

Проект финансируется
Европейским Союзом



Исследовательский
Центр ИПМ



пр-т Газеты «Правда» 11, комн. 315
220116, г. Минск, Беларусь
тел./факс: +375 (17) 207 4725
веб-сайт: <http://research.by/>
e-mail: research@research.by

Резюме

- Глобальная рецессия, обусловленная торговыми войнами, становится почти столь же вероятным сценарием, что и базовый (мы оцениваем вероятность его реализации в 45%). В рамках этого сценария есть риск стагнации в США, что еще больше усугубило бы ситуацию в мировой экономике.
- Российские власти не видят легких путей увеличить инвестиции и ВВП – для улучшения инвестиционного климата нужны структурные изменения. Уязвимость к санкциям и другие классические риски для российского рубля сохраняются. Прогнозисты единодушны в том, что стагнация продолжится даже при базовом сценарии.
- Базовый сценарий для белорусской экономики еще недавно мог бы считаться негативным (нет компенсации потерь от налогового маневра, «перетаможки» и пр.). Рост ВВП – около 1%. Негативный сценарий предполагает дополнительную бюджетную консолидацию, необходимую для выполнения долговых обязательств Беларуси, и еще меньший рост (а в 2021 г. – спад на 0.5%).
- Для удержания инфляции в рамках целевых значений и сбалансированного текущего счета платежного баланса монетарная политика должна оставаться нейтральной. Накопленные резервы – «подушка» на случай реализации рисков негативного сценария.

Макроэкономический прогноз для Беларуси: основные показатели

	2018	Базовый сценарий			Негативный сценарий		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
Инфляция							
ИПЦ, 4 кв. к 4 кв. предыдущего года, %	5.6	5.0	5.1	4.3	5.0	4.8	3.8
Цель по инфляции, % к/п	6.0	5.0	5.0	4.0	5.0	5.0	5.0
ВВП							
Темп прироста ВВП, % г/г	3.0	0.9	1.3	0.9	0.9	0.7	-0.5
Разрыв выпуска, %	-0.2	-0.3	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	-1.4
Равновесный темп прироста ВВП, % г/г	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.7	0.5
Ставка рефинансирования, % годовых							
	10.7	9.75	9.75	9.5	9.75	9.0	8.5
Номинальный обменный курс							
BYR/USD	2.04	2.13	2.25	2.40	2.13	2.31	2.45
BYR/EUR	2.41	2.38	2.70	2.80	2.38	2.77	2.86
Средняя зарплата							
BYN/мес.	958.1	1063.5	1115.6	1179.2	1054.9	1097.1	1135.5
Темпы прироста номинальной зарплаты, % г/г	17.1	11.0	4.9	5.7	10.1	4.0	3.5

Источник: фактические данные (2018 г.) – Белстат, Национальный банк и собственные расчеты на основе данных Белстата и Национального банка; прогноз – Исследовательский центр ИПМ.

Используемые сокращения:

Белстат	Национальный статистический комитет Беларуси
ВВП	Валовой внутренний продукт
г/г	По сравнению с аналогичным периодом прошлого года
ЕЦБ	Европейский центральный банк
ИПЦ	Индекс потребительских цен
к/п	На конец периода
МВФ	Международный валютный фонд
НББ	Национальный банк Беларуси
ПРМЭ	Прогноз развития мировой экономики МВФ
Росстат	Федеральная служба государственной статистики России
ФРС	Федеральная резервная система США
ЦБР	Центральный банк Российской Федерации
Использованы стандартные обозначения метрической системы мер и коды валют стандарта ISO.	

Ответственный за выпуск:

Игорь Пелипась, к.э.н., доцент, председатель Наблюдательного совета Исследовательского центра ИПМ

Источники данных/литература:

[Белстат](#), [Bloomberg](#), [Бюро экономического анализа США](#), [Евростат](#), [ЕЦБ](#), [IFS](#), [ММТ](#), [НББ](#), [ПРМЭ](#), [база данных](#) ПРМЭ (апрель 2019 г.), [Росстат](#), [ФРС](#), [ЦБР](#),

Moody's (2019). Global Macro Outlook 2019–20: Global Growth Slows Even as Central Banks Cut Rates to Offset Impact Of Trade Disputes, August Update.

МВФ (2019). [Перспективы развития мировой экономики: мировой рост продолжает оставаться вялым](#), 23 июля.

Модельные расчеты и прогнозы сделаны в [MathLab](#), IRIS.

Позиция, представленная в документе, отражает точку зрения авторов и может не совпадать с позицией организаций, которые они представляют, а также ни в коей мере не может рассматриваться как позиция Европейского союза. Ни Исследовательский центр ИПМ, ни лица, его представляющие, не могут быть ответственными за использование информации, содержащейся в данном бюллетене. Исследовательский центр ИПМ не несет ответственность за потери и/или убытки любого рода, связанные с использованием информации, анализа и прогнозов, представленных в бюллетене.

Мировая экономика (дайджест)¹

Текущая ситуация

Эскалация американско-китайского торгового конфликта и переход крупных центральных банков к стимулирующей денежно-кредитной политике происходит в условиях, когда мировая экономика растет ниже тренда, инфляционные ожидания повсеместно подавлены и процентные ставки чрезвычайно низки. Эта новая нормальность будет, скорее всего, продолжаться следующие 3–5 лет.

Наиболее существенный риск в настоящий момент – эскалация торговой войны между США и КНР. Вероятность негативного сценария глобальной рецессии существенно выросла и приближается к 50%. Мировая рецессия будет иметь существенные последствия для экономик России и Беларуси. Причем последняя имеет малое пространство для маневра по стимулированию экономического роста, в том числе по причине того, что значительная часть долга номинирована в иностранной валюте, а также в силу нерешенных структурных проблем.

В отличие от мирового финансового кризиса 2008 г., который был в основном крупным отрицательным шоком совокупного спроса, следующая рецессия, вероятно, будет

вызвана перманентным отрицательным шоком предложения, обусловленным торговыми войнами и ограничениями для прямых иностранных инвестиций и трансфера технологий. Они могут очень глубоко повлиять на мировые производственные цепочки, повысив угрозу долговременного снижения инвестиций и эффективности. По мере нарастания раздробленности в обмене товарами, услугами, капиталом, трудом, информацией, данными и технологиями, глобальные производственные издержки будут увеличиваться во всех отраслях. В условиях столь сильной неопределенности компании, вероятно, предпочтут сократить свои капитальные расходы и инвестиции.

Кроме того, торговые войны ставят под угрозу совокупный спрос, потому что пошлины будут снижать размеры располагаемых доходов. Попытка стимулирования экономики посредством денежного и налогового стимулирования будет крайне неэффективной и может привести к более высокой инфляции, увеличению инфляционных ожиданий при очень умеренных темпах роста. Иными словами, торговый шок будет иметь стагфляционный эффект, повышая цены на импортные потребительские товары, промежуточные товары, технологические компоненты, энергоресурсы и одновременно сокращая объемы производства из-за разрыва глобальных производственных цепочек.

Таблица 1. Индексы PMI в промышленности

	январь.19	февраль.19	март.19	апрель.19	май.19	июнь.19	июль.19
Глобальный PMI	50.8 ↓	50.6 ↓	50.5 ↓	50.3 ↓	49.8 ↓	49.4 ↓	49.3 ↓
США (ISM)	56.6 ↑	54.2 ↓	55.3 ↑	52.8 ↓	52.1 ↓	51.7 ↓	51.2 ↓
США (IHS Markit)	54.9 ↑	53.0 ↓	52.4 ↓	52.6 ↑	50.5 ↓	50.6 ↑	50.4 ↓
Китай (NBS)	49.5 ↑	49.2 ↓	50.5 ↑	50.1 ↓	49.4 ↓	49.4 =	49.7 ↑
Китай (Caixin)	48.3 ↓	49.9 ↑	50.8 ↑	50.2 ↓	50.2 =	49.4 ↓	49.9 ↑
Япония	50.3 ↓	48.9 ↓	49.2 ↓	50.2 ↑	49.8 ↓	49.3 ↓	49.4 ↑
Еврозона	50.5 ↓	49.3 ↓	47.5 ↓	47.9 ↑	47.7 ↓	47.6 ↓	46.5 ↓
Германия	49.7 ↓	47.6 ↓	44.1 ↓	44.4 ↑	44.3 ↓	45.0 ↑	43.2 ↓
Франция	51.2 ↑	51.5 ↑	49.7 ↓	50.0 ↑	50.6 ↑	51.9 ↑	49.7 ↓
Италия	47.8 ↓	47.7 ↓	47.4 ↓	49.1 ↑	49.5 ↑	48.4 ↓	48.5 ↑
Великобритания	52.6 ↓	52.1 ↓	55.1 ↑	53.1 ↓	49.4 ↓	48.0 ↓	48.0 =
Канада	53.0 ↓	52.6 ↓	50.5 ↓	49.7 ↓	49.1 ↓	49.2 ↑	50.2 ↑
Австралия	53.9 ↓	52.9 ↓	52.0 ↓	50.9 ↓	51.0 ↑	52.0 ↑	51.6 ↓
Россия	50.9 ↓	50.1 ↓	52.8 ↑	51.8 ↓	49.8 ↓	48.6 ↓	49.3 ↑
Польша	48.2 ↑	47.6 ↓	48.7 ↑	49.0 ↑	48.8 ↓	48.4 ↓	47.4 ↓
Бразилия	52.7 ↑	53.4 ↑	52.8 ↓	51.5 ↓	50.2 ↓	51.0 ↑	49.9 ↓
Мексика	50.9 ↑	52.6 ↑	49.8 ↓	50.1 ↑	50.0 ↓	49.2 ↓	49.8 ↑
Индия	53.9 ↑	54.3 ↑	52.6 ↓	51.8 ↓	52.7 ↑	52.1 ↓	52.1 =
Индонезия	49.9 ↓	50.1 ↑	51.2 ↑	50.4 ↓	51.0 ↑	50.6 ↓	49.6 ↓
Южная Корея	48.3 ↓	47.2 ↓	48.8 ↑	50.2 ↑	48.4 ↓	47.5 ↓	47.3 ↓
Турция	44.2 =	46.4 ↑	47.2 ↑	46.8 ↓	45.3 ↓	47.9 ↑	46.7 ↓

Источник: ММІ.

В развитых странах арсенал мер реагирования на кризис остаётся весьма ограниченным. Монетарная и бюджетная политика интервенций и поддержки частного сектора, которая применялась после финансового кризиса 2008 г., сегодня просто не может применяться с таким же масштабом и эффективностью. В 2007–2009 гг. ФРС и другие центральные банки активно реагировали на шоки, спровоцировавшие мировой финансовый кризис, но не смогли предотвратить «Великую рецессию». Кроме того, сегодня ФРС начинает с учётной ставки на уровне 2.25–2.5%, в то время как в

сентябре 2007 года она равнялась 5.25%. В Европе и Японии ставки уже находятся в отрицательной зоне и центральным банкам придётся оценивать пределы своих возможностей по дальнейшему снижению ставки ниже нуля.

Индексы деловой активности (индексы менеджеров по закупкам) в промышленности показали, что рецессия в этом секторе охватывает все больше стран (от 9 до 12 стран из списка в табл. 1 в январе – апреле и только 4 страны в июле 2019 г. имели значение индекса 50 пунктов и выше), а среднее значение индекса PMI неуклонно снижается. Прогнозы

¹ При подготовке обзорных разделов данного бюллетеня использовались аналитические материалы МВФ, Всемирного банка, агентства

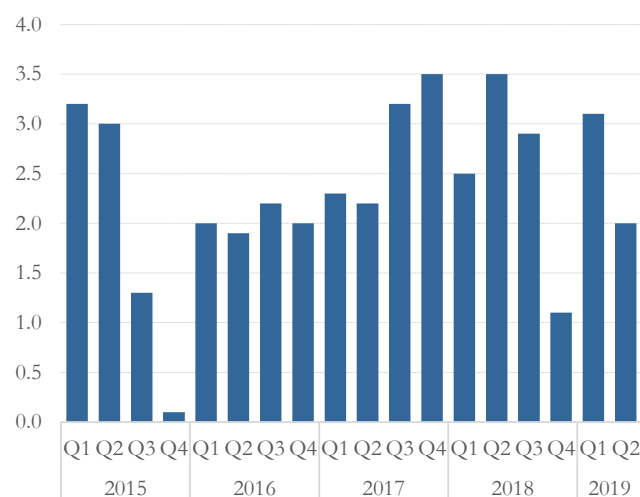
Bloomberg, Центрального банка России, Национального банка Республики Беларусь и другие открытые источники.

глобального роста ухудшил в июле МВФ, а в августе – Moody's (Global Macro Outlook 2019–20 (August 2019 Update)). В последнем документе особенно сильно ухудшились по сравнению с июньскими оценками прогнозы роста ВВП Германии, Индии, Бразилии, Мексике, Саудовской Аравии, Аргентине, ЮАР.

США

ВВП США во 2 кв. 2019 г. вырос на 2% в годовом выражении, а ФРС США объяснила первое за 11 лет снижение процентных ставок в июле (на 25 базисных пунктов до 2–2.25%) не слабостью американской экономики, а слишком медленной инфляцией и глобальными рисками. Структура роста осталась без изменений, основной вклад внес потребительский спрос, в то время как инвестиции сократились. Вклад со стороны запасов и чистого экспорта также был отрицательным. Безработица в США в июле сохранилась на уровне в 3.7%.

Рис. 1. Темпы прироста реального ВВП в США, % к предыдущему кварталу*



* скорректированные на сезонность приведенные к годовым.

Источник: Бюро экономического анализа США.

Данные по экономике США достаточно сильные, однакостораживает инверсия кривой доходностей казначейских облигаций США (ситуация, когда доходность у бумаг с более коротким сроком погашения выше, чем у долгосрочных). Подобное происходило перед каждой рецессией в стране за последние полвека. В конце августа доходность двухлетних облигаций оказалась выше чем у 10-летних впервые с 2007 г. на фоне обострения торгового противостояния США и Китая. Ранее рецессия начиналась в диапазоне от 11 до 22 месяцев после появления отрицательного спреда между 10-ти и 2-хлетними облигациями. Председатель ФРС заявил, что возможности монетарной политики для поддержания экономики США в результате шока, вызванного торговыми войнами, крайне ограничены, в чем его поддержали руководители некоторых других центральных банков.

Китай

Статистика показывает, что торговые войны китайская экономика переживает тяжело. Улучшение в июне носило временный характер. В июле рост промышленности составил 4.8% г/г после 6.3% г/г в июне, розничных продаж – 7.6% г/г по сравнению с 9.8% г/г в июне, инвестиций – 5.7% г/г против 5.8% г/г в июне. Индекс розничных цен,

являющийся главным показателем инфляции, вырос в Китае на 2.8% г/г в июле. Ослабление юаня окажет ограниченное воздействие на динамику цен по причине замедления экономического роста и оставит пространство для маневра инструментами денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики.

Народный банк Китая обесценил юань по отношению к доллару США до минимума с декабря 2018 г. – с начала года юань потерял по отношению к доллару США более 7%. При этом в своем заявлении по этому поводу банк отметил, что Китай не собирается делать курс юаня инструментом реагирования на торговый конфликт США, а текущий курс соответствует фундаментальным показателям китайской экономики и балансу спроса и предложения, и недавняя волатильность курса вызвана внешними факторами неопределенности. Ослабление юаня, с одной стороны, продолжится в случае падения китайского экспорта, но, с другой стороны, Народный банк Китая не намерен допускать его сильного ослабления, поскольку оно повлечет за собой существенный отток капитала.

Вслед за реформой ключевой процентной ставки Народного Банка Китая последовало ее снижение. Теперь ставки банковского кредитования будут привязаны к базовой ставке по кредитам первоклассным заемщикам (LPR), которая в свою очередь будет привязана к ставке среднесрочного кредитования (MLF). 20 августа Народный банк Китая снизил ставку для первоклассных заемщиков с 4.31 до 4.25% годовых, хотя рынок (как и в случае со снижением ставки в США) ждал более существенного уменьшения процентных ставок.

Еврозона

Индекс делового климата IFO, рассчитываемый на основании опроса 7000 немецких компаний, сигнализирует о продолжающемся сползании крупнейшей европейской экономики в рецессию. В августе он снизился с 95.7 до 94.3 пунктов (ожидалось 95.1), что явилось минимальным значением с ноября 2012 г. При этом индекс, характеризующий ожидания бизнеса, опустился до минимальной отметки с июня 2009 г., % г/г ниже, чем во время европейского долгового кризиса. Фактически немецкая промышленность уже находится в состоянии рецессии, а сектор услуг к ней движется.

Рост экономики Великобритании во 2 кв. 2019 г. резко замедлился по сравнению с первым кварталом, что отражает неопределенность, связанную с Brexit, а также является следствием более существенного, чем ожидалось, замедления роста мировой экономики. Банк Англии на заседании в августе принял решение сохранить базовую процентную ставку на уровне 0.75% годовых, также подтвердил объем выкупа активов с рынка в размере 435 миллиардов фунтов стерлингов. Прогнозы и перспективы экономики Великобритании сильно зависят от развития событий вокруг Brexit. Резкий и неорганизованный выход Великобритании из Евросоюза усилит давление на мировую экономику, перспективы которой и без того омрачены напряженностью в торговле.

Прогноз для мировой экономики

В табл. 2 и 3 представлены варианты сценариев, и ниже приведено их краткое описание.

Таблица 2. Сценарии торговой напряженности

Базовый сценарий (вероятность 50%)	Сценарий эскалации (вероятность 45%)	Сценарий смягчения (вероятность 5%)
Основные параметры торговых отношений останутся неизменными	Увеличение трений в торговых отношениях	Серьезное смягчение
25%-й тариф на Китайский импорт со стороны США на общую сумму в \$250 млрд.	Начиная с 1 октября, \$250 млрд товаров и продуктов из Китая, которые в настоящее время облагаются налогом в 25%, будут облагаться налогом в 30%.	Уменьшение трений в торговых отношениях
10%-й тариф на дополнительные \$300 млрд	Оставшиеся \$300 млрд товаров и продуктов из Китая, которые с 1 сентября облагались налогом в 10%, теперь будут облагаться налогом в 15%.	США и Китай достигнут соглашения
Без торгового соглашения, но и без эскалации напряженности с продолжающимися переговорами	США и Китай вводят тарифы на весь импорт из других стран	Президент США Дональд Трамп и президент Китая Си Цзиньпин достигают взаимопонимания и заключают торговое соглашение, которое положит конец торговой войне, но торговая политика стран останется неопределенной
Китай совершает ответные действия	Китай совершает ответные действия	
Без тарифов на автомобили	Вводятся тарифы на автомобили	
Торговля с Китаем остается неразрешенным вопросом	Торговля с Китаем остается неразрешенным вопросом	
Без валютных войн	Без валютных войн, однако КНР признан валютным манипулятором	

Таблица 3. Сценарии торговой напряженности: оценка макроэкономических эффектов

Базовый сценарий (вероятность 50%)	Сценарий эскалации (вероятность 45%)	Сценарий смягчения (вероятность 5%)
Рост		
Фискальные и монетарные стимулы в Китае смогут по большей части компенсировать некоторые торговые потери	Фискальные стимулы и монетарные меры в Китае частично компенсируют неблагоприятные эффекты	Рост промышленного сектора
Прогноз роста остается приемлемым в 2019 г., и незначительное снижение темпов роста в 2020 г., восстановление в 2021 г.	Рецессия в мировой экономике в 2020 г., в 2021 г. рост восстанавливается по причине всеобъемлющих стимулов и прекращения торговой войны	Предотвращение серьезного риска падения мирового роста
Темпы роста в Китае незначительно снижаются на всем прогнозном периоде	Темпы роста в Китае существенно замедляются	
Мировая экономика избегнет рецессии в 2020 г.		
Инфляция		
Бизнес и потребители ощутят незначительное повышение цен	Бизнес и конечные потребители ощутят повышение цен	Инфляция в США будет около целевых параметров ФРС
Инфляция останется ниже целевых показателей	Высока вероятность стагфляции в США	
	Ослабление юаня и умеренный рост инфляции в Китае	
Монетарная политика ФРС		
ФРС уменьшит ставку по федеральным фондам на 0.25–0.50 п.п. еще в сентябре, опустив ее до 1.5–2% к концу 2019 г.	ФРС начнет цикл ослабления и применит иные способы стабилизации кредитных условий	ФРС оставит ставку по федеральным фондам на прежнем уровне

Базовый сценарий предполагает пересмотр прогноза экономического роста в сторону замедления в 2019 г. и некоторое снижение темпов роста в 2020 г. Смягчение монетарной политики, которое осуществляют не только Федеральная резервная система США и Европейский центральный банк, но и другие центральные банки развитых и развивающихся экономик, должно поддержать экономический рост. Экономика Китая будет постепенно замедляться даже с учетом смягчения денежно-кредитной политики, ослабления юаня и существенных фискальных стимулов. Инфляция в развитых странах останется ниже целевого уровня.

Негативный сценарий предполагает начало рецессии в мировой экономике ближе к середине 2020 г. Наиболее низкие темпы роста в 2020 г. В попытке стимулировать внутренний спрос происходит существенное смягчение монетарной политики в США, Еврозоне и Китае. Тем не

менее, инфляционные процессы замедляются, а в США в 2021 г. наблюдается дефляция по причине сокращения совокупного спроса. Глубина кризиса будет зависеть от способности стран договориться о совместных экономических стимулах для предотвращения глобальной долгосрочной рецессии. В принципе, мировой финансовый кризис показал, что способность договариваться для совместного решения проблем в кризисный период возрастает. По этой причине негативный сценарий предполагает восстановление экономического роста в 2021 г. на фоне чрезвычайно мягкой монетарной политики и низкого уровня инфляции. Вероятность негативного сценария в текущих условиях близка к 45%.

Вариант перманентного шока в мировой торговле со стагфляционными последствиями нами не рассматривался.

Таблица 4. Количественные параметры сценариев

	2018*	2019	2020	2021
Базовый сценарий				
США				
Рост ВВП	2.9	2.2	1.6	1.9
Инфляция	1.9	1.5	1.7	1.9
Ключевая ставка	1.8	2.19	1.96	1.95
Еврозона				
Рост ВВП	1.8	1.2	1.6	1.7
Инфляция	1.9	1.3	1.5	1.7
Eonia Rate**	-5.9	-6.7	-6.6	-5.7
КНР				
Рост ВВП	6.6	6.1	6.0	5.9
Инфляция	2.2	2.5	2.7	2.4
Нефть	69.9	64.3	61.2	60.0
Негативный сценарий				
США				
Рост ВВП	2.9	2.1	0.6	1.8
Инфляция	1.9	1.5	0.7	-0.6
Ключевая ставка	1.8	2.1	0.7	-0.2
Еврозона				
Рост ВВП	1.8	1.1	0.9	1.5
Инфляция	1.9	1.3	0.8	0.2
Eonia Rate**	-5.9	-6.7	-7.5	-7.3
КНР				
Рост ВВП	6.6	6.0	5.5	5.8
Инфляция	1.9	2.5	1.9	0.6
Индекс монетарной политики	3.8	3.0	2.0	1.1
Нефть	69.9	64.3	57.2	56.9

* фактические данные; ** с учетом количественного смягчения.

Источник: Bloomberg, собственные расчеты.

Российская экономика

Текущая ситуация

Экономический рост. В 2 кв. 2019 г. годовой темп прироста ВВП повысился до 0.9%, что, по оценкам, было связано с улучшением инвестиционной активности после значительного спада в 1 кв. 2019 г. Потребительский спрос, поддерживаемый кредитованием, стал главным фактором, позволившим экономике удержаться в небольшом плюсе по итогам полугодия. Инвестиции и экспорт в 1 и 2 кв. 2019 г. снижались (табл. 5). Ожидаемое увеличение госинвестиций во 2 полугодии 2019 г. может незначительно ускорить рост ВВП. В свежем обзоре по экономике Банк России сообщает, что ждет небольшого ускорения роста ВВП в 3 кв. 2019 г. до 0.8–1.3% г/г по сравнению с 0.9% г/г во 2 кв. 2019 г. и 0.5% г/г в 1 кв. 2019 г. Причиной называется «реализация национальных проектов и увеличение государственных инвестиций».

Таблица 5. Динамика ВВП России, % г/г

	2018 г.	1 кв. 2019 г.	2 кв. 2019 г.
ВВП	2.3	0.5	0.9
Расходы на конечное потребление	1.8	1.2	1.0–1.5
домашних хозяйств	2.3	1.6	1.5–2.0
Валовое накопление	0.8	-3.1	-(0.0–0.5)
основного капитала	2.9	-2.6	-(0.5–1.0)
Экспорт	5.5	-0.4	-(0.3–0.8)
Импорт	2.7	-1.6	-(1.0–1.5)

Источник: Росстат, расчеты банка России.

Оценка роста ВВП в России на 1.2% г/г в этом году пока является консенсусом среди большинства международных институтов и рейтинговых агентств (табл. 6).

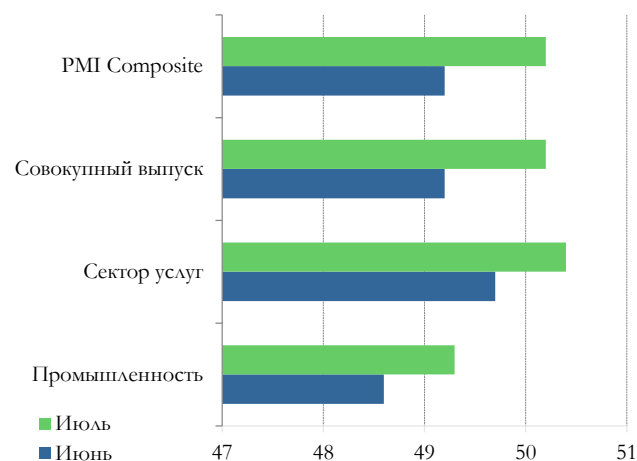
Таблица 6. Динамика ВВП России, % г/г

	2019	2020
Moodis	1.2	1.5
Fitch	1.2	1.9
МВФ	1.2	1.9
Всемирный банк	1.2	1.8
АКРА	0.9	0.8

Источник: Bloomberg.

Индексы PMI в России в июле показали некоторое улучшение ситуации промышленности и сектору услуг. Сводный индекс PMI, характеризующий совокупный выпуск в экономике, в июле вернулся в область роста (свыше 50 пунктов).

Рис. 2. Изменение российских индексов PMI, пунктов



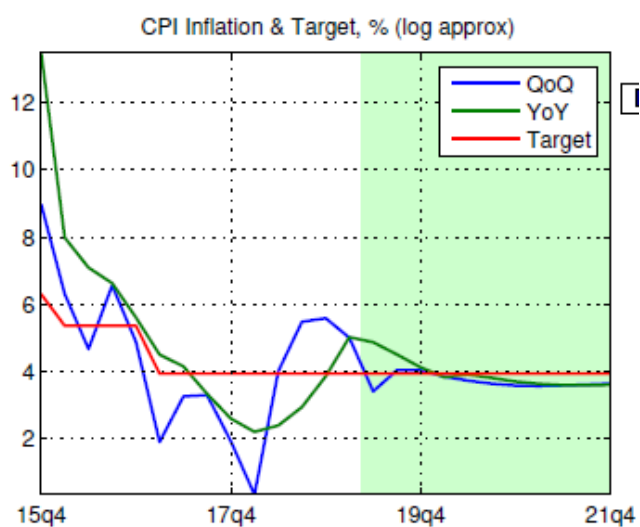
Источник: МММ.

Фискальная политика. Замедление роста ВВП отчасти объясняется жесткостью бюджетной политики. Согласно предварительной оценке Министерства финансов, федеральный бюджет в июле был исполнен с профицитом в размере RUB 332 млрд, или 3.5% от ВВП. По итогам семи месяцев профицит составил RUB 2 028 млрд, или 3.4% от ВВП. На покупку валюты Министерство финансов за семь месяцев направило RUB 1 867 млрд. Учитывая, что на покупку валюты Минфин тратит все нефтегазовые доходы, которые поступают в бюджет от цены нефти выше \$41.6, получается, что федеральный бюджет за этот период был профицитным при базовой цене нефти. Это очень наглядная иллюстрация того, сколь жесткой была бюджетная политика с начала года. Пик ужесточения пришелся на 2 кв. 2019 г., в течение которого расходы федерального бюджета сократились в номинальном выражении на 2.3% г/г. В 3 кв. 2019 г. Министерство финансов, похоже, планирует смягчение бюджетной политики – в июле расходы превышали прошлогодние на 16.5%. Рост бюджетных расходов должен поддержать внутренний спрос в ближайшие месяцы, что позитивно скажется на общей динамике ВВП.

Монетарная политика и инфляция. Инфляционные ожидания экспертов в августе практически не изменились. Опрос экономистов инвестиционных банков, проведенный Reuters в конце августа, зафиксировал инфляционные ожидания на конец 2019 г. на уровне 4.3% г/г, на конец следующего – 4% г/г. Снижение темпов инфляции и сезонное снижение цен в августе уменьшат показатель инфляции за 3 кв. 2019 г. к предыдущему кварталу с оценкой

на сентябрь до 4.5% г/г, а к концу года инфляция приблизится к 4% г/г. Не остается сомнения, что Центральный банк пересмотрит прогноз по инфляции и в очередной раз снизит процентную ставку, перейдя к политике, близкой к нейтральной.

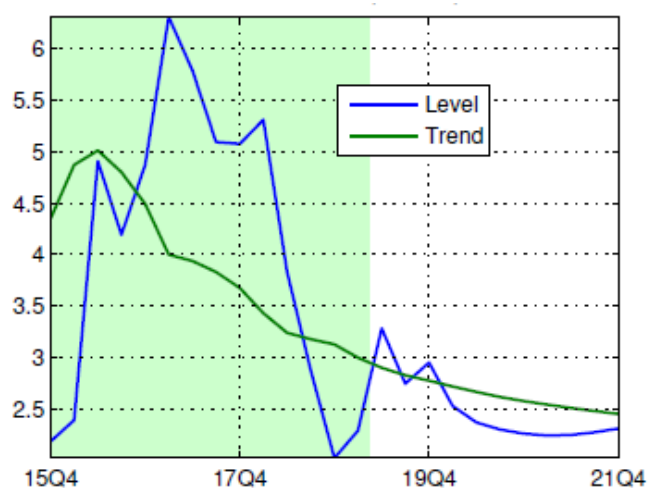
Рис. 3. Прогноз российской инфляции и ее целевое значение, % г/г



Источник: Росстат, ЦБРФ, собственные расчеты на основе данных Росстата.

В то же время степень нейтральности российской монетарной политики оценить сложно. Оценки нейтральной реальной процентной ставки, сделанные Банком России несколько лет назад, фактически не изменились – это около 3%. По нашим расчетам, эта ставка изменялась, как видно из рис. 4, и в настоящий момент составляет 2.7% годовых.

Рис. 4. Прогноз российской реальной процентной ставки и ее нейтрального значения, % годовых



Источник: Банк России, собственные расчеты на основе данных Банка России и Росстата.

Валютный курс. Курс российского рубля в конце 2018 – начале марта 2019 г. оставался относительно стабильным, несколько укрепившись во 2 кв. 2019 г. На фоне «разворота» монетарной политики ФРС США и введения новых санкций против России рубль начал обесцениваться. Основные риски для российского рубля не изменились. Первый – это следование общей тенденции валютных курсов

развивающихся рынков в контексте проведения монетарной политики ФРС США (здесь роль будут играть возможный дефолт Аргентины, а также ожидание рецессии и вывод инвесторами капиталов в безрисковые долларové активы). Второй – это угрозы и риски, связанные с санкциями против России. Третий – это разница в доходности в развитых странах и России, которая обуславливает динамику вложений спекулятивного капитала в рублевый долг (carry trade). Четвертый – существенные колебания цены на нефть. Фактически, все четыре риска в настоящий момент актуальны, поэтому мы ожидаем постепенного ослабления российского рубля.

Прогноз для российской экономики

Темпы роста экономики в **базовом сценарии** для 2019 г. незначительно пересмотрены. На фоне умеренно жесткой монетарной политики, жесткой налогово-бюджетной политики, снижения темпов потребительского кредитования, низких темпов роста реальных заработных плат, а также падения инвестиционной активности драйверов роста в 2019 г. не наблюдается. Возможно, только бюджетные расходы несколько улучшат ситуацию. Ожидаемое замедление отражает то, что часть факторов, оказавших поддержку динамике выпуска в 2018 г., носили временный характер.

В целом по году ожидается нулевой разрыв выпуска в 2019 г.: по сравнению с аналогичным периодом прошлого года экономика росла темпами, близкими к равновесным. Причины столь низких темпов экономического роста известны и стали уже общим местом. Чаще всего говоря о «санкционном давлении», упоминают влияние санкций на краткосрочные изменения курса, процентных ставок, динамику трансграничного движения капитала. Однако более важным, на наш взгляд, является влияние санкций на инвестиции, и как следствие, на экономический рост. Это особенно проявилось в ходе нынешнего противостояния США и Китая: по причине снижения уверенности бизнеса, первыми страдают инвестиции.

В условиях снижения интереса к инвестициям со стороны частного сектора, российские экономические власти, возможно, возьмут инициативу на себя, намереваясь «запустить» экономический рост в тех секторах, которые ориентированы на внутреннее потребление и не так сильно подвержены влиянию санкций. Темпы роста инвестиций, скорее всего, вырастут только во второй половине 2019 г. по мере перехода к активной реализации запланированных правительством инвестиционных проектов. Однако для того чтобы рост инвестиций в 2020 г. составил прогнозируемые Министерством экономики 5%, требуется выполнение сложных условий: снятие административных барьеров, инвестиционная налоговая льгота, увеличение долгосрочных инвестиций с помощью запуска института индивидуального пенсионного капитала, рост корпоративного и ипотечного кредитных портфелей.

По сути, нынешняя проблема не в отсутствии финансовых ресурсов, которых у российского правительства достаточно, а в том, что готовых к реализации масштабных инфраструктурных проектов, финансируемых за счет государства очень мало. Министр экономики Максим Орешкин признал это в недавнем [интервью](#), хотя и обратил внимание, что идет активная работа по строительству аэропортов, дорог и т.п.

Маловероятно, что частный сектор в текущих условиях станет наращивать инвестиции по причине падения внешнего спроса на фоне ухудшения ситуации в мировой экономике – глобальная «инвестиционная пауза» уже наступила. Внутренний потребительский спрос весьма слаб по причине падения реальных доходов населения за последние годы, а также снижения спроса на кредиты у населения по причине закредитованности.

Если мировая экономика избежит спада в 2020 г., то Россию ждет рост ВВП в пределах 1.2–2%, примерно такой же рост потребления, чуть более высокий рост инвестиций и стагнация реальных располагаемых доходов.

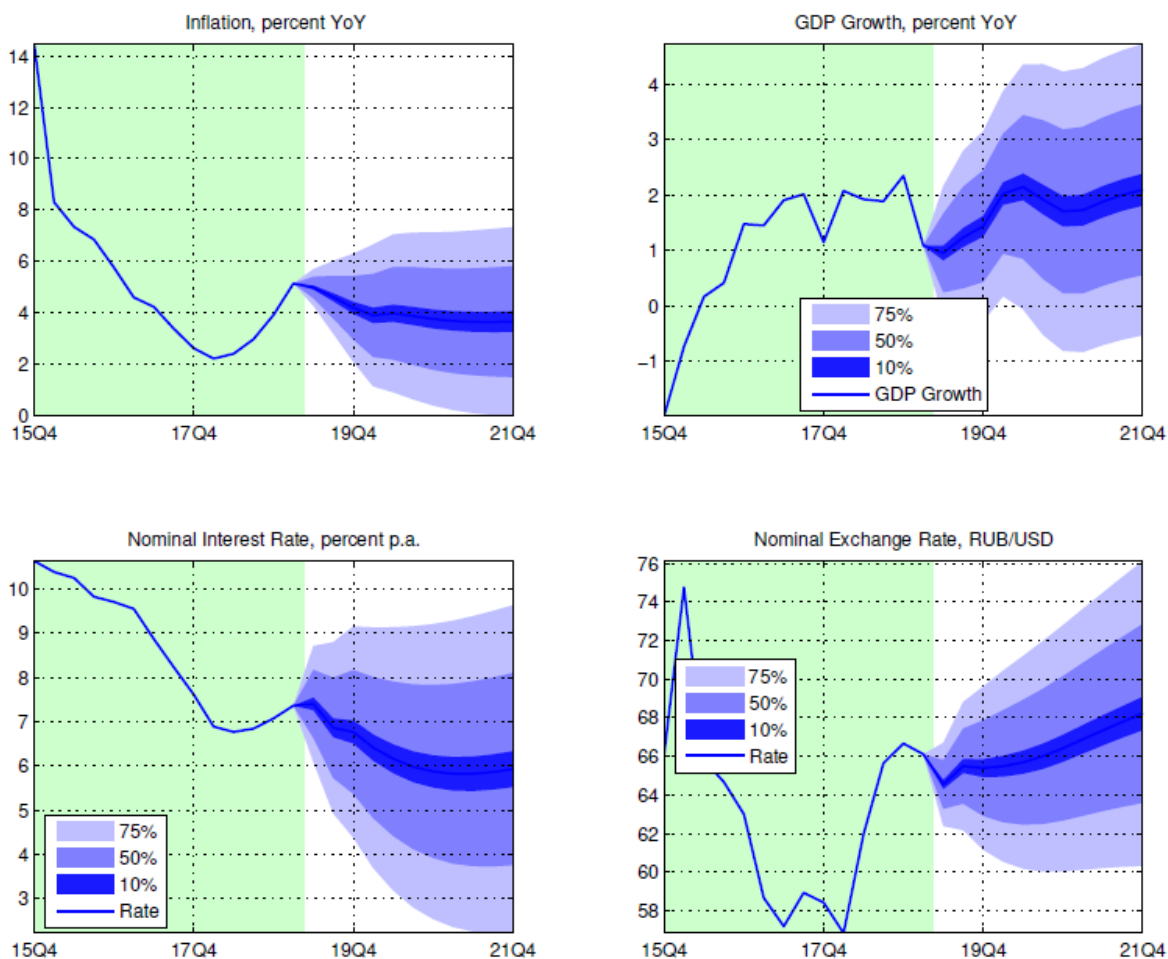
Таблица 7. Прогноз некоторых макроэкономических показателей для России: базовый сценарий

	2018*	2019	2020	2021
Инфляция				
ИПЦ, 4 кв. к 4 кв. предыдущего года, %	3.9	4.2	3.8	3.7
Цель по инфляции, %	4.0	4.0	4.0	4.0
ВВП				
Темп прироста ВВП, %	2.3	1.2	1.9	2.0
Разрыв выпуска, %	0.4	0.0	0.1	-0.1
Равновесный темп прироста ВВП, %	1.3	1.6	1.8	2.1
Ключевая ставка				
	7.1	7.4	6.3	6.0
Номинальный обменный курс				
RUB/USD	62.8	65.4	65.9	67.2
RUB/EUR	74.0	73.7	76.7	80.5
Прирост реальной заработной платы, % г/г				
	10.5	7.9	4.3	5.3

* фактические данные.

Источник: собственные расчеты.

Рис. 5. Прогноз некоторых макроэкономических показателей для российской экономики: базовый сценарий



Источник: собственные расчеты.

При реализации **негативного сценария** экономика России будет развиваться в соответствии с глобальными трендами и заданными внутренними ограничениями. Глобальные тренды направлены на снижение торговли; с большой вероятностью в следующем году мир вплотную подойдет к состоянию рецессии. Внешний спрос будет слабеть. Это окажет влияние на сырьевые цены, что снизит темпы роста реального ВВП. Внутренний инвестиционный спрос по

линии частного бизнеса ограничен политическими рисками, а потребительский спрос будет ослабевать на фоне замедления роста потребительского кредитования и низких доходов населения. Если спад в мире начнется в следующем году, то российская экономика также перейдет к рецессии.

Российский рубль дополнительно (на 5% в 2020 г.) обесценится по сравнению с базовым сценарием из-за оттока

капитала. В 2021 г. темпы обесценения будут постепенно снижаться по мере восстановления мировой экономики и потоков капитала. ВВП дополнительно снизится на 0.6 процентного пункта в 2020 г., а в 2021 г. ожидается постепенное восстановление экономического роста вслед за мировым ВВП.

Рост инфляции по причине девальвации и возросших инфляционных ожиданий, но сдерживаемый снижением спроса – около 0.6 процентного пункта в 2020 г. В 2021 г. инфляция будет снижаться по причине падения импортных цен и понижающего влияния со стороны внутреннего спроса.

Ключевая процентная ставка будет находиться на равновесном уровне в 2020 г., а в 2021 г. Банк России, ослабит монетарную политику, снизив процентную ставку, чтобы противостоять снижению экономической активности (проявляется в отрицательном разрыве выпуска).

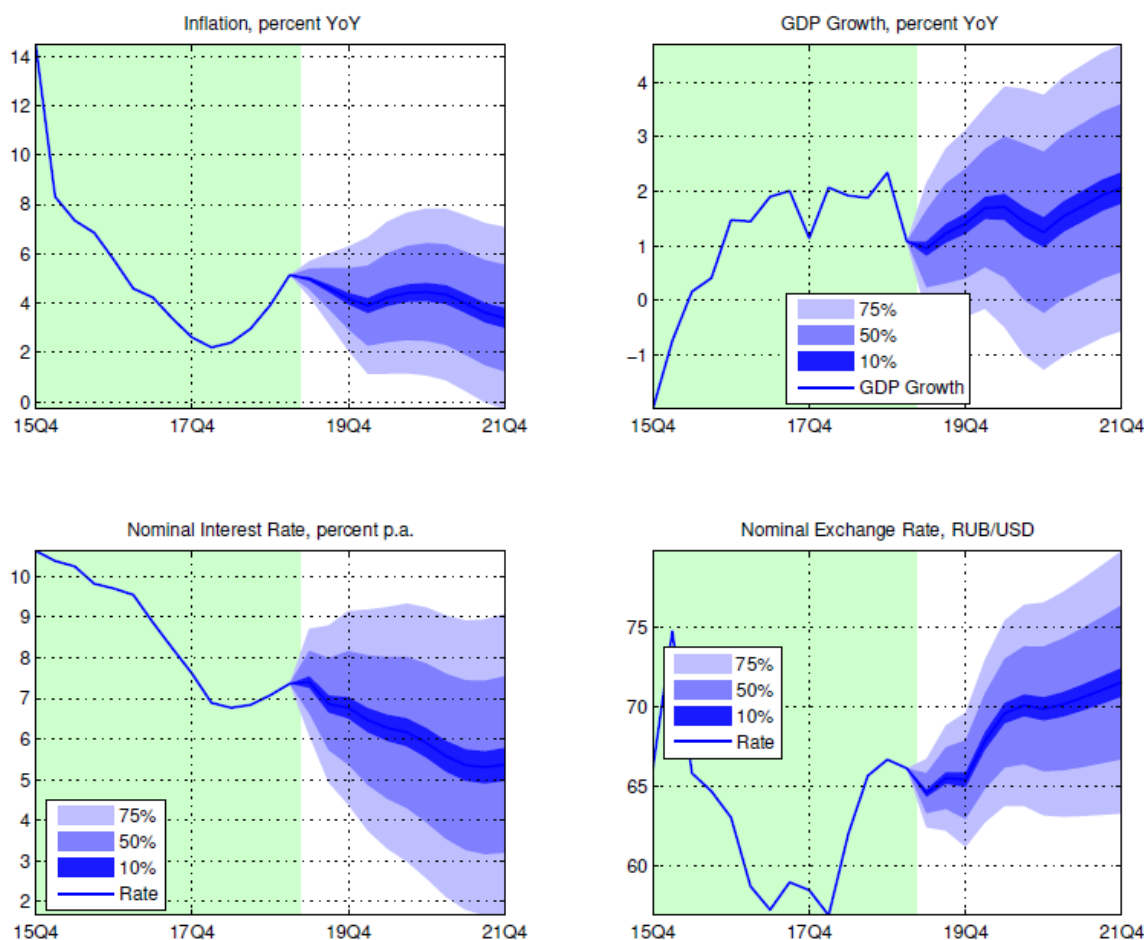
Таблица 8. Прогноз некоторых макроэкономических показателей для России: негативный сценарий

	2018*	2019	2020	2021
Инфляция				
ИПЦ, 4 кв. к 4 кв. предыдущего года, %	3.9	4.2	4.5	3.4
ИПЦ, % г/г	2.9	4.7	4.2	3.8
ВВП				
Темп прироста ВВП, %	2.3	1.2	0.9	1.9
Разрыв выпуска, %	0.4	0.0	-1.3	-0.5
Равновесный темп прироста ВВП, %	1.3	1.6	1.8	2.1
Сальдо бюджета, % от ВВП				
Сальдо бюджета, % от ВВП	-2.9	-1.7	-2.0	-1.7
Ключевая ставка				
Ключевая ставка	7.1	7.2	6.0	5.5
Номинальный обменный курс				
RUB/USD	62.8	65.4	69.3	70.8
RUB/EUR	74.0	73.6	79.3	81.9
Прирост реальной заработной платы, % г/г				
Прирост реальной заработной платы, % г/г	10.5	7.6	3.4	4.9

* фактические данные.

Источник: собственные расчеты.

Рис. 6. Прогноз некоторых макроэкономических показателей для российской экономики: негативный сценарий



Источник: собственные расчеты.

Беларусь

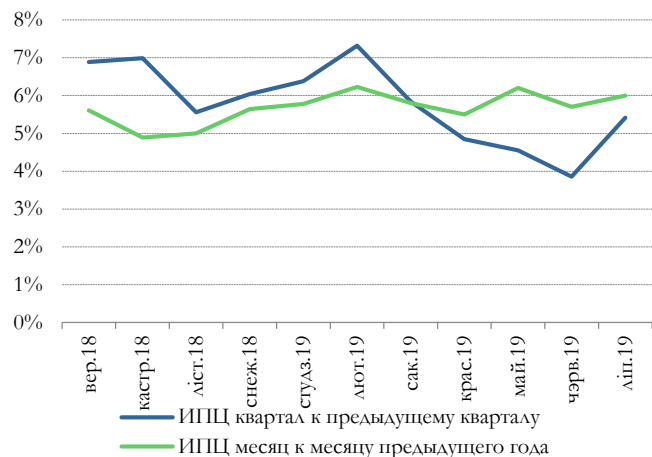
Текущая ситуация

Экономический рост. Во 2 кв. 2019 г. экономический рост замедлился до 0.5% г/г. Основной причиной замедления роста стало поступление в белорусский нефтепровод и на белорусские НПЗ загрязненной российской

нефти, что привело к падению экспорта товаров (по данным Белстата, во 2 кв. 2019 г. физический объем экспорта товаров уменьшился на 5.9% г/г, а без учета энергетических товаров – увеличился на 0.5% г/г) и замедлению роста экспорта услуг. Поэтому довольно уверенный рост внутреннего спроса (по нашим оценкам, во 2 кв. 2019 г. он увеличился на 4.9% г/г по сравнению с 3% г/г в 1 кв.

2019 г.) не привел к ускорению роста ВВП, а лишь удержал его от падения. В июле рост заметно ускорился (по нашим оценкам, июльский ВВП увеличился на 3.7% г/г в реальном выражении), однако это, судя по всему, объяснялось более ранним началом уборки урожая в сельском хозяйстве и не выглядит как перелом тенденции.

Рис. 7. Инфляция в Беларуси, % (показатели скорректированы на сезонность)



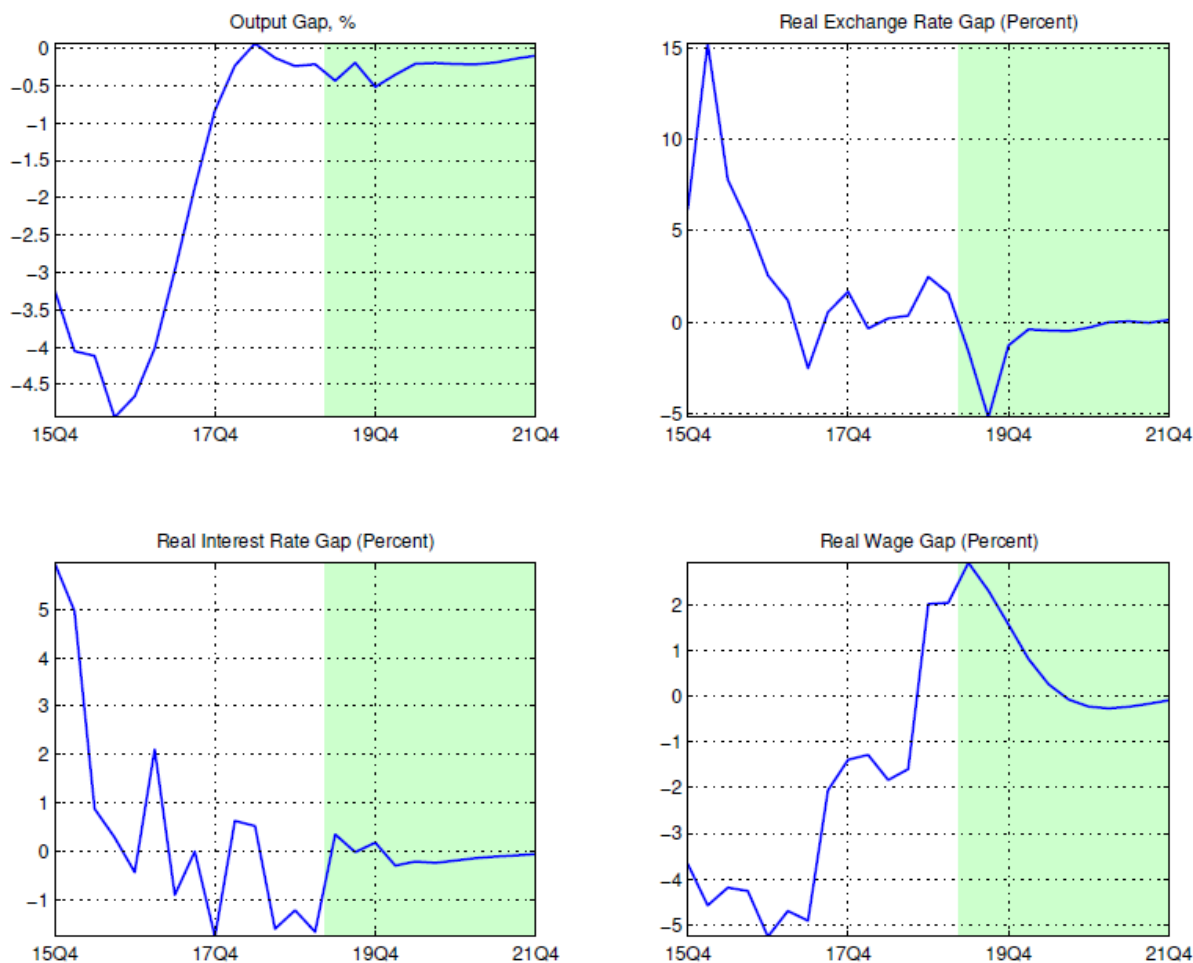
Источник: Белстат, собственные расчеты на основе данных Белстата.

Инфляция все еще превышает цель Национального банка в 5%. До июня тенденция к снижению сезонно скорректированной инфляции была устойчивой (рис. 7), что позволило НББ снизить ставку рефинансирования на 0.5 процентного пункта. Однако в июле ускорению роста потребительских цен способствовала нестандартная динамика сезонных цен, а также регулируемых цен и тарифов. При этом базовая инфляция продолжала снижаться.

Монетарная политика с точки зрения процентной политики была скорее мягкой вплоть до 1 кв. 2019 г., а с точки зрения курсовой политики – жесткой, что в условиях незначительных инфляционных шоков и слабо отрицательного разрыва выпуска было самой оптимальной стратегией. Укреплению валютного курса по причине превышающего спрос предложения на валютном рынке во многом способствовала жесткая налогово-бюджетная политика.

Рост заработной платы превышал темпы роста производительности, что создало некоторое дополнительное давление на цены. Большую часть года разрыв реальной заработной платы находился в положительной области, что оказывало давление на потребительские цены. Реальные располагаемые денежные доходы населения в 1 полугодии 2019 г. увеличились на 7% г/г, и хотя их рост замедлился во втором квартале (примерно 6.5% г/г) по сравнению с 1 кв. 2019 г. (7.4% г/г), он существенно опережает рост ВВП.

Рис. 8. Разрывы выпуска, реального обменного курса, реальной процентной ставки и реальной заработной платы, %



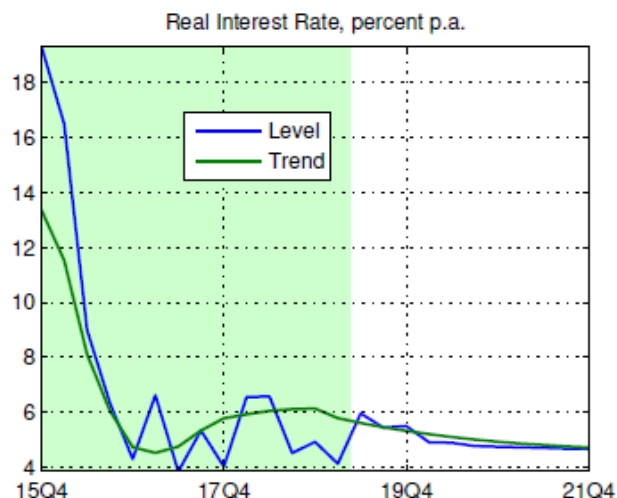
Источник: собственные расчеты.

Валютный курс. Укреплению валютного курса способствовал приток валюты за счет ее продажи населением. Покупая валюту на рынке в рамках установленного правила, НББ существенно пополнил золотовалютные резервы: на 1 августа 2019 г. международные резервные активы в определении ССРА МВФ превысили \$8.6 млрд. Национальный банк, сместив акцент на необходимость пополнения золотовалютных резервов более высокими темпами, с одной стороны, удерживал курс от укрепления, с другой – создавал резерв, наличие которого крайне важно с учетом рисков мировой рецессии и необходимости отдавать долги в размере по \$3.5 млрд ежегодно.

Реальная процентная ставка в настоящий момент оценивается на уровне 5.5% годовых (рис. 8), что на наш взгляд, несколько завышенное значение. Общая тенденция в мире к снижению равновесных процентных ставок, также нынешняя реальная доходность на капитал в Беларуси и снижение потенциального роста говорят в пользу более низкой равновесной процентной ставки. К примеру, оценка реальной равновесной процентной ставки для европейской экономики с учетом параметров количественного смягчения в настоящий момент лежит около -6% го-

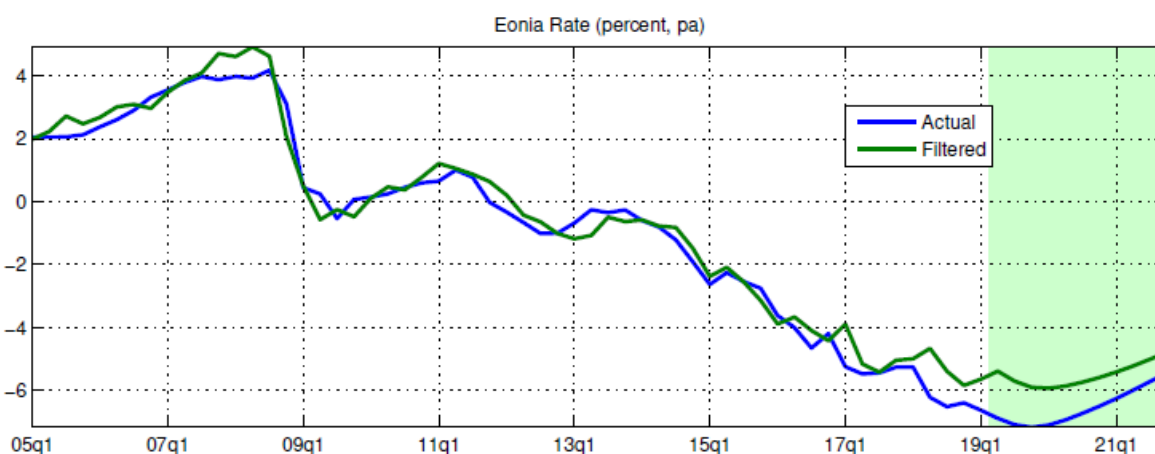
довых. Даже с учетом страновых и девальвационных рисков разница в реальных ставках почти в 12 процентных пунктов – это чрезвычайно много.

Рис. 9. Реальная и равновесная реальная процентная ставка в Беларуси, % годовых



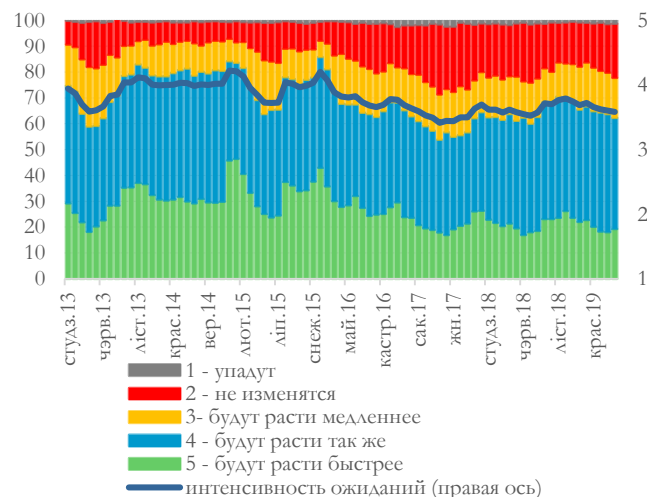
Источник: собственные расчеты на основе данных Национального банка и Белстата.

Рис. 10. Реальная и равновесная реальная процентная ставка в Еврозоне, % годовых

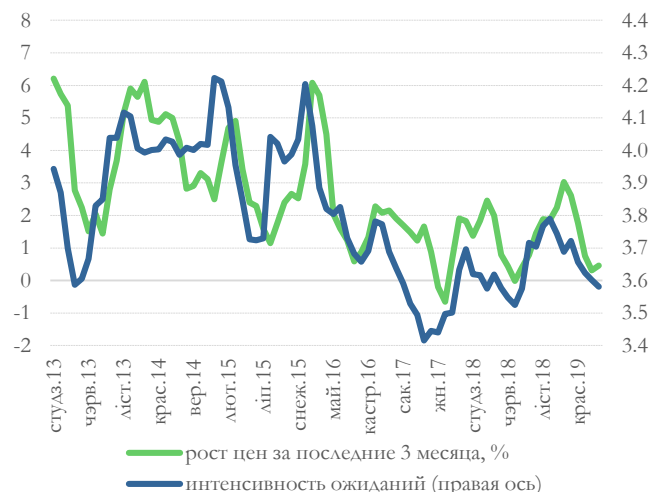


Источник: <https://sites.google.com/view/jingcynthiawu/shadow-rates>, собственные расчеты.

Рис. 11. Инфляционные ожидания населения



(а) Инфляционные ожидания компаний (распределение ответов на вопрос «По вашему мнению, как изменятся цены в ближайшие 3 месяца?», % респондентов)

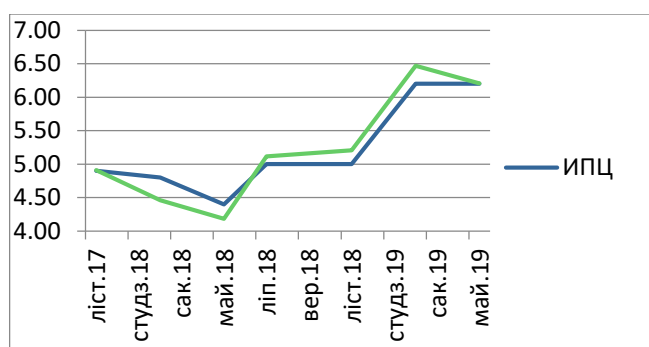


(б) Интенсивность ожиданий (линия с рис. 11а) и фактический прирост ИПЦ за 3 месяца

Источник: Национальный банк, собственные расчеты на основе данных Национального банка.

Инфляционные ожидания компаний (на ближайшие 3 месяца) в июле были незначительно выше, чем годом ранее. Трехмесячный прирост ИПЦ тоже был несколько выше прошлогодних значений (0,46% в июле 2019 г. по сравнению с 0,44% в июле 2018 г.). Учитывая, что интенсивность инфляционных ожиданий находится между ответами «цены в ближайшие 3 месяца будут расти медленнее» и «цены в ближайшие 3 месяца будут расти так же», можно сказать, что нынешний уровень инфляционных ожиданий не предвещает ускорения инфляции, но и не говорит о том, что компании ожидают ее снижения.

Инфляционные ожидания населения в мае снизились по сравнению с февралем 2019 года. Инфляционные ожидания населения носят адаптивный характер, принимая во внимание в основном динамику прошлой инфляции. На графике хорошо видно, что в период снижения инфляции баланс ответов смещался в сторону снижения инфляции в будущем, а в периоды роста наоборот, что является ожидаемым результатом.



Источник: Национальный банк, собственные расчеты на основе данных Национального банка.

Государственный долг на 1 июня 2019 г. составил BYN 43.9 млрд (34,9% от ВВП) и по сравнению с началом года снизился на BYN 1.5 млрд. Существенным риском является валютная структура долга. Государственный долг номинирован в основном в иностранной валюте. В ближайшие годы предстоят выплаты в размере около \$3.5 млрд в год. В 2017–2018 гг. на обслуживание госдолга уходило около 11% расходов республиканского бюджета, а в 1 полугодии 2019 г. на эти цели было направлено 7,3% расходов консолидированного бюджета (BYN 1.2 млрд). Это снижает возможности по стимулированию экономики мерами бюджетной политики. В 2020 г. на обслуживание государственного долга будет направлено BYN 2.87 млрд; помимо выплаты процентов, BYN 5.98 млрд будет направлено на погашение основного долга. Эти обязательства планируются на $\frac{3}{4}$ рефинансировать за счет новых заимствований. В случае развития негативного сценария доступ к финансовым ресурсам и их стоимость будут выше.

Министерство финансов не намерено выдавать государственные гарантии для привлечения внешних займов для реализации коммерческих проектов, планируется сокращение лимита гарантированного долга.

Налогово-бюджетная политика. По данным Министерства финансов, консолидированный бюджет за январь-май 2019 г. исполнен с профицитом в размере 6,1% от ВВП, что означает жесткость налогово-бюджетной политики. Повышение уровня сбережений государственного

сектора позитивно сказывается на торговом балансе и поддерживает усилия Национального банка по снижению инфляции.

Прогноз для экономики Беларуси

Далее приводятся результаты расчетов для двух сценариев, базового и негативного.

Базовый сценарий предполагает следующие условия:

- Российская Федерация не компенсирует последствия налогового маневра;
- У Министерства финансов получится реализовать среднесрочную стратегию по управлению государственным долгом, предполагающую рефинансирование 75% от объемов к погашению каждый год в течение нескольких ближайших лет;
- Цена нефти Urals снижается к 61 в 2020 г. и 60 в 2021 г., Беларусь импортирует и перерабатывает 18 млн т нефти на всем прогнозируемом периоде;
- Доходы от «перетаможки» 6 млн т нефти с 2020 г. прекращаются.

При реализации базового сценария темпы роста потенциального ВВП перестают восстанавливаться с середины 2019 г. по причине неопределенности для белорусской экономики и консолидации бюджета (более жесткой бюджетной политики, в том числе снижения инвестиционных расходов бюджета). Потенциал экономического роста снижается на 0,3 процентного пункта в 2021 г. по причине перманентного шока потерь от налогового маневра в России. Равновесные темпы роста составят в ближайшие несколько лет 1,1-1,3% г/г.

Реальный обменный курс также меняет свое долгосрочное устойчивое состояние. Равновесный реальный эффективный курс будет ослабляться на 0,5 процентного пункта в 2021 г. по причине влияния налогового маневра, которое связано со снижением производительности экономики и долгосрочным негативным эффектом налогового маневра на платежный баланс. В 2021 г. негативный шок бюджетной консолидации затронет разрыв выпуска, который снизится приблизительно на 0,3 процентного пункта.

Номинальная ставка будет постепенно снижаться, поскольку будут преобладать дезинфляционные тенденции. Национальный банк будет поддерживать нейтральность монетарной политики, на фоне того, что Правительство планирует перейти к стратегии ужесточения фискальной политики, снижая объем госдолга. Пока не очень понятна стратегия Министерства финансов относительно расходов и дефицита бюджета в текущем и следующем году, но оптимальным было бы тратить накопленные резервы в случае реализации негативного внешнего шока, а в настоящий момент проводить консолидацию, однако электоральный цикл может внести свои коррективы. Жесткая бюджетная политика повысила бы уровень сбережений и позволила бы поддержать валютный курс и нарастить резервы. Именно по причине более высокого уровня сбережений в экономике реакция курса будет столь сдержанной, а корректировка будет осуществляться через другие каналы.

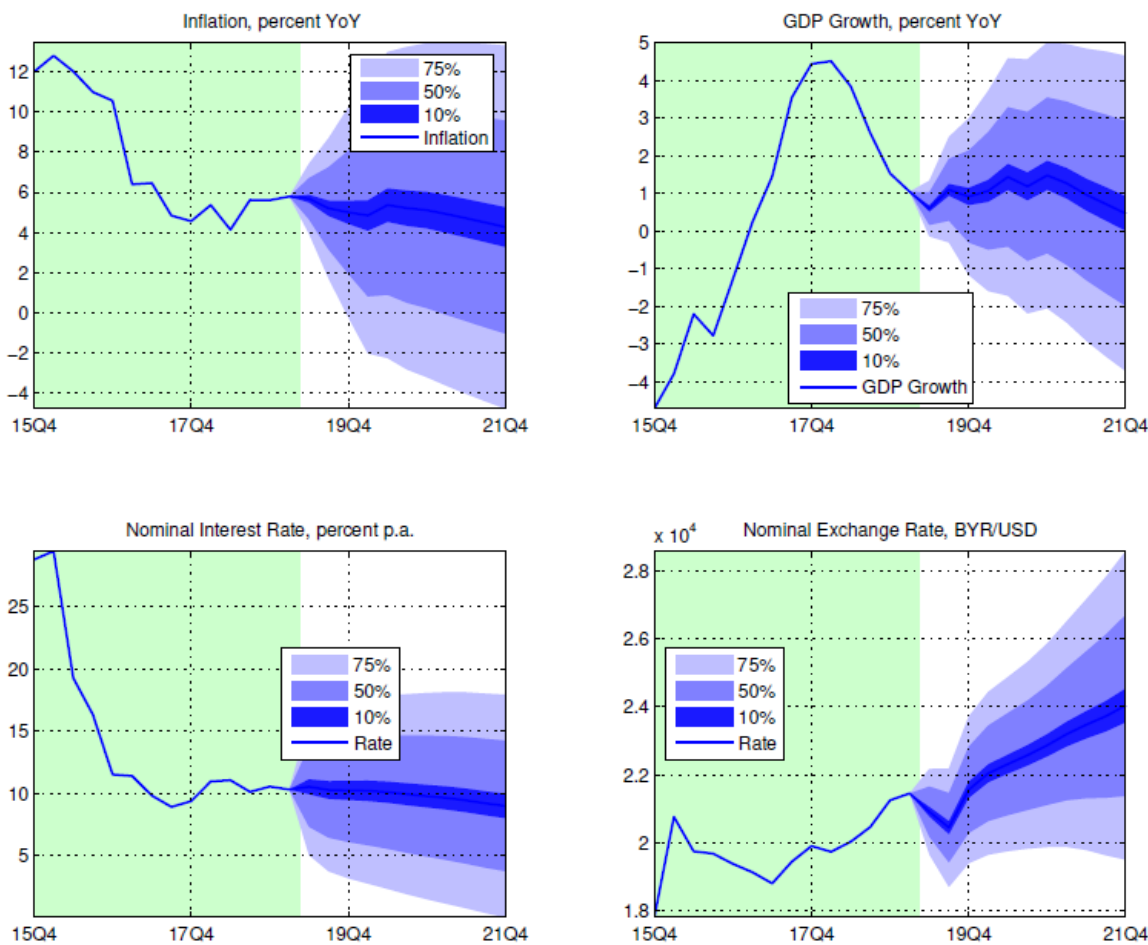
Негативный сценарий также предполагает, что Беларусь испытывает последствия налогового маневра без компен-

саций со стороны России. Кроме того, по причине мировой рецессии и оттока капиталов с рискованных развивающихся рынков возможны проблемы с рефинансированием некоторой части государственного долга. Чтобы обеспечить своевременное исполнение долговых обязательств, потребуется дополнительная консолидация бюджета, что в свою очередь еще снизит темпы экономического роста и в 2020 и в 2021 гг.

При реализации **негативного сценария** дополнительное обесценение рубля к доллару составит в 2020 г. около 2%. Столь мягкая реакция курса рубля объясня-

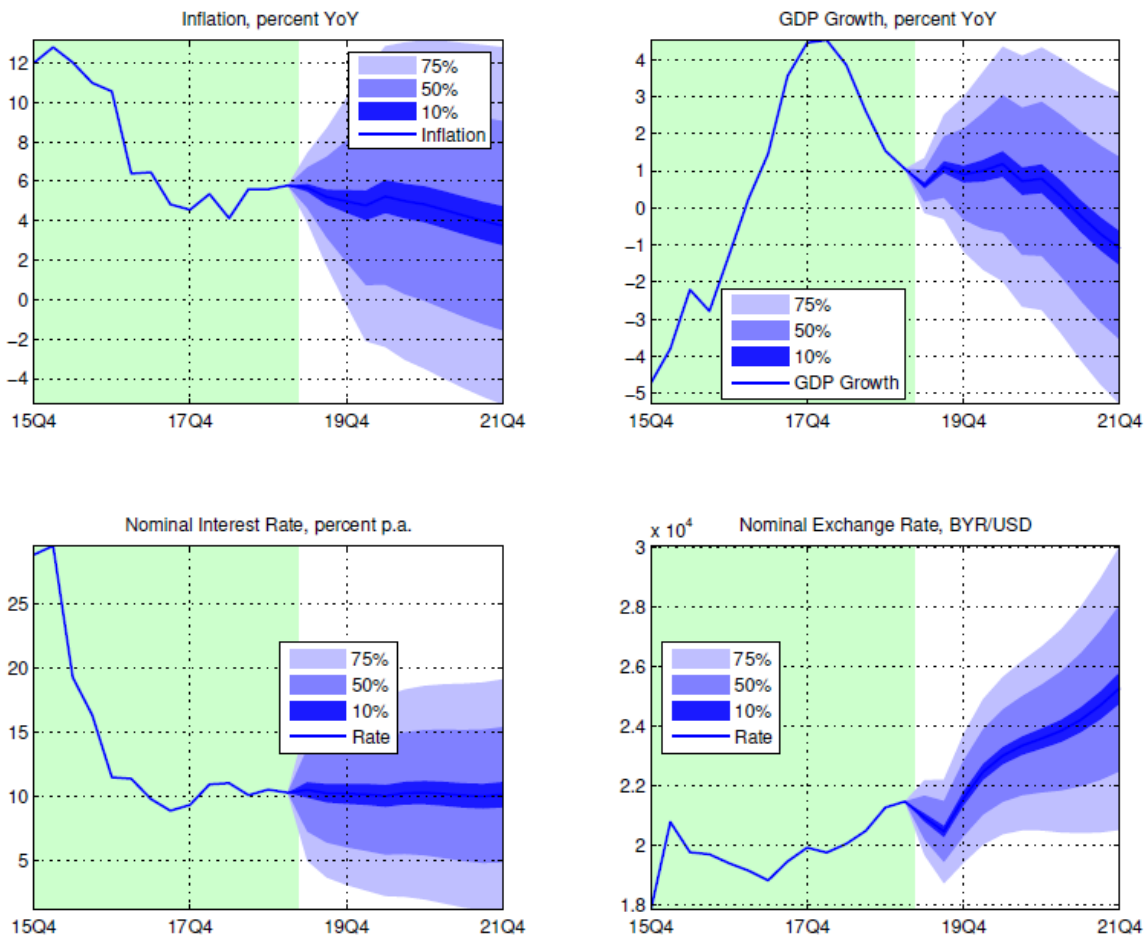
ется тем, что при сохранении жесткости налогово-бюджетной политики снизится давление на торговый и платежный баланс. Дополнительное снижение ВВП будет около 0.3 процентных пунктов в 2020 г. из-за снижения мирового спроса и укрепления белорусского рубля к российскому рублю. В 2021 г. реальный ВВП начнет падать. Инфляция замедлится из-за снижения внутреннего спроса и укрепления белорусского рубля к российскому рублю. Возможно, потребуется смягчение монетарной политики. На фоне снижения инфляции Национальный банк снизит ставку рефинансирования, чтобы противодействовать спаду в экономике.

Рис. 12. Прогноз некоторых макроэкономических показателей для экономики Беларуси: базовый сценарий



Источник: собственные расчеты.

Рис. 13. Прогноз некоторых макроэкономических показателей для экономики Беларуси: негативный сценарий



Источник: собственные расчеты.