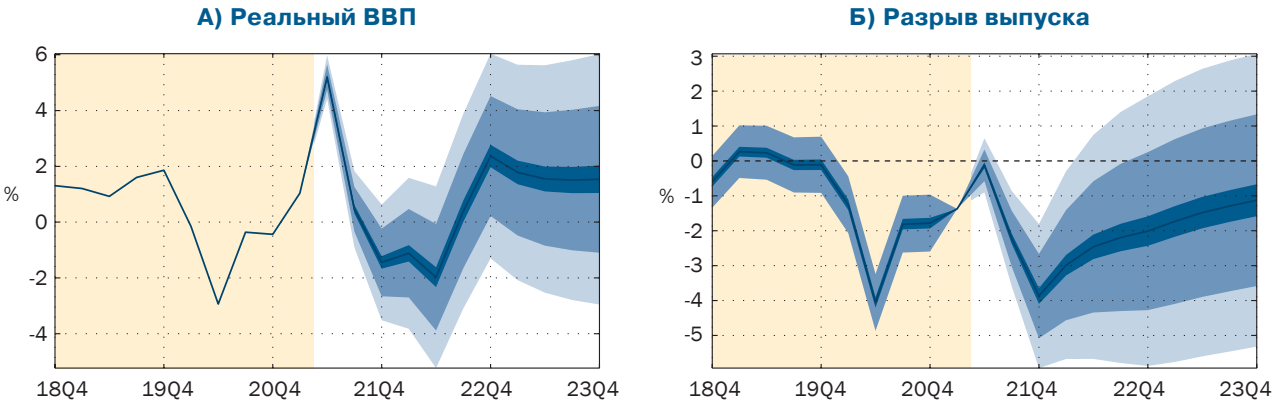
Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР.

Экономическая активность

В базовом сценарии ЕАБР прогнозирует замедление роста белорусской экономики во второй половине 2021 г. до 1,3% по его итогам (рисунок 11.А). По сравнению с предыдущим прогнозом, оценка повышена на 1,2 п.п. Это связано с сильной динамикой первого полугодия – в первой половине года рост ВВП Беларуси сложится примерно на 1,5 п.п. выше мартовских ожиданий ЕАБР. Мы прогнозировали поддержку белорусской экономики со стороны внешнего спроса, однако его восстановление проходило более активно, и положительный эффект на промышленное производство и экспорт Беларуси оказался сильнее ожиданий. Этот импульс будет затухать по мере завершения активной фазы восстановления экономик стран – торговых партнеров, прежде всего России. В результате динамика промышленности и экспорта ослабнет во втором полугодии. Потребительский и инвестиционный спрос останутся сдержанными во второй половине 2021 г. На активности потребителей и инвесторов продолжат сказываться высокая неопределенность и повышенные риски, замедление роста доходов населения и увеличение стоимости кредитования. Вклад сектора информации и связи в рост ВВП в 2021 г. ожидается около 0,3–0,4 п.п. после 0,4 п.п. в 2020 г., 0,7 п.п. в 2019 г. и 0,6 п.п. в 2018 г.

Экономические последствия усиления ограничительных мер США, ЕС и Великобританией могут частично нивелировать положительные эффекты для белорусской экономики со стороны внешнего спроса во второй половине 2021 г. Неопределенность количественных оценок этих последствий крайне высока, однако они, скорее всего, скажутся на экспортном потенциале страны, инвестиционном климате и впоследствии на потребительской и инвестиционной активности. В базовом сценарии ЕАБР предполагает частичное сокращение поставок нефтехимической продукции, снижение притока ПИИ и доходов от экспорта услуг воздушного транспорта. В результате этого потери роста ВВП в 2021 г. оцениваются нами около 1–1,5 п.п. Это также означает, что рост белорусской экономики может составить около 2% по итогам года, если последствия ограничительных мер окажутся значительно слабее заложенных в базовый сценарий. В то же время их негативные эффекты могут быть и гораздо более существенными и привести к экономическому спаду уже в этом году. Макроэкономические последствия такого сценария представлены в разделе «Риски».

Рисунок 11. Прогноз экономической активности в Беларуси



Источник: расчеты ЕАБР.

В 2022 г. ЕАБР прогнозирует сохранение ВВП Беларуси на уровне 2021 г. в базовом сценарии. Оценка ухудшена на 0,7 п.п. по сравнению с предыдущим прогнозом из-за ожидаемых негативных последствий для белорусской экономики от усиления внешнеэкономического давления. Базовый сценарий прогноза ЕАБР предполагает ужесточение налогово-бюджетной политики в среднесрочной перспективе из-за ограниченных фискальных резервов, больших платежей по госдолгу и слабого потенциала наращивания доходов. Бюджетная консолидация станет дополнительным фактором, сдерживающим деловую активность. При развитии событий в соответствии с базовым сценарием ЕАБР разрыв выпуска останется отрицательным на прогнозном горизонте (рисунок 11.Б).

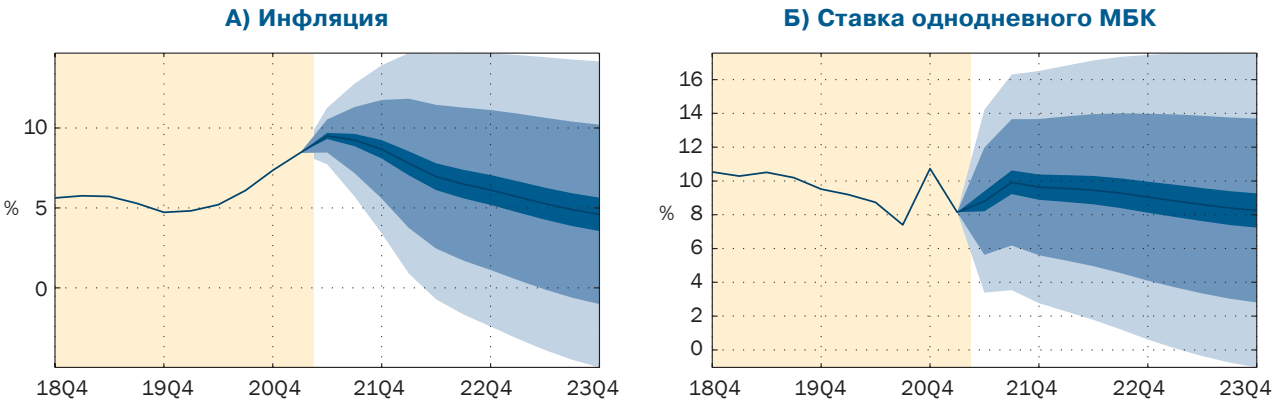
Инфляция

Инфляция в 2021 г. сохранится высокой и прогнозируется в размере 8,7% на конец года при цели не более 5%. Оценка увеличена в сравнении с мартовским прогнозом. Степень неопределенности развития белорусской экономики с марта возросла. В связи с этим инфляционные ожидания, скорее всего, останутся повышенными и продолжат оказывать давление на потребительские цены. Кроме того, мы повысили прогноз по средней цене на нефть в этом году с 55 до 64 долл. за баррель и допускаем дальнейшее удорожание топлива на внутреннем рынке. Повышен прогноз и по инфляции в России – с 3,8 до 5% по итогам года. В условиях тесных торгово-экономических связей двух стран это скажется и на динамике инфляции в Беларуси. Более сильным, чем ожидалось в мартовском прогнозе, также оказалось ралли на мировых рынках продовольствия и металлов. Вместе с тем мы по-прежнему считаем, что всплеск инфляции на мировых сырьевых рынках будет временным и рост цен на них замедлится во второй половине года. Дополнительное дезинфляционное влияние в Беларуси окажет сдержанный потребительский спрос. В результате, согласно базовому сценарию ЕАБР, годовая инфляция останется вблизи 9% на протяжении большей части 2021 г. и замедлится до 8,7% в декабре (рисунок 12.А).

В 2022 г. ЕАБР ожидает снижения инфляции до 6,1%. Базовый сценарий предполагает, что рост цен на мировых сырьевых рынках и в странах – ключевых торговых партнерах замедлится после всплеска в 2021 г. Это будет способствовать уменьшению импортируемой инфляции и станет ключевым фактором замедления ценовой динамики в Беларуси. Дезинфляционное влияние

ожидается и со стороны сдержанного внутреннего потребительского спроса. В то же время мы допускаем дальнейшее повышение цен на топливо в 2022 г. и давление на цены со стороны курса белорусского рубля при реализации угрозы сокращения экспортных поставок белорусских товаров. Наряду с вероятным сохранением в будущем году повышенных инфляционных ожиданий эти факторы будут ограничивать скорость приближения темпов роста потребительских цен в Беларуси к целевому уровню 5%.

Рисунок 12. Прогноз инфляции и ставки МБК в Беларуси



Примечание: значение ставки МБК в I–II кварталах 2021 г. скорректировано ЕАБР на основе допущения о том, что ее уровень сложился бы в верхней половине процентного коридора НБ РБ при условии отсутствия ограничений НБ РБ на постоянно доступные операции регулирования ликвидности банков. Допущение представляется справедливым, так жесткость денежно-кредитных условий обеспечивалась за счет повышения РВСР и ограничений НБ РБ на операции регулирования ликвидности банков. Снижение же ставки МБК в I–II кварталах являлось следствием этих ограничений, а не признаком смягчения денежно-кредитных условий.

Источник: расчеты ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс белорусского рубля

Ожидаем сохранения, как минимум, текущей жесткости денежно-кредитной политики в 2021 г. С августа прошлого года Национальный банк скорректировал операционный подход к проведению денежно-кредитной политики. Объемы операций по регулированию ликвидности банков существенно ограничены, что обусловливает повышенную волатильность ставки межбанковского рынка. Управление процентными ставками по кредитам стало осуществляться в большей степени через изменение расчетных величин стандартного риска (РВСР), а не ставки рефинансирования. С января по июль 2021 г. РВСР по рыночным кредитам организациям повышена на 2,5 п.п., а населению – более чем на 4,9 п.п. Как было отмечено ранее, это уже начало отражаться на стоимости банковского кредитования, и в целом денежно-кредитные условия в первой половине этого года оставались жесткими. Согласно базовому прогнозу ЕАБР, замедлению инфляции до 8,7% к концу года соответствует, как минимум, сохранение текущей жесткости денежно-кредитной политики.

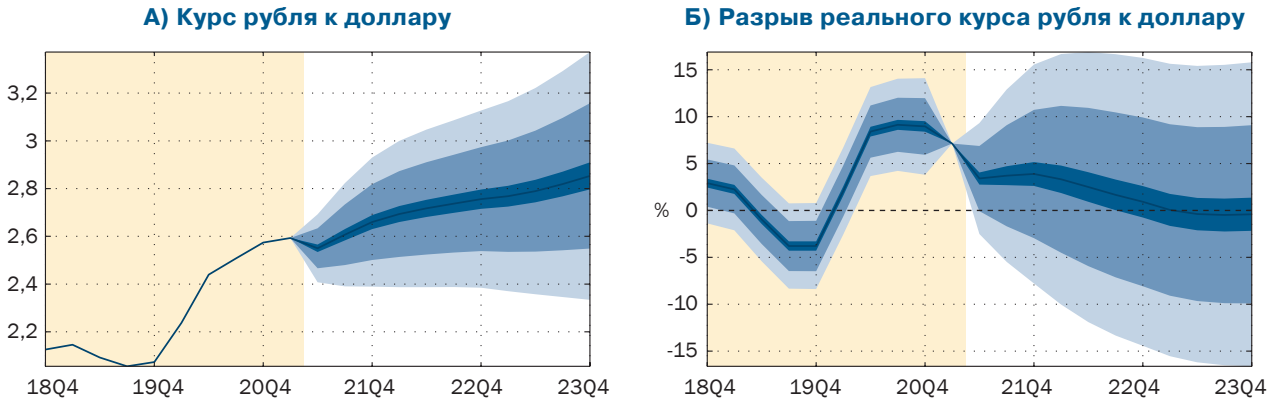
ЕАБР допускает повышение ставки рефинансирования в этом году. В базовом сценарии предполагаем, что Национальный банк сохранит действующие ограничения на операции регулирования ликвидности банков и продолжит увеличивать РВСР. Однако в условиях нахождения инфляции вблизи 9%, повышенных рисков давления на курс белорусского рубля и активного повышения ключевой ставки Банка России считаем возможным и повышение ставки

рефинансирования на 0,5–1,5 п.п. – до 9–10% в 2021 г. Динамика ставки МБК в таком случае останется волатильной.

Курс белорусского рубля к доллару прогнозируется на уровне 2,60 в среднем за 2021 г. Как мы и ожидали в предыдущем прогнозе, в первой половине этого года курс белорусского рубля был поддержан расширением экспорта и слабостью импорта. Однако масштаб этой поддержки оказался более существенным, и курс рубля к доллару в первом полугодии был более крепким. Наряду с ускорившейся внутренней инфляцией это привело к снижению недооцененности белорусской валюты, курс которой к валютам стран – основных торговых партнеров во II квартале практически достиг равновесия (к доллару сохраняется небольшая недооцененность). В результате поддержка белорусских производителей со стороны курсового фактора снижается, а импульс для экспорта со стороны внешнего спроса уменьшится по мере завершения активной фазы восстановления экономики России. Девальвационные ожидания населения, в свою очередь, продолжают влиять на белорусскую валюту. В таких условиях базовый прогноз ЕАБР предполагает ослабление рубля во втором полугодии до 2,65–2,70 за доллар к концу года (рисунок 13). Следует отметить, что неопределенность прогноза крайне высока из-за сложности оценки потенциального влияния западных ограничений на белорусский экспорт, приток инвестиций и поведение домашних хозяйств.

Тенденция ослабления белорусской валюты сохранится в среднесрочной перспективе. На это, помимо вероятного сокращения экспортных доходов, влияют относительно низкие темпы экономического роста страны. В связи с этим требуется постоянная поддержка белорусских производителей со стороны ценового фактора. Более высокая инфляция в Беларуси по сравнению со странами – торговыми партнерами является дополнительным фактором номинального обесценения рубля.

Рисунок 13. Прогноз курса белорусского рубля



Примечание: на рисунке 13.Б положительные значения соответствуют недооцененности белорусского рубля.
Источник: расчеты ЕАБР.

Риски

Дальнейшая политика западных стран и последствия введенных ограничительных мер для белорусской экономики имеют высокую степень неопределенности. Как уже отмечалось, эффекты ограничений могут оказаться как менее значительными, чем заложено в базовый сценарий, так и более существенными. В первом случае прирост ВВП Беларуси в 2021 г. может

достигнуть 2%, однако снизится в 2022 г. до 0,5–1% в условиях ограниченного потенциала экономического роста. При неблагоприятном же развитии событий высока вероятность экономического спада в 2021 г. в размере 1–2% ВВП и его углубление в 2022 г. В случае реализации рискового сценария следует ожидать сильного давления на курс белорусского рубля из-за уменьшения экспорта, повышения девальвационных ожиданий и ухудшения инвестиционного климата. Инфляционные риски при неблагоприятном развитии событий существенно возрастут. В случае усиления ограничительных мер со стороны западных стран и ответных ограничений со стороны белорусских властей возможны нарушения устоявшихся производственных цепочек. Это не только повлияет на объемы выпуска товаров и услуг, но и может привести к значительному повышению издержек предприятий Беларуси, в том числе связанных с поиском новых партнеров и рынков сбыта. При неблагоприятном сценарии возможна актуализация угроз долговой и финансовой стабильности.

Угроза долговой устойчивости повысится при возникновении трудностей с рефинансированием государственного долга. В 2022–2023 гг. ожидается увеличение платежей по долговым обязательствам до 3,3–4 млрд долл. в год. Потребуется их рефинансирование из-за ограниченности золотовалютных резервов и слабого потенциала экономического роста.

Вероятность существенного наращивания нерыночного кредитования для стимулирования роста ВВП сохраняется. Реализация такого сценария приведет к ускорению инфляции и девальвации белорусского рубля. Устойчивое повышение темпов экономического роста требует структурных преобразований, направленных на увеличение производительности труда и конкурентоспособности белорусской экономики. В краткосрочном периоде стимулирование деловой активности возможно посредством наращивания эмиссионного кредитования. Однако этот инструмент не способен увеличить потенциал роста в долгосрочном периоде и может привести к девальвации национальной валюты и ускорению инфляции.

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

Текущая ситуация

Экономика вышла в зону положительного роста. Динамика ВВП Казахстана, по оценкам ЕАБР, вышла в зону роста в марте 2021 г. после одиннадцати месяцев непрерывного спада. В январе-мае показатель увеличился на 1,6% г/г, что отчасти связано с низкой базой предыдущего года. Основу роста продолжает составлять строительный сектор, поддерживаемый мерами правительства по смягчению негативных последствий пандемии, а также программой целевого использования пенсионных сбережений.[5] Экономика Казахстана адаптировалась к санитарным требованиям. Так, несмотря на периодическое ужесточение карантинных мер, обрабатывающая промышленность, связь и сельское хозяйство сохранили положительную динамику роста. Внутренний спрос усилился за счет реализации эффекта отложенного потребления населением и активизации инвестиционной деятельности практически во всех отраслях экономики (кроме горнодобывающих отраслей и энергетики). Горнодобывающая промышленность, а также грузо- и пассажироперевозки все еще испытывают спад и, вероятно, восстановятся во втором полугодии 2021 г.

Инфляция выше целевого ориентира 4,0–6,0%. Инфляция в Казахстане в мае 2021 г. выросла до 7,2% г/г с 7,0% г/г месяцем ранее. Повышение тарифов на коммунальные услуги, удорожание горюче-смазочных материалов, а также реализация отложенного спроса на непродовольственные товары и услуги обусловливают рост внутренних цен. Темпы удорожания продовольствия замедлились отчасти вследствие реализации дорожной карты по стабилизации цен на социально значимые товары (Kazakhstan Today, 2021). Стабильная ситуация на валютном рынке оказала нейтральное влияние на динамику ИПЦ.

Дефицит текущего счета сформирован вследствие снижения экспортной выручки. Дефицит текущего счета в I квартале 2021 г. составил 1,3 млрд долл. вследствие снижения чистых экспортных доходов и увеличения расходов на обслуживание внешних инвестиций. Положительное сальдо торговли товарами снизилось из-за падения физических объемов экспорта нефти и увеличения импорта потребительских непродовольственных и инвестиционных товаров. Отрицательное сальдо доходов сформировано доходами к выплате прямым иностранным инвесторам. По операциям финансового счета в I квартале 2021 г. отмечено снижение притока прямых иностранных инвестиций до 0,2 млрд долл. – с 1,8 млрд долл. годом ранее. Наибольший приток валюты в страну обеспечен операциями с портфельными инвестициями сектором государственного управления.

Базовая ставка сохранена на уровне 9,0%. Национальный банк Республики Казахстан сохранил базовую ставку на уровне 9,0% на заседании 7 июня 2021 г. Проинфляционные риски сохраняются. Внешнее давление формируется за счет удорожания продовольствия и энергоресурсов на глобальных рынках и ускорения инфляции в странах – торговых партнерах. Оно дополняется

[5] Во исполнение поручения главы государства Правительством РК с начала 2021 г. были введены в действие меры по использованию части пенсионных накоплений на улучшение жилищных условий, оплату дорогостоящего лечения или передачу в управление частным управляющим компаниям (Государственные услуги и информация онлайн, 2021).

внутренними факторами, в числе которых восстановление потребительской активности, поддерживаемое мерами налогово-бюджетного стимулирования. В то же время устойчивость траектории восстановления экономического роста во многом зависит от развития ситуации, связанной с пандемией. Текущий уровень базовой ставки позволит сбалансировать проинфляционные риски и риски экономического роста. Денежно-кредитные условия по мере замедления инфляции в среднесрочном периоде будут смещаться ближе к нейтральным.

Расширение дефицита бюджета и рост государственного долга. Дефицит государственного бюджета РК составил 791,8 млрд тенге по итогам четырех месяцев 2021 г. (379,9 млрд тенге годом ранее). По мере восстановления экономической активности происходит ребалансировка источников доходов. Так, налоговые поступления увеличились на 18,1% г/г в январе-апреле 2021 г., а объем трансферта из Национального фонда снизился на 25,2% г/г. В целом доходы бюджета выросли на 1,8% г/г. Расходы увеличились на 10,4% г/г, преимущественно на цели здравоохранения и в сектор образования (повышение заработной платы), а также на обслуживание государственного долга.

Государственный долг на 1 апреля 2021 г. вырос до 31,2% ВВП с 28,7% ВВП на конец 2020 г. Повышение внутреннего долга до 14,8% ВВП произошло главным образом за счет выпуска государственных краткосрочных и долгосрочных казначейских обязательств. Внешняя задолженность увеличилась из-за привлечения кредитов у зарубежных институтов развития.

Прогноз

Таблица 5. Основные макроэкономические показатели Республики Казахстан (базовый сценарий)

Показатель	2019	2020	2021П	2022П	2023П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	4,5	-2,6	4,0	4,4	5,0
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	5,4	7,5	6,7	5,7	4,8
Ставка TONIA (% годовых в среднем за год)	8,4	9,0	8,5	7,9	7,5
Курс казахстанского тенге к доллару США (в среднем за год)	382,8	413,0	423,1	427,7	436,5

Примечание: П – прогноз.

Источник: расчеты авторов.

ВВП РК увеличится на 4,0% в 2021 г. По сравнению с предыдущим прогнозом оценка не изменена. На наш взгляд, более активное восстановление мировой экономики и улучшение динамики роста цен на нефть компенсировано более длительными санитарными ограничениями в Казахстане. Тем не менее мы по-прежнему считаем, что республика уже в этом году достигнет предкризисного объема производства. Ослабление санитарных требований в стране создаст условия для восстановления потребительского спроса. Снятие ограничений на трансграничные передвижения, по нашей оценке, будет происходить неравномерно, что затянет процесс восстановления активности в транспортно-логистической отрасли и сфере международного туризма. Продолжит поддерживать экономическую активность и бюджетная политика. Благодаря

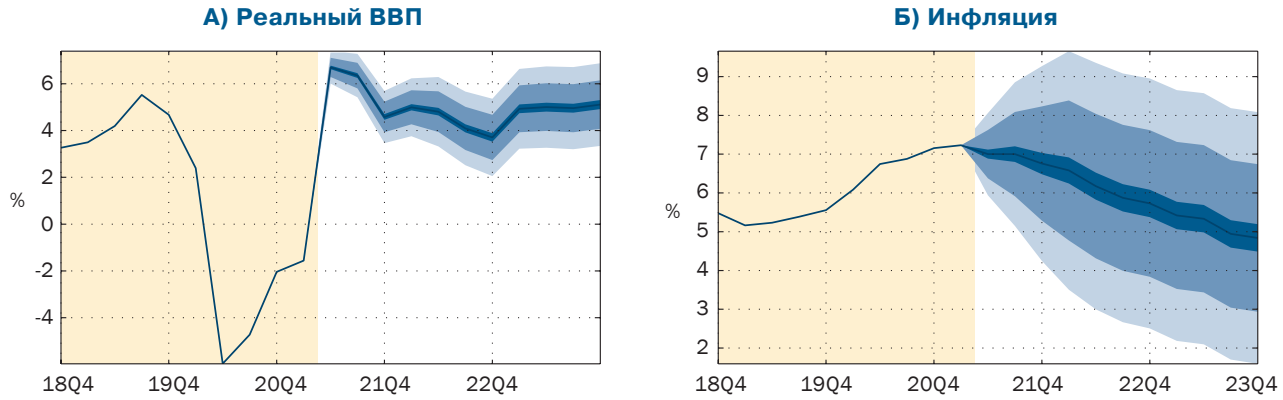
реализации программ доступного жилья в числе двигателей экономики останется строительный сектор.

Ускорение роста ВВП в 2022–2023 гг. по мере введения новых мощностей. Повышение деловой активности в 2022 г. во многом будет обусловлено полным снятием санитарных ограничений в Казахстане и странах – торговых партнерах. Восстановление международного пассажирооборота и возврат к полноценному функционированию цепочек поставок обусловят активизацию международной торговли товарами и услугами и станут импульсом для роста иностранных инвестиций. В 2023 г. ожидается, что добыча нефти на месторождении Тенгиз будет увеличена в результате реализации проекта по его расширению. Таким образом, по оценкам ЕАБР, рост ВВП РК в 2022 и 2023 гг. ускорится до 4,4% и 5,0% соответственно.

Инфляция останется выше целевого ориентира по итогам 2021 г. Темп прироста индекса потребительских цен по итогам 2021 г. ожидается в размере 6,7% г/г, что на 0,4 п.п. выше предыдущей оценки. Удорожание стоимости продовольствия на мировых рынках носило более выраженный характер, чем мы ожидали. Повышение стоимости ГСМ в предыдущем прогнозе также было учтено в меньшей степени. Тем не менее мы продолжаем полагать, что рост цен на мировых рынках продовольствия начнет замедляться во второй половине 2021 г. Ускорение инфляции в мае 2021 г. до 7,2% с 7,0% месяцем ранее обусловлено действием временных факторов, таких как повышение тарифов жилищно-коммунального хозяйства. Во второй части года темпы роста ИПЦ будут иметь тенденцию к замедлению в связи с ослаблением давления со стороны мировых рынков продовольствия. Восстановление потребительской активности и повышение мировых цен на нефть, в свою очередь, ограничат скорость возврата инфляции к цели 4–6%.

Инфляция стабилизируется в пределах целевых ориентиров 2022–2023 гг. Проинфляционное влияние ценовой конъюнктуры на мировых рынках продовольствия полностью будет исчерпано в начале 2022 г., что ослабит давление на внутренние цены Казахстана. Это, в свою очередь, будет способствовать закреплению инфляционных ожиданий на устойчивом уровне. Динамика инфляции в 2022–2023 гг. будет развиваться в пределах целевого ориентира Национального банка в условиях постепенного восстановления экономической активности и уменьшения дезинфляционного влияния внутреннего спроса.

Рисунок 14. Экономическая активность и инфляция в Республике Казахстан

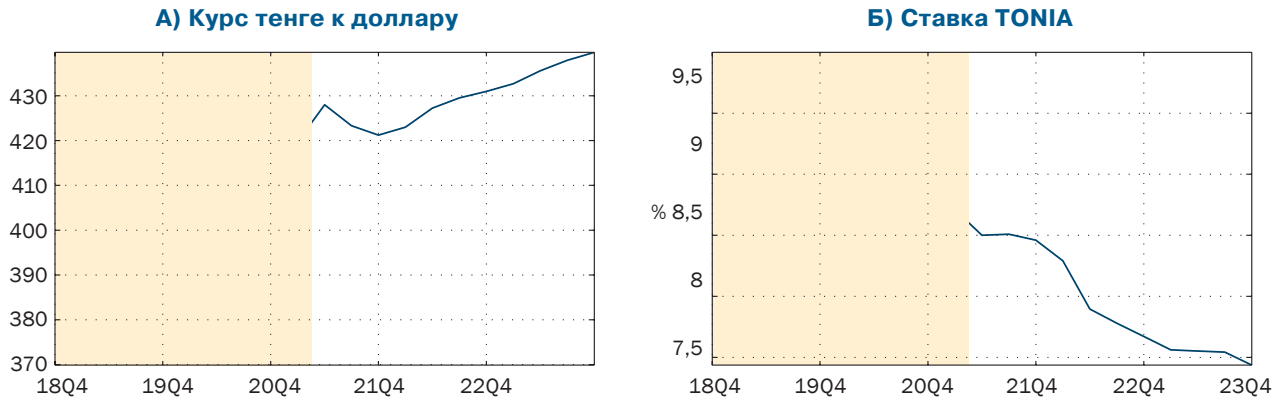


Примечание: сезонно скорректированные данные.
Источник: расчеты ЕАБР.

Сохранение ставки на уровне 9,0% по итогам 2021 г. Денежно-кредитная политика в 2021 г. продолжит ориентироваться на сохранение баланса проинфляционных рисков и рисков ослабления экономической активности. Развитие эпидемиологической ситуации по-прежнему крайне неопределенно. Это повышает угрозы для устойчивого восстановления экономики и может потребовать поддержки внутреннего спроса монетарными инструментами. Вместе с тем сохраняются и проинфляционные риски, которые ограничивают пространство для денежно-кредитного стимулирования. Мы полагаем, что текущий уровень базовой ставки 9,0% позволит замедлить инфляцию, не оказывая существенного давления на деловую активность в стране.

Тенденция ослабления казахстанского тенге. Казахстанский тенге в настоящее время является недооцененным к валютам стран – основных торговых партнеров, в том числе к доллару США. Коррекция курса к равновесному уровню при взятии пандемии под контроль прогнозируется в оставшейся части 2021 г. В номинальном выражении казахстанский тенге продолжит обесцениваться умеренными темпами (около 1–2% в год), главным образом из-за более высокой инфляции в РК по сравнению со странами – торговыми партнерами.

Рисунок 15. Курс казахстанского тенге и ставка TONIA



Источник: расчеты ЕАБР.

Риски

Неопределенность в отношении развития эпидемиологической ситуации в мире. Появление новых штаммов вируса и медленная кампания вакцинации могут продлить период действия ограничительных мер. Это, в свою очередь, отложит процесс восстановления мировой экономики, сохраняя в подавленном состоянии спрос на энергоресурсы. Как мы отмечали в предыдущем макропрогнозе, при сохранении цен на нефть на уровне 40 долл. США за баррель в 2022–2023 гг. и затяжных темпах восстановления мировой экономики темп прироста ВВП Казахстана будет на 1,8 п.п. ниже базового прогноза – 2,2% в среднем за год.

Проинфляционные риски РК остаются повышенными. Более продолжительное, чем мы ранее предполагали, сохранение ограничительных мер внутри Казахстана и в странах – торговых партнерах повышает вероятность возникновения дополнительных дисбалансов на отдельных товарно-сырьевых рынках. В сочетании со стремлением стран обеспечить продовольственную

безопасность это усилит инфляционное давление извне. Реализация отложенного потребительского спроса по мере восстановления деловой активности несет в себе дополнительные риски ускорения инфляции.

Резкий переход к более жестким денежно-кредитным условиям в развитых странах. Инфляция ускоряется во многих странах мира на фоне активного восстановления потребительского спроса. В этих условиях цикл сверхмягкой денежно-кредитной политики, проводимой центральными банками ключевых стран мира, может завершиться. Вполне вероятно, что сворачивание программ количественного смягчения начнется раньше и активнее, чем мы ожидали. Это может привести к оттоку капитала с развивающихся рынков и спровоцировать обесценение их национальных валют, включая казахстанский тенге.

КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

Текущая ситуация

Масштабы падения ВВП снижаются. Темпы снижения ВВП в январе-мае 2021 г. замедлились до 1,6% г/г после падения на 9,4% по итогам трех месяцев 2021 г. Без учета деятельности предприятия Кумтор ВВП увеличился на 3,5% г/г. В апреле в зону положительного роста вышли сектора, наиболее всего пострадавшие от негативных последствий пандемии: розничная торговля, грузо- и пассажироперевозки, а в мае динамика их роста ускорилась. Промышленное производство, исключая Кумтор, увеличилось на 15,3% по сравнению с январем-маем 2020 г. Положительная динамика роста сохраняется в сельском хозяйстве. Процесс восстановления экономики сдерживается отрицательной динамикой золотодобычи, гостиничного и ресторанного бизнеса, а также низкой инвестиционной активностью в условиях неопределенности в отношении эпидемиологической ситуации.

Инфляция остается выше целевого ориентира. Волатильность показателя определяется как статистическими эффектами, так и краткосрочными факторами. Инфляция в апреле замедлилась до 8,7% г/г – с 10,1% г/г в январе 2021 г. Ключевой причиной стал выход из расчета показателя роста цен на зерновые в марте-апреле предыдущего года. В мае рост ИПЦ ускорился до 10,9% г/г – отчасти вследствие эффекта низкой базы предыдущего года. Данный фактор будет удерживать инфляцию на повышенных уровнях до середины осени 2021 г. Наряду с этим инфляционный фон в республике поддерживается удорожанием растительного масла, сахара и нефти на мировых рынках. Восстановление потребительского спроса оказывает дополнительное давление на внутренние цены.

Увеличение внешнеторгового оборота. Внешнеторговый оборот в январе-апреле 2021 г. вырос на 13,9% г/г после снижения на 3,9% г/г в январе-марте 2021 г. На это повлияло резкое восстановление импорта, который по итогам четырех месяцев 2021 г. вырос на 26,2% г/г (падение на 1,5% г/г по итогам трех месяцев 2021 г.). В импортных поступлениях отмечено восстановление объемов ввоза синтетических тканей, которые используются кыргызскими швейными предприятиями для производства одежды, экспортируемой на рынок ЕАЭС. Реализация данного потенциала возможна в ближайшие месяцы и зависит от ограничительных мер в странах – торговых партнерах. Пока экспорт в номинальном выражении сократился на 8,7% по сравнению с январем-апрелем 2020 г. за счет снижения вывозимых объемов золота, одежды и ее принадлежностей, а также руд и концентратов драгоценных металлов. Товарооборот со странами ЕАЭС увеличился на 14,2% по сравнению с январем-апрелем 2020 г. за счет наращивания как экспорта, так и импорта.

Учетная ставка сохранена на уровне 6,5%. Национальный банк Кыргызской Республики сохранил учетную ставку на уровне 6,5% по итогам заседания 31 мая 2021 г. Оживление экономической активности и замедление инфляции позволяют регулятору сохранять слабо стимулирующие денежно-кредитные условия. По нашей оценке, имеется пространство для приближения номинальной ставки к ее нейтральному уровню, оцениваемому нами в 8–9%.

Ставка на межбанковском рынке повысилась до 5,6% в мае 2021 г. с 3,7% в декабре 2020 г. В январе-мае 2021 г. НБ КР не проводил кредитные аукционы. Объем продаж НБ КР на внутреннем

валютном рынке за этот период на 29,3% превысил уровень аналогичного периода предыдущего года.

Профицит бюджета. Профицит государственного бюджета КР составил 0,8% ВВП по итогам четырех месяцев 2021 г. (6,9% ВВП годом ранее). Увеличение доходов до 35,5% ВВП с 25,2% ВВП в январе-апреле 2020 г. обусловлено ростом налоговых сборов – в большей степени подоходного и налога на добавленную стоимость. Расходы в январе-апреле 2021 г. повысились до 34,7% ВВП с 32,1% ВВП годом ранее. Динамика показателя определялась повышением ассигнований на цели государственной службы общего назначения, а также на экономические вопросы.

Прогноз

Таблица 6. Основные макроэкономические показатели Кыргызской Республики (базовый сценарий)

Показатель	2019	2020П	2021П	2022П	2023П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	4,6	-8,6	3,9	5,2	3,2
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	3,1	9,7	7,7	4,4	5,4
Ставка РЕПО – 7 дней (% годовых в среднем за год)	3,0	3,6	5,1	6,4	7,6
Курс кыргызского сома к доллару США (в среднем за год)	69,8	77,3	84,8	85,3	86,2

Примечание: П – прогноз.
Источник: расчеты авторов.

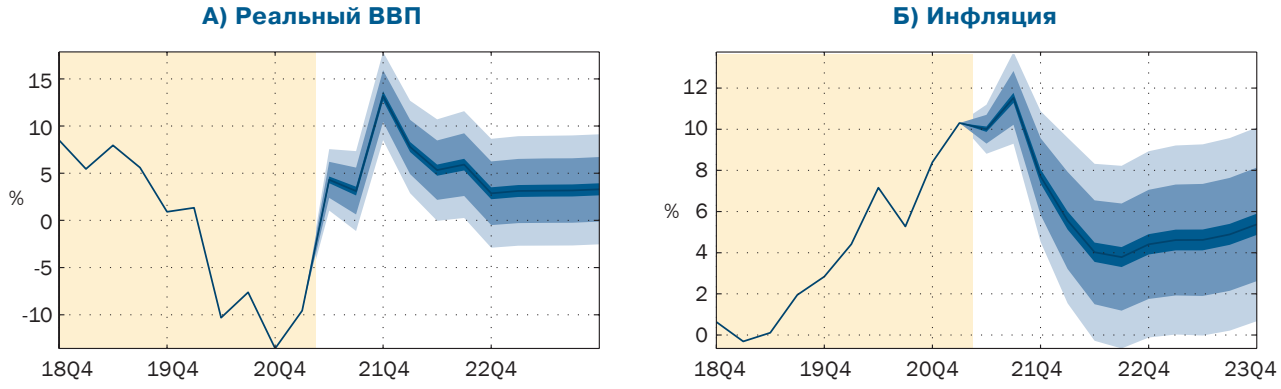
Восстановление экономического роста в 2021 г. По нашим оценкам, рост ВВП КР в 2021 г. составит 3,9%. По сравнению с предыдущим прогнозом, оценка не изменена. На наш взгляд, более активное восстановление мировой экономики компенсировано возросшими рисками социально-политической нестабильности в регионе, что сказывается как на выбытии накопленного капитала (здания и сооружения), так и внесет еще больший вклад в сдерживание будущих инвестиций. Дополнительное ограничивающее влияние окажет сезон маловодья, что может негативно сказаться на энергосекторе и сельском хозяйстве. Экономический рост в 2021 г. во многом будет обеспечен значительным смягчением санитарных ограничений по сравнению с предыдущим годом. Ключевым драйвером роста станет сектор услуг, где на фоне низкой базы предыдущего года следует ожидать высоких восстановительных темпов роста. Прогнозируемое увеличение притока денежных переводов окажет поддержку внутреннему спросу. Ослабление карантинных мер в странах – торговых партнерах может положительно сказаться на кыргызстанских поставках за рубеж. Активность в туристическом секторе, вероятно, останется подавленной из-за сохранения некоторых ограничений на трансграничные передвижения. Рост экономической активности также будет ограничен сдержанным инвестиционным спросом в условиях высокой неопределенности и запланированной консолидации бюджета. Согласно планам «Центерра Голд», производство золота на руднике Кумтор в 2021 г. сократится примерно на 12,0%, что, по нашим оценкам, может снизить рост ВВП на 1,0–1,3 п.п. Сохранение высоких цен на золото на мировых рынках может в какой-то мере нивелировать отрицательные показатели производства в золоторудном секторе. В базовом сценарии прогноза мы полагаем, что введенное внешнее управление на руднике Кумтор не изменит долгосрочные производственные планы предприятия.

Волатильная динамика роста в среднесрочной перспективе. Динамика роста в среднесрочной перспективе во многом будет определяться производственными показателями на руднике Кумтор, где предполагается увеличение выпуска золота на 15,3 и 1,8% в 2022 и 2023 гг. соответственно. Как следствие, ожидается волатильная динамика роста ВВП КР в среднесрочной перспективе: ускорение до 5,2% в 2022 г. и замедление до 3,2% в 2023 г. Прогноз несколько снижен вследствие более высокой динамики инфляции по сравнению с предыдущими оценками. Мы полагаем, что внутренний потребительский спрос получит поддержку благодаря увеличению притока денежных переводов. Экспортные поставки будут сдерживаться снижением в среднесрочной перспективе мировых цен на золото и укреплением реального эффективного обменного курса для других экспортеров. Действие названных факторов отчасти нивелирует усиление внешнего спроса на фоне нормализации эпидемиологической ситуации в мире и возврата к полноценному функционированию глобальных транспортных цепочек.

Замедление инфляции в 2021 г. до 7,7%. Давление на цены со стороны мировых рынков продовольствия и нефти начнет ослабевать во второй половине 2021 г. Данная тенденция отчасти будет нивелирована укреплением внутреннего потребительского спроса по мере активизации экономической активности в республике. Прогноз повышен на 0,4 п.п. по сравнению с предыдущей оценкой в связи с тем, что рост мировых цен на продовольствие по факту был более значительным, чем мы ожидали.

Низкий инфляционный фон в 2022–2023 гг. В среднесрочном периоде ЕАБР прогнозирует замедление темпов роста ИПЦ. Это станет возможным в условиях стабильности номинального курса сома по отношению к доллару США. Данный фактор будет определяющим, но его влияние отчасти компенсирует постепенное восстановление внутреннего спроса и доходов населения. Ситуация на мировых рынках продовольствия может оказать нейтральное влияние на динамику внутренних цен. Давление со стороны рынка нефти также ослабнет в среднесрочной перспективе. В результате инфляция в 2022 и 2023 гг. сложится ниже целевого ориентира и составит 4,4% и 5,4% соответственно.

Рисунок 16. Экономическая активность и инфляция в Кыргызской Республике



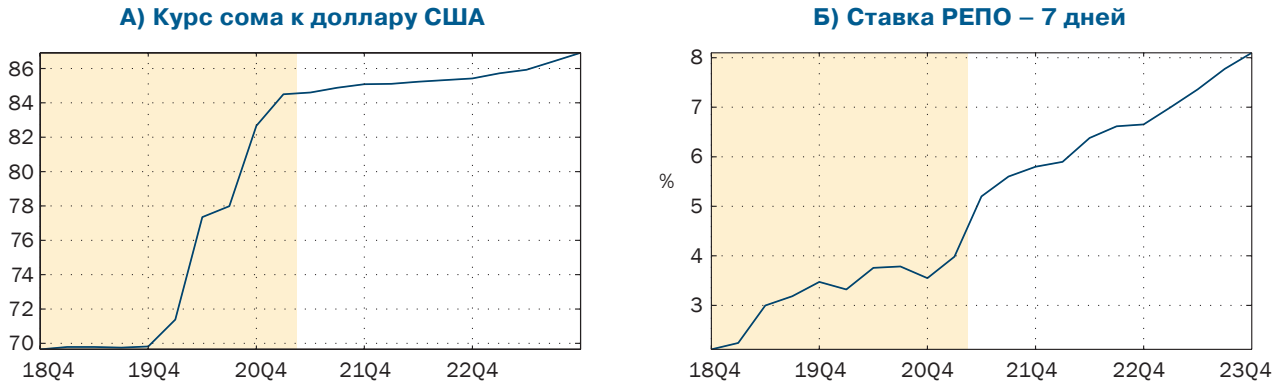
Примечание: сезонно скорректированные данные.
Источник: расчеты ЕАБР.

Сохранение учетной ставки в 2021 г. Учетная ставка, по базовому сценарию прогноза ЕАБР, сохранится на уровне 6,5% в текущем году. Прогнозируемое замедление инфляции дает больше пространства регулятору в стимулировании экономического роста, устойчивость которого во

многом зависит от развития эпидемиологической ситуации. Тем не менее проинфляционные риски все еще сохраняются, так как процесс восстановления мировых транспортно-логистических цепочек протекает медленнее, чем ранее ожидалось. Текущий уровень процентной ставки позволяет балансировать угрозы для стабильности внутренних цен и экономического роста.

Относительная стабильность сома. В базовом сценарии прогноза мы ожидаем, что текущая валютная политика сохранится в среднесрочной перспективе. Монетарные власти продолжат проводить валютные интервенции для предотвращения резких колебаний обменного курса. Таким образом, мы полагаем, что курс национальной валюты в прогнозируемом периоде будет варьироваться в коридоре 84–86 сомов за доллар.

Рисунок 17. Курс кыргызского сома и ставка РЕПО



Источник: расчеты ЕАБР.

Риски

Риски более медленного восстановления экономики в первую очередь связаны с высокой вероятностью затяжного течения пандемии. Процесс вакцинации в мире происходит неравномерно, что сказывается на перспективах мировой торговли и инвестиционной деятельности. В республике вакцинация населения находится на начальном этапе, повышая вероятность медленного восстановления деловой активности. Дополнительное влияние может оказать реализация рисков социально-политической напряженности в регионе, а также ожидаемое маловодье, которое негативным образом может сказаться на показателях сельского хозяйства и энергетического сектора.

Риски ускорения инфляции. Несмотря на замедление темпов роста ИПЦ, проинфляционные риски все еще сохраняются. Мировые транспортно-логистические цепочки функционируют не в полной мере, что увеличивает издержки производителей. Восстановление промышленного производства в мире отчасти сдерживается нехваткой комплектующих. В сочетании с активным ростом потребительского спроса инфляционные риски нарастают.

Возможность наращивания государственного долга ограничена. Государственный долг по итогам 2020 г. превысил пороговое значение по стандартам МВФ в 60% ВВП, оставляя возможность лишь для привлечения кредитных ресурсов на льготных условиях. Это окажет сдерживающее влияние на рост ВВП в среднесрочной перспективе, замедлив восстановление экономики.

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Текущая ситуация

Экономическая активность усиливается, и рост ВВП во II квартале может превысить 9% г/г. В апреле и мае экономика России выросла на 10,8 и 10,9% г/г соответственно (+1,2% г/г в марте).[6] Сильно повлиял эффект низкой базы прошлого года, однако рост ВВП все равно значителен. Активно восстанавливается потребительский спрос, который поддерживает высокая кредитная активность. Рост импорта машиностроительной продукции из стран дальнего зарубежья почти на 75% г/г в апреле и на 50% в мае указывает на оживление инвестиционного спроса. Усиление глобальной деловой активности и повышение цен на ключевые товары российского экспорта поддерживают восстановительный процесс. Мы ожидаем, что усиление ограничительных мер в отдельных регионах в июне в связи с ростом заболеваемости COVID-19 ограниченно повлияет на динамику ВВП, так как экономика России адаптировалась к функционированию в условиях пандемии. В результате, по нашим расчетам, объем ВВП уже во II квартале выйдет на уровень допандемийного IV квартала 2019 г., а отрицательный разрыв выпуска снизится примерно до 1%.

Промышленное производство России в мае увеличилось на 11,8% г/г, рост к уровню мая 2019 г. составил 2,9%. Обрабатывающие отрасли и энергетика приросли на 6,3% и 4,2% соответственно к маю 2019 г. Такой рост указывает на вероятное закрытие отрицательных разрывов выпуска в этих секторах и в целом завершение восстановительного периода. В связи с этим можно ожидать постепенного замедления динамики производства обработки и энергетики во второй половине года, однако в целом по итогам 2021 г. рост этих отраслей ожидается высоким. Риском для динамики обрабатывающих отраслей являются задержки с поставками – следствие тотального применения ограничительных мер в период пандемии и усиления мирового спроса. Существенный потенциал наращивания производства сохраняется в добывающем секторе, выпуск которого оставался на 2% ниже уровня мая 2019 г. Мы ожидаем, что рост в добыче будет постепенно увеличиваться в течение года.

Розничные продажи восстановились к докризисному уровню, а на сферу услуг продолжают влиять сохраняющиеся ограничения. В апреле и мае розничный товарооборот увеличился на 35,1 и 27,2% г/г соответственно, рост отмечен и к предыдущему месяцу (с устранением сезонности). В результате потребление товаров восстановилось к допандемийным значениям. Объем платных услуг населению (+54 и 52% г/г в апреле и мае) в мае оставался примерно на 5% ниже уровня IV квартала 2019 г.[6] Это, скорее всего, связано с сохраняющимися ограничениями на функционирование отдельных сегментов сферы услуг, например, туризма, перевозок, культурно-развлекательных мероприятий. Данные Сбербанка указывают на вероятное замедление темпов восстановления потребительского спроса в июне (СберИндекс, 2021): расходы населения на товары и услуги были на 5–6% выше, чем до пандемии (в мае – на 6,2%, в апреле – на 5,3%). Замедление темпов роста потребления в июне может быть связано как с усилением

[6] Оценки Минэкономразвития РФ (2021). Платные услуги – с устранением сезонности.

ограничительных мер из-за роста заболеваемости COVID-19, так и с завершением восстановительного процесса в сегменте потребления товаров. По мере смягчения ограничений спрос, скорее всего, сместится с непродовольственных товаров на услуги.

Инфляционное давление остается повышенным – инфляция в мае впервые с 2016 г. превысила 6% г/г. Месячный рост цен с устранением сезонности, по нашим расчетам, вырос почти до 8% в пересчете на год (6,6% в апреле). В июне инфляция остается повышенной и на 28 июня оценивается около 6,4% г/г. Существенное давление сохраняется со стороны роста издержек предприятий. Согласно индикаторам PMI, закупочные цены продолжают расти наибольшими за последние годы темпами. Это связано со значительными задержками поставок, нехваткой поставщиков и комплектующих, продолжающимся увеличением мировых цен на сырье. Активное восстановление внутреннего спроса позволяет организациям переносить возросшие издержки на потребительские цены. Действие обозначенных факторов будет постепенно ослабевать по мере затухания пандемии и прохождения пика восстановления экономики, однако из-за низкой базы прошлого года инфляция останется около 6% г/г в летние месяцы.

Банк России продолжает сокращать денежно-кредитные стимулы – ключевая ставка повышена в июне на 0,5 п.п. до 5,5%. В условиях роста инфляционных ожиданий реальная ставка остается отрицательной. Таким образом, монетарная политика по-прежнему поддерживает экономическую активность, однако масштаб стимула сократился. На то, что денежно-кредитные условия в первой половине года остаются стимулирующими, указывает и динамика кредитования. Корпоративные кредиты с начала года прирастают примерно на 1% в среднем за месяц, что гораздо выше допандемийных темпов (7,3% за весь 2018 г. и 5,8% г/г за 2019 г.). Кредиты населению увеличиваются почти на 2% в среднем за месяц (22,7% за 2018 г. и 18,6% за 2019 г.). Рост кредитования может замедлиться во второй половине года в результате повышения процентных ставок, усиления макропруденциальных требований и насыщения отложенного спроса.

Российский рубль с начала апреля укрепился к доллару в условиях комфортных цен на нефть и ослабления геополитической напряженности. В июне курс российской валюты колеблется вблизи 72–73 рублей за доллар, в то время как в первой половине апреля доходил до 78. В результате недооцененность рубля к доллару снизилась с 7% в I квартале до примерно 3–4% на конец июня. Сгладило волатильность курса действие бюджетного правила. В условиях высоких цен на нефть средний объем средств, направляемых Минфином РФ на покупку иностранной валюты, составил более 150 млрд рублей в апреле-мае, а на период с 7 июня по 6 июля увеличен почти до 221 млрд. Операции в рамках бюджетного правила способствовали наращиванию золотовалютных резервов с 596 млрд на начало года до 604,8 млрд долл. на 11 июня (28 мая был достигнут исторический максимум – 605,9 млрд долл.).

Федеральный бюджет в январе-мае исполнен с профицитом в 0,7% ВВП, или 0,3 трлн рублей (дефицит 0,3 трлн годом ранее). Нефтегазовые доходы выросли на 28,4% г/г в условиях повышения цен на энергоносители. Так, средняя цена Urals в январе-мае выросла на 57% г/г – до 61,6 долл. за баррель. Ненефтегазовые поступления увеличились на 13,5% г/г. НДС прибавил 33,3% г/г (+32,1% к январю-маю 2019 г.), что сигнализирует о значительном усилении спроса. Расходы увеличиваются медленнее доходов – +10,3% г/г в январе-мае. Это во многом объясняется существенным замедлением динамики трат на социальную политику и указывает на уменьшение бюджетного стимула. Бюджетная поддержка экономики сократится в этом году, однако политика, скорее всего, будет более стимулирующей, чем ожидалось.

Прогноз

Таблица 7. Основные макроэкономические показатели России (базовый сценарий)

Показатель	2019	2020	2021П	2022П	2023П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	2,0	-3,0	4,1	2,2	2,4
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	3,0	4,9	5,0	3,7	4,0
Ставка MIACR в рублях (% годовых в среднем за год)	7,2	4,9	5,2	5,8	5,4
Курс российского рубля к доллару (в среднем за год)	64,7	71,9	73,2	71,8	73,2

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР.

Экономическая активность

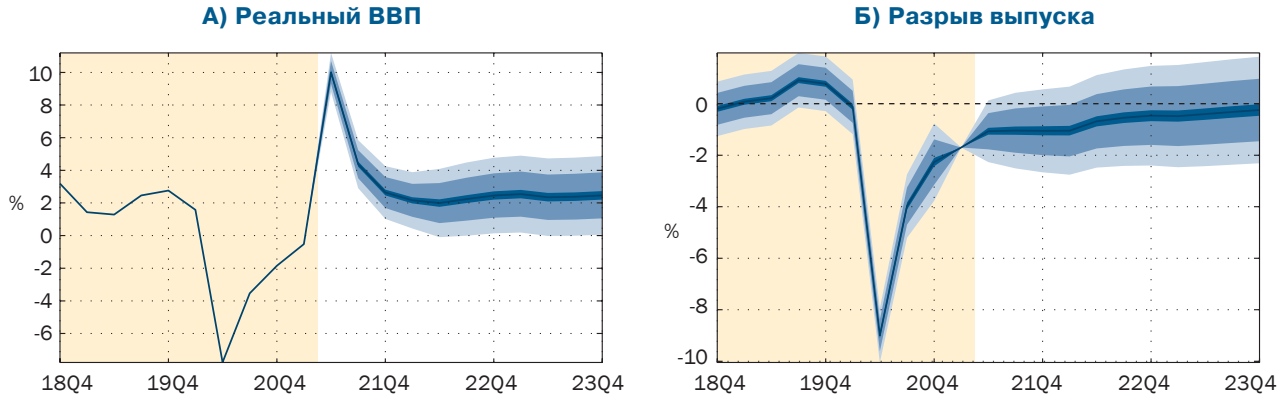
ЕАБР прогнозирует рост российской экономики на 4,1% по итогам 2021 г. Мы ожидаем, что объем ВВП I квартала 2020 г. будет достигнут уже в III квартале этого года. Мы прогнозировали сильный восстановительный рост экономики в этом году, однако динамика первого полугодия превосходит наши ожидания. В результате по итогам II квартала ЕАБР ожидает годового роста ВВП выше 9% и сокращения отрицательного разрыва выпуска примерно до 1% (рисунок 18). При этом сохранение отрицательного разрыва выпуска связано преимущественно с неиспользуемым потенциалом добычи нефти из-за договоренностей ОПЕК+, а также с действием ограничений в ряде отраслей сферы услуг (туризм, перевозки, культурно-развлекательные мероприятия, общественное питание). В связи с этим мы считаем, что экономика России сейчас находится на пике своего восстановления. После его прохождения рост ВВП замедлится во второй половине года. Постепенно на деловой активности начнет сказываться уменьшение денежно-кредитных и бюджетных стимулов, а отложенный спрос уже во многом исчерпан.

По сравнению с предыдущим прогнозом оценка роста ВВП России на 2021 г. повышена на 0,8 п.п. К пересмотру прогноза привели три ключевых фактора. Во-первых, восстановление экономики в первой половине года идет быстрее наших ожиданий. Серьезную поддержку активности оказал бум цен на сырье. Мы повысили прогноз по средней цене нефти Urals на 2021 г. с 55 до 64 долл. за баррель, и это второй фактор повышения прогноза экономического роста. По нашим расчетам, более высокие цены на нефть обеспечат дополнительные 0,3 п.п. прироста ВВП России в этом году (в сравнении с предыдущим прогнозом ЕАБР). Третий фактор – это более сдержанное, чем ожидалось ранее, сокращение бюджетных расходов в связи с увеличением ненефтегазовых доходов.

ЕАБР ожидает замедления роста российской экономики до 2,2% в 2022 г. Как уже было отмечено, рост ВВП в 2021 г. является восстановительным. Серьезное смягчение денежно-кредитной и бюджетной политики во время пандемии во многом обеспечило быстрое восстановление экономики России. Однако уже в 2021 г. стимулы постепенно сворачиваются: ключевая ставка повышена с 4,25% на начало года до 5,5% на конец июня, Банк России возвращается к допандемийным макропруденциальным требованиям, расходы бюджета относительно ВВП сократятся по итогам года. Уменьшение стимулирования будет естественным образом вести

к замедлению темпов роста экономики и в целом является оправданным, чтобы не допустить перегрева и повышенного инфляционного давления в будущем. Учитывая временную задержку между принятием мер политики и влиянием этих мер на деловую активность, основной эффект от «нейтрализации» денежно-кредитных и бюджетных стимулов придется на 2022 г. В результате ЕАБР прогнозирует рост российского ВВП на 2,2% в 2022 г. При этом разрыв выпуска практически закроется к середине 2022 г. при условии наращивания с апреля 2022 г. добычи нефти и снятия большинства ограничений для сферы услуг (рисунок 18). В целом прогноз ЕАБР предполагает рост экономики России в 2022–2023 гг. вблизи потенциальных темпов. Мы их оцениваем около 2% в среднесрочной перспективе. Повышение потенциальных темпов роста возможно благодаря реализации государственных программ развития, однако основного эффекта следует ожидать в долгосрочной перспективе.

Рисунок 18. Прогноз экономической активности в России



Источник: расчеты ЕАБР.

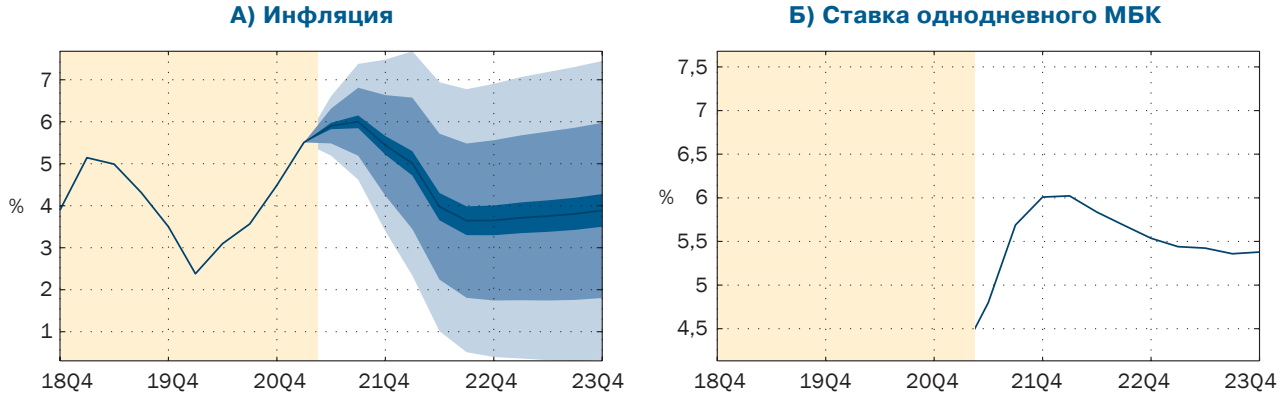
Инфляция

ЕАБР прогнозирует сохранение годовой инфляции выше 5,5% до октября включительно и ее замедление до 5% к концу года. В летние месяцы темп прироста индекса потребительских цен останется около 6% г/г. Индикаторы PMI закупочных цен российской обрабатывающей промышленности остаются на максимальных уровнях с 2014 – начала 2015 г., в том числе из-за существенных задержек поставок и роста мировых цен на сырье. В условиях прохождения в настоящее время пика восстановления экономики проинфляционное влияние со стороны издержек, скорее всего, сохранится в ближайшие месяцы. К концу года мы ожидаем снижения инфляционного давления, чему будет способствовать затухание пандемии и восстановление производственных цепочек. Базовый сценарий ЕАБР предполагает замедление во второй половине 2021 г. роста цен на продовольствие, металлы и энергоресурсы на мировом рынке в результате завершения активной фазы восстановления крупнейших экономик. В результате прогнозируется замедление инфляции в России до 5% к концу года (рисунок 19.А). По сравнению с мартовским прогнозом мы повысили оценку на 1,2 п.п. Пересмотр объясняется более сильным повышением мировых цен на сырье в первой половине года и более активным восстановлением экономической активности в России, чем ранее ожидалось.

ЕАБР ожидает ослабления инфляционного давления в 2022 г. и снижения инфляции в России до 3,7% по его итогам. К этому приведет завершение восстановительного периода в российской экономике и нормализация производственно-логистических цепочек.

Дополнительное дезинфляционное влияние прогнозируется со стороны курса российского рубля, который имеет потенциал к укреплению. Мы допускаем, что рост потребительских цен может снизиться даже до 3% в следующем году, если вызванные пандемией инфляционные факторы быстро нейтрализуются. Однако полагаем, что более вероятным является нахождение инфляции в России вблизи 4% в среднесрочной перспективе.

Рисунок 19. Прогноз инфляции и ставки MIACR в России



Источник: расчеты ЕАБР.

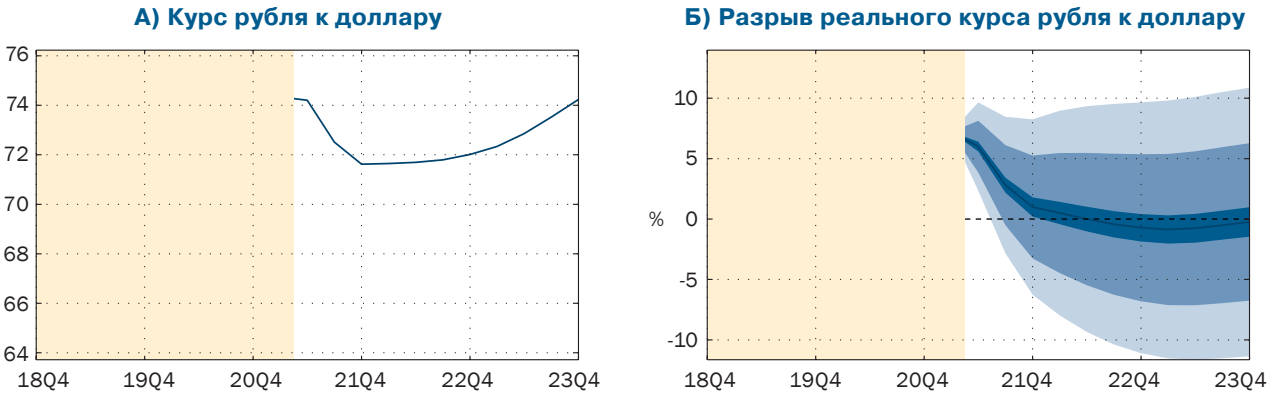
Денежно-кредитная политика и курс российского рубля

ЕАБР считает оптимальным нахождение ключевой ставки на уровне 5,5% в среднесрочной перспективе при прогнозируемом замедлении инфляции. Повышение ключевой ставки в первом полугодии (суммарно на 1,25 п.п.) выглядит оправданным на фоне сильного восстановительного роста экономики. Однако этот период скоро завершится, и рост российского ВВП замедлится до своих потенциальных темпов, которые мы оцениваем вблизи 2% в ближайшие годы. В связи с этим мы считаем, что цикл повышения ставки мог бы быть завершен на отметке 5,5%. Однако признаков существенного замедления инфляции в июне пока не наблюдается, поэтому ожидаем повышения ключевой ставки до 6–6,5% в этом году. Ужесточение денежно-кредитной политики сверх этого может существенно ограничить деловую активность в 2022 г. При реализации предпосылки о постепенном ослаблении инфляционного давления и замедлении инфляции к цели в 4% в течение 2022 г. ЕАБР прогнозирует снижение ключевой ставки до 5,5% на конец 2022 г. Считаем этот уровень оптимальным в среднесрочной перспективе. Динамика ставки MIACR прогнозируется вблизи ключевой с сохранением небольшого отрицательного спрэда (рисунок 19.Б). Следует отметить, что динамика ключевой ставки в среднесрочной перспективе сильно зависит от ее нейтрального уровня. Количественные оценки этого уровня имеют широкий диапазон, кроме того, он может изменяться с течением времени. Мы допускаем вероятность пересмотра нейтрального уровня ставки как в сторону повышения, так и понижения, что может обусловить пересмотр оптимальной траектории ключевой ставки в будущем.

Потенциал укрепления российского рубля к доллару сохраняется, а его средний уровень в 2021 г. прогнозируется ЕАБР в размере 73,2. К концу года мы сохраняем ожидания по курсу российской валюты около 72 рублей за доллар (рисунок 20.А). При развитии событий в соответствии с базовым сценарием ЕАБР курс российской валюты к доллару выйдет на равновесный уровень в первой половине 2022 г. (рисунок 20.Б), а его среднегодовое значение составит 71,8 в 2022 г. Российская валюта все так же будет поддерживаться комфортным уровнем

цен на энергетические товары и повышением ключевой ставки Банка России. Геополитические риски, скорее всего, сохранятся, что ограничит пространство для укрепления рубля. В 2023 г. мы прогнозируем ослабление российского рубля к доллару до 73,2 в среднем по году, в том числе на фоне закладываемого в базовый сценарий повышения ставки ФРС США. В условиях повышения инфляции в США неопределенность начала цикла ужесточения денежно-кредитной политики ФРС возросла и представляет существенный риск для курса рубля на прогнозном горизонте (подробнее в разделе «Риски»).

Рисунок 20. Прогноз курса российского рубля



Примечание: на рисунке 20.Б положительные значения соответствуют недооцененности российского рубля.
Источник: расчеты ЕАБР.

Риски

В случае неснижения в летние месяцы сезонно-сглаженных темпов инфляции вероятно повышение ключевой ставки до 6,5–7% на конец 2021 г. Риски сохранения повышенной инфляции сейчас нельзя не принимать во внимание. Мировые цены на продовольствие вновь подскочили в мае – почти на 5% к апрелю по данным ФАО. Рост закупочных цен остается на максимумах за последние годы. Инфляционные ожидания населения сохраняются повышенными и очень чувствительными к колебаниям цен. В базовом сценарии мы ожидаем постепенного ослабления этих факторов по мере смягчения ограничений в мире, восстановления цепочек поставок, поступления на рынки нового урожая и постепенного замедления роста спроса в России. Если же действие проинфляционных факторов окажется более продолжительным, инфляция в России может превысить 6% по итогам 2021 г. При развитии такого сценария высока вероятность повышения ключевой ставки осенью до 6,5–7%. Это позволит сохранить инфляцию вблизи 4% в 2022 г. и постепенно снизить ставку до 5,5–6% к концу 2022 г. Однако рост экономики, по нашим расчетам, замедлится на 0,2–0,3 п.п. в сравнении с базовым прогнозом и может не превысить 2% в 2022 г.

Существенен риск скорого ужесточения денежно-кредитных условий в США – его реализация окажет значительное давление на курс российского рубля. Форсированное восстановление американской экономики может иметь сильные проинфляционные последствия – рост цен в США в летние месяцы способен превысить 5% г/г. В таком случае уже в конце августа – сентябре со стороны ФРС могут последовать заявления о проработке вопроса скорого сокращения программы покупки активов, а само сокращение может начаться уже в конце этого года.

В результате доходность американских гособлигаций может вырасти вплоть до 1 п.п. (подробнее см. врезку 1). При реализации такого рискового сценария возрастет отток капитала из России, что приведет к ослаблению российского рубля и повышению инфляции. Среднегодовой курс рубля к доллару в рисковом сценарии прогнозируется на 1,8% слабее базового прогноза ЕАБР в 2021 г. и почти на 5% в 2022 г. Инфляция в рисковом сценарии может достигнуть 5,4% на конец этого года и останется выше 4% в следующем. Ключевая ставка при таком развитии событий может быть повышена до 6,5–7% в 2021 г. и сохранена вблизи этих уровней в 2022 г. При этом потери экономического роста в рисковом сценарии ожидаются небольшими – около 0,1 п.п. ВВП в 2021–2022 гг. и порядка 0,3 п.п. в 2023 г. Это связано с тем, что сдерживающее влияние повышения процентных ставок будет частично нивелировано позитивным эффектом от ослабления рубля на несырьевой экспорт и процесс импортозамещения.

Сохраняется вероятность замедления темпов восстановления российской и мировой экономики из-за неопределенности развития пандемии. Причиной тому могут стать низкая скорость массовой вакцинации в России либо в целом в мире, появление и распространение новых штаммов коронавируса или сильные негативные вторичные эффекты пандемии. Позитивным является тот факт, что экономики, в том числе российская, адаптировались к функционированию в сложных условиях. Поэтому даже при ухудшении эпидемиологической обстановки потери экономического роста будут ограниченными и он останется положительным в среднесрочной перспективе и в мире, и в России. Как мы отмечали в предыдущем макропрогнозе, при существенном затягивании пандемии и ее сильном влиянии на потенциальный рост экономика России может прирастать, как минимум, на 1% в год в 2022–2023 гг.

РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН

Текущая ситуация

Рост ВВП восстановился после вызванного пандемией коронавируса спада. Он составил 7,5% г/г по итогам I квартала 2021 г., вернувшись на уровень 2019 г. Этому способствовало как улучшение экономической ситуации в мире, сказывающееся на притоке денежных переводов и доходах от экспорта, так и политика властей (прежде всего налогово-бюджетная). На этом фоне розничная торговля расширила оборот на 9,2% г/г, инвестиции повысились на 7,4% г/г, а экспорт вырос (в номинальном выражении) почти в два раза – на 90% г/г.

Рост экономики Таджикистана может ускориться во II квартале 2021 г. На аналогичный период 2020 г. пришлось введение нацеленных на борьбу с коронавирусом санитарных мер и связанное с ними сокращение деловой активности. В мае 2021 г. розничные продажи увеличились на 28,4% г/г, а капитальные вложения – на 90,0% г/г. Мы ожидаем, что рост этих показателей станет гораздо более умеренным во второй половине года из-за повышения базы сравнения. Сдерживающим образом на росте экономики скажется также динамика выпуска в обрабатывающей промышленности. Две наиболее крупные из ее отраслей, пищевая и металлургическая, демонстрируют падение выпуска, составившее по итогам мая 2021 г. 3,5 и 9,4% г/г соответственно.

Инфляция составила 8,4% г/г по итогам мая 2021 г. Ее пик в текущем году пришелся на март, когда рост потребительских цен достиг 10,1% г/г. Снижение показателя стало результатом замедления роста цен на продовольствие до 8,9% г/г в мае с 13,1% г/г в марте. Между тем рост других составляющих индекса потребительских цен продолжает ускоряться – непродовольственные товары подорожали в мае на 9,2% г/г (7,6% г/г в марте), а услуги – на 6,3% г/г (4,2% г/г в марте). На это повлияли как внешние факторы (в частности, рост мировых цен на нефть способствовал повышению стоимости бензина в Таджикистане), так и восстановление внутреннего спроса. Можно ожидать, что стабилизация международных рынков энергоносителей и сельскохозяйственной продукции в течение оставшейся части 2021 г. приведет к дальнейшему снижению инфляции в стране.

Национальная валюта практически не менялась в цене относительно доллара США в текущем году. Ее курс составлял 11,3–11,32 сомони за доллар в течение января-мая 2021 г. Согласно нашей оценке, девальвация 2020 г. приблизила курс таджикской валюты к фундаментально обоснованному по состоянию на конец прошлого года. Между тем высокие темпы роста цен в стране обусловливают реальное укрепление сомони к валютам торговых партнеров Таджикистана. Со временем этот тренд может сказаться на состоянии платежного баланса страны, и сохранение устойчивости последнего потребует возобновления плавного снижения стоимости сомони к доллару.

Национальный банк повысил ставку рефинансирования с 10,75% на 31 декабря 2020 г. до 12,0% на конец мая 2021 г. Стоимость кредитования в экономике Таджикистана повысилась в условиях ужесточения политики НБТ и ускорения инфляции в начале 2021 г. Средняя

процентная ставка по займам в сомони выросла с 14,8% годовых в декабре 2020 г. до 24,0% в апреле 2021 г. Рост кредитования экономики банками и микрофинансовыми организациями ускорился до 13,9% г/г по итогам апреля 2020 г. с 12% на конец 2020 г. Он отстает от роста номинального ВВП,[7] что может говорить о том, что денежно-кредитная политика оказывает сдерживающее влияние на рост экономической активности и инфляцию в стране.

Состояние государственного бюджета улучшилось с восстановлением роста экономики. По итогам января-апреля 2021 г. он был исполнен с профицитом на уровне 0,337 млрд сомони (в январе-апреле 2020 г. наблюдался дефицит в размере 0,165 млрд сомони). Этому способствовало увеличение доходов на 22,4% г/г, с 6,8 до 8,4 млрд сомони, ключевой вклад в которое внес рост налоговых поступлений. Расходы составили 8,0 млрд сомони, увеличившись с 7,0 млрд сомони за тот же период годом ранее. Заметно увеличились ассигнования по социальным статьям – на нужды образования, здравоохранения и социальной защиты, а также по статьям расходов на развитие топливно-энергетического комплекса и инфраструктуры транспорта и связи.

Правительство не использовало внешние источники финансирования бюджетного дефицита в первые месяцы 2021 г. Внешний государственный долг по итогам марта 2021 г. составил 3,244 млрд долл., или 40,4% ВВП,[8] почти не изменившись с конца 2020 г.

Торговый баланс страны улучшился по сравнению с 2020 г. По итогам января-мая 2021 г. его дефицит составил 357,8 млн долл., сократившись с 675,1 млн долл. годом ранее. Это стало результатом, прежде всего, роста экспорта на 90% г/г, до 1,1 млрд долл., за счет увеличения поставок за рубеж драгоценных металлов. Импорт также повысился, составив 1,5 млрд долл. (плюс 16,8% г/г). Этому способствовало как расширение внутреннего спроса в экономике, так и рост цен на ввозимые в Таджикистан товары, включая энергоносители, металлы и зерно.

Прогноз

Таблица 8. Основные макроэкономические показатели Таджикистана (базовый сценарий)

Показатель	2019	2020	2021П	2022П	2023П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	7,4	4,5	6,1	7,8	7,3
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	8,0	9,4	7,4	5,7	6,1
Ставка рефинансирования (% годовых в среднем за год)	13,8	11,5	11,7	10,1	10,0
Курс сомони к доллару (в среднем за год)	9,5	10,3	11,4	11,8	12,2

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР.

[7] Судя по показателям реального роста экономики и инфляции, номинальный ВВП мог повыситься на 15–20% г/г в I квартале 2021 г.

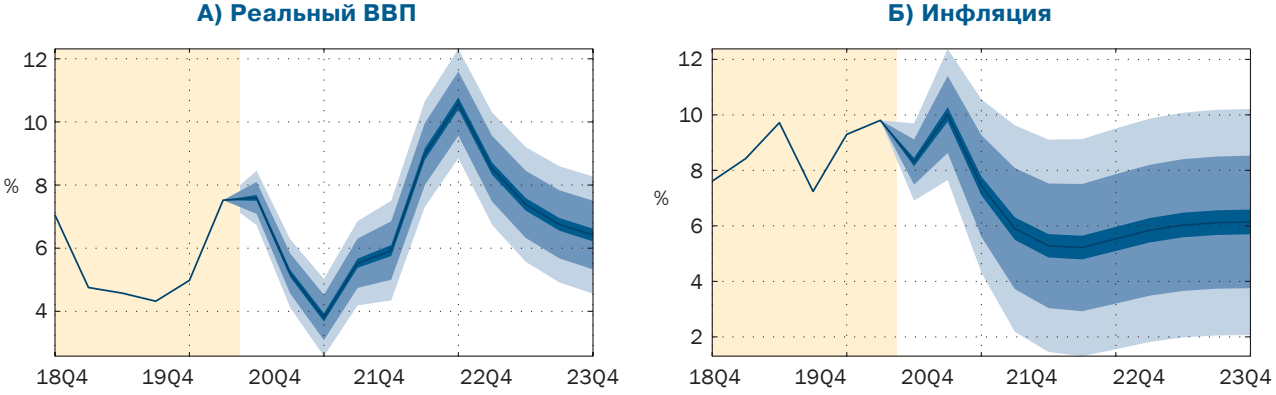
[8] Также на основе предварительной оценки ВВП за I квартал 2021 г.

Экономическая активность

Динамика экономической активности в Таджикистане в среднесрочной перспективе будет определяться завершением пандемии COVID-19. В 2021 г. ЕАБР прогнозирует рост ВВП на 6,1%, а в 2022 и 2023 гг. его ускорение до 7,8% и 7,3% соответственно. Этому будет способствовать восстановление деловой активности в мире, а также полномасштабное возобновление международной трудовой миграции. Последнее положительно скажется на динамике поступающих в Таджикистан переводов и инвестиций. В то же время тот факт, что в 2021 г. активность в экономике Таджикистана преодолела спад уже во втором полугодии (значительно раньше, чем это произошло в других странах региона), означает, что во второй половине текущего года рост ВВП страны, вероятно, будет сдержанным.

Мы не пересматриваем прогноз и ожидаем рост ВВП на 6,1% по итогам 2021 г. Положительный эффект на экономику Таджикистана от быстрого расширения внешнего спроса может быть компенсирован сохранением существенных ограничений на передвижение физических лиц между странами. Как результат, объемы денежных переводов в Таджикистан не сразу вернутся на уровни, наблюдавшиеся до пандемии, даже в условиях активного восстановления мирового ВВП. Между тем вероятное ослабление сдерживающего влияния данных факторов за пределами 2021 г. дает основания для изменения оценки роста ВВП в 2022 г. в позитивном направлении. Мы повысили ее на 0,3 п.п. до 7,8% исходя из ожидания того, что на темпах развития экономики Таджикистана положительно скажутся полномасштабное возобновление процессов трудовой миграции, высокий спрос на продукцию местных экспортеров (металлы, руды, продукцию АПК, цемент и пр.), а также рост инвестиционной активности в условиях окончания пандемии.

Рисунок 21. Прогноз экономической активности и инфляции в Таджикистане



Источник: расчеты ЕАБР.

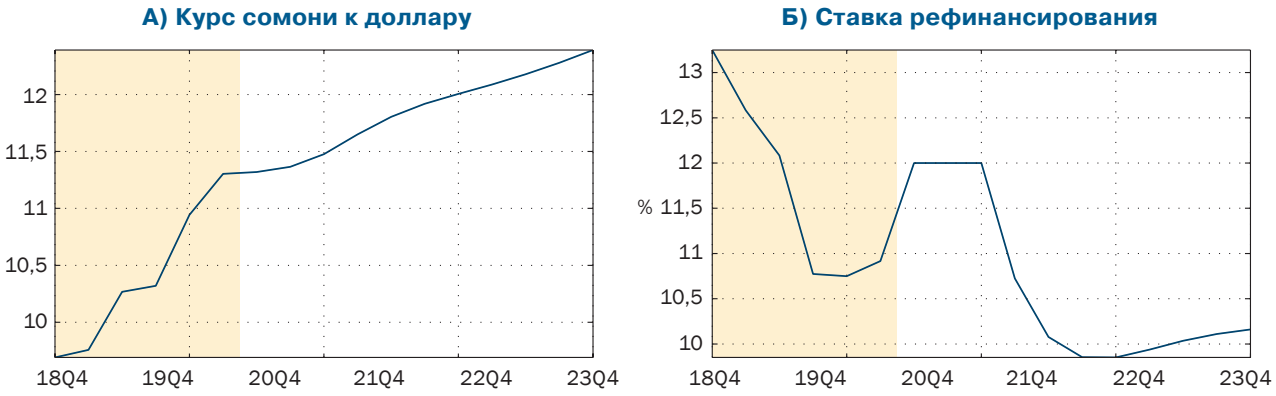
Инфляция

Мы ожидаем замедления инфляции во втором полугодии 2021 г. при условии отсутствия потрясений на валютном рынке и стабилизации мировых цен. Разрыв выпуска, который остается, по нашей оценке, отрицательным, несмотря на существенное восстановление внутреннего спроса после спада в 2020 г., также продолжит ограничивать рост потребительских цен. Инфляция по итогам 2021 г. прогнозируется в размере 7,4% – в пределах целевого интервала НБТ (6±2%). В 2022–2023 гг. инфляция также останется в установленных

Национальным банком пределах, составив 5,7% в 2022 г. (в этот период сдерживающее влияние на нее окажет ожидаемое нами снижение или замедление роста мировых цен на сырье) и 6,1% в 2023 г.

Повышение прогноза в отношении инфляции на 2021–2022 гг. по сравнению с мартовским объясняется учетом более сильного инфляционного давления со стороны цен на импорт. Импульс, приданный инфляции ростом мировых цен на ввозимые из-за рубежа товары (их импорт составил 38,5% ВВП по итогам 2020 г., его главными статьями были минеральное топливо, зерно, продукция металлургии и машиностроения), сохранится в текущем и, отчасти, следующем годах. За пределами 2021 г. его действие перестанет быть значительным, и мы считаем, что в этот период инфляция будет близка к середине целевого интервала Национального банка.

Рисунок 22. Прогноз курса национальной валюты и ставки рефинансирования в Таджикистане



Примечание: на рисунке 22.Б положительные значения соответствуют недооцененности сомони.
Источник: расчеты ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс сомони

ЕАБР прогнозирует сохранение ставки рефинансирования на уровне 12,0% годовых в течение оставшейся части 2021 г. Увеличение оценки ее среднегодового значения на 0,6 п.п. по сравнению с предыдущим прогнозом отражает повышение ставки НБТ в апреле 2021 г. В 2022–2023 гг. закрепление инфляции в пределах целей Нацбанка сделает возможным умеренное снижение ставки – мы считаем, что ее долгосрочный уровень составляет около 10% годовых.

Курс сомони к доллару в 2021 г. прогнозируется на уровнях, близких к текущему. Это станет возможным благодаря росту доходов страны от экспорта, поддержке международных финансовых организаций и сохранению (даже в условиях пандемии) притока денежных переводов. В 2022–2023 гг. возобновится процесс ослабления таджикской валюты по отношению к американской со скоростью, зависящей прежде всего от разницы в уровнях инфляции между Таджикистаном и другими странами.

Риски

Риски отклонения экономической динамики Таджикистана от базового прогноза в неблагоприятном направлении несколько снизились по сравнению с моментом публикации предыдущего макроэкономического прогноза. Тем не менее новые вспышки коронавируса в стране и за ее пределами могут негативно сказаться на росте таджикской экономики. Повышенная значимость этих рисков для Таджикистана обусловлена, в частности, тем, что национальная кампания по иммунизации пока ограничена по масштабу. Мы придерживаемся сделанной ранее оценки, согласно которой затяжной характер пандемии и связанное с ним медленное восстановление экономической активности в мире приведут к тому, что рост ВВП Таджикистана в 2022–2023 гг. окажется на 0,9–2,5 п.п. ниже, чем в базовом сценарии.

Более быстрое, чем в базовом сценарии, ужесточение денежно-кредитной политики ведущими центральными банками будет иметь последствия для Таджикистана. Оно скажется на ценах на экспортируемые страной товары, а также притоке инвестиций и денежных переводов (поскольку будет иметь негативное влияние на экономическую активность в странах, откуда они поступают). Тем не менее слабая вовлеченность Таджикистана в процессы на мировых финансовых рынках сделает эффекты реализации этих рисков умеренными. Расчеты, сделанные нами в рамках сценария перехода ФРС США к сокращению программы выкупа активов уже в текущем году, показывают, что такое развитие событий повлияет, прежде всего, на динамику курса национальной валюты, заставив ее подешеветь к доллару США на 0,3 сомони в 2022 г. и на 0,5 сомони в 2023 г. по сравнению с базовым сценарием. Результатом этого станет отклонение инфляции на 0,2–0,3 п.п. вверх от наиболее вероятной траектории. Влияние ускоренного ужесточения денежной политики США на рост ВВП Таджикистана будет, согласно нашим оценкам, несущественным.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Харитончик, А., Бабаджанян, В. (2021) *Макроэкономический обзор ЕАБР: Сильный восстановительный рост в 2021 году. Март 2021*. Москва: Евразийский банк развития. Доступно на: https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews/makroekonomicheskiy-obzor-eabr-silnyy-vosstanovitelnyy-rost-v-2021-godu/ (Просмотрено 2 июня 2021).

Государственные услуги и информация онлайн (2021) Целевое использование пенсионных накоплений. Доступно на: https://egov.kz/cms/ru/articles/pension_saving (Просмотрено 26 мая 2021).

ЕАБР (2016) *Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза*. М.: ЕЭК, СПб.: ЦИИ ЕАБР. Доступно на: https://eabr.org/analytics/integrationresearch/cii-reports/sistema-analiza-i-makroekonomicheskogo-prognozirovaniya-evraziyskogoekonomicheskogo-soyuza/ (Просмотрено 1 июня 2021).

Кузнецов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Харитончик, А., Бабаджанян, В. (2021) *Макроэкономический обзор ЕАБР. Май 2021*. Москва: Евразийский банк развития. Доступно на: https://eabr.org/analytics/monthly-review/makroekonomicheskiy-obzor-eabr-may-2021/ (Просмотрено 2 июня 2021).

Кузнецов, А., Харитончик, А., Бердигулова, А., Федоров К. (2019) *Каналы и масштаб влияния внешних шоков на экономики стран – участниц ЕАБР.* М.: Евразийский банк развития. Доступно на: https://eabr.org/analytics/special-reports/kanaly-i-masshtab-vliyaniya-vneshnikh-shokov-na-ekonomiki-stran-uchastnits-eabr/ (Просмотрено 9 июня 2021).

Минфин РА (2021) Отчет об исполнении государственного бюджета в первом квартале 2021 года. Доступно на: https://www.minfin.am/hy/page/petakan_byujei_hashvetvutyun/ (Просмотрено 7 июня 2021).

Минэкономразвития РФ (2021) Картина деловой активности. Июль 2021 года. Доступно на: https://economy.gov.ru/material/directions/makroec/ekonomicheskie_obzory/kartina_delovoy_aktivnosti_iyul_2021_goda.html (Просмотрено 1 июля 2021).

СберИндекс (2021) Оперативная оценка динамики потребительских расходов с 21 по 27 июня 2021 г. Доступно на: https://www.sberindex.ru/ru/researches/operativnaya-ocenka-dinamiki-potrebitelskikh-raskhodov-s-21-po-27-iyunya-2021-g (Просмотрено 1 июля 2021).

Kazakhstan Today (2021) Дорожная карта по стабилизации цен на социально значимые продовольственные товары разработана в РК. 11 марта. Доступно на: https://www.kt.kz/rus/economy/dorozhnaya_karta_po_stabilizatsii_tsen_na_sotsialno_znachimye_1377912826.html (Просмотрено 26 мая 2021).

Engler, P. , Piazza, R., Sher, G. (2021) Shifting Gears: Monetary Policy Spillovers during Recovery from COVID-19. In: *World Economic Outlook: Managing Divergent Recoveries*. Washington, DC: International Monetary Fund, pp. 81–99.

Kose, M., Ayhan, M., Nagle, P. , Ohnsorge, F, Sugawara, N. (2021) *Global Waves of Debt: Causes and Consequences.* Washington, DC: World Bank.

Mathieu, E., Ritchie, H., Ortiz-Ospina, E., Roser, M., Hasell, J., Appel, C., Giattino, C., Rodés-Guirao, L. (2021) *A Global Database of Covid-19 Vaccinations.* Available at: https://www.nature.com/articles/s41562–021–01122–8 (Accessed 15 June 2021).

Mishra, P. , Moriyama, K., N'Diaye, P. , Nguyen, L. (2014) *Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets.* International Monetary Fund Working Paper, No WP/14/109, pp. 1–34.

Sahay, R., Arora, V., Arvanitis, T., Faruqee, H., N'Diaye, P. , Mancini-Griffoli, T., IMF Team (2014) *Emerging Market Volatility: Lessons from the Taper Tantrum.* International Monetary Fund Staff Discussion Note, No SDN/14/09, pp. 1–29.

ГЛОССАРИЙ

Бюджетные (фискальные) резервы

Объем свободных средств государственного бюджета, доступных для финансирования расходов.

Бюджетный (фискальный) импульс

Характеризует воздействие налогово-бюджетной политики на экономическую активность. Положительный бюджетный импульс указывает на положительный вклад налогово-бюджетной политики в ВВП.

Инфляция

Увеличение общего уровня цен на товары и услуги в экономике. Если не указано другое, в настоящем обзоре под инфляцией понимается изменение индекса потребительских цен.

Нейтральная ставка

Уровень процентной ставки, который соответствует устойчивому нахождению инфляции и инфляционных ожиданий на уровне цели, а ВВП и реального валютного курса – на равновесных уровнях.

Потенциальный (равновесный) ВВП

Объем реального ВВП, который сложился бы в экономике в определенном временном периоде при наиболее эффективном использовании факторов производства. Под потенциальным ВВП также можно понимать такой объем реального ВВП, который экономика способна устойчиво производить без формирования экономических дисбалансов.

Равновесный курс валюты

Реальный курс валюты, не оказывающий ни дополнительного инфляционного, ни дезинфляционного воздействия.

Разрыв выпуска

Отклонение объема реального ВВП от своего потенциального уровня. Положительный разрыв выпуска, как правило, характеризует ситуацию избыточного спроса в экономике и является индикатором инфляционного давления. При отрицательном разрыве выпуска справедливо обратное.

Purchasing Managers' Index (PMI)

Индикатор, характеризующий изменение деловой активности и условий функционирования частных предприятий в обрабатывающей промышленности и сфере услуг. Показатель рассчитывается на основе ежемесячных опросов менеджеров по закупкам. Значения PMI выше 50 пунктов сигнализируют о росте деловой активности, ниже – о ее снижении.

Публикации ЕАБР 2020–2021 гг.

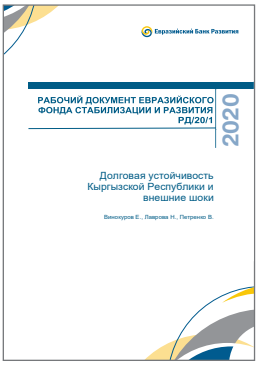
Макроэкономический обзор
(RU)

Регулярная публикация, в которой представлен оперативный срез макроэкономической ситуации в странах – участницах Банка и даны оценки ее развития в краткосрочной перспективе. Является промежуточной публикацией между макроэкономическими прогнозами.

Макроэкономический прогноз
(RU/EN)

Сильный восстановительный рост в 2021 году

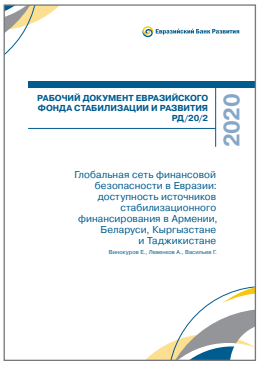
В начале 2021 г. мировая экономика находится на траектории восстановления, а эпидемиологическая обстановка в странах – участницах ЕАБР стабилизируется. Инфляция в среднем по государствам региона операций ЕАБР ускорилась до 6,3% в феврале 2021 г.



Рабочий документ РД/20/1
(RU/EN)

Долговая устойчивость Кыргызской Республики и внешние шоки

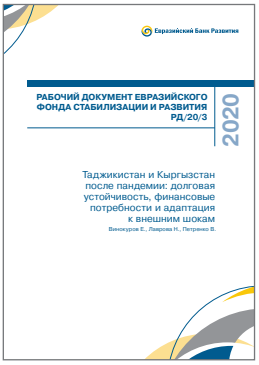
Документ содержит методологический и эмпирический анализ долговой устойчивости Кыргызстана. В работе дана оценка эффекта различных видов шоков на долговую устойчивость страны.



Рабочий документ РД/20/2
(RU/EN)

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

В аналитическом документе учтены шесть источников антикризисного финансирования.



Рабочий документ РД/20/3
(RU/EN)

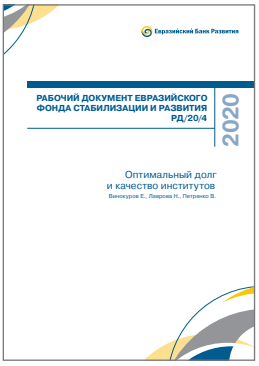
Таджикистан и Кыргызстан после пандемии: долговая устойчивость, финансовые потребности и адаптация к внешним шокам

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

Доклад (RU)

Экономические эффекты вступления Таджикистана в Евразийский экономический союз

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



Рабочий документ РД/20/04
(RU/EN)

Оптимальный долг и качество институтов

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

Доклад 21/1
(RU)

Повышение роли национальных валют ЕАЭС в международных расчетах

Доля национальных валют ЕАЭС в обслуживании мировой торговли составляет около 2%, но внутри ЕАЭС достигнуты весомые успехи – уже 74% взаимной торговли осуществляется в национальных валютах.

Доклад 21/2
(RU/EN)

Узбекистан и ЕАЭС: перспективы и потенциальные эффекты экономической интеграции

Доклад дает оценку потенциальных эффектов от интеграции Республики Узбекистан с Евразийским экономическим союзом (ЕАЭС), а также выявляет перспективные направления сотрудничества действующих стран – членов Союза с Узбекистаном.

ЕАБР | 15 лет

ЦЕНТР СТРАНОВОГО АНАЛИЗА
ДИРЕКЦИИ ПО АНАЛИТИЧЕСКОЙ РАБОТЕ
ЕВРАЗИЙСКОГО БАНКА РАЗВИТИЯ

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

ЕАБР | 15 лет

www.eabr.org