

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

- Геополитическая неопределенность и неурегулированные торговые конфликты повышают риски рецессии в США и Еврозоне и замедления роста в Китае. Низкие процентные ставки и большие бюджетные дефициты в крупнейших экономиках мира ограничивают возможности противостояния этим рискам при помощи монетарных и фискальных стимулов.
- Потенциальный рост в России остается медленным и уязвимым к рискам новых санкций, прежде всего, в отношении государственного долга. Инфляция замедляется, но остается уязвимой к курсовым рискам.
- Консервативные монетарная и фискальная политика, а также политика доходов при отсутствии внешних шоков позволят удержать инфляцию в рамках целевого значения по итогам года. На этом фоне экономика Беларуси будет расти темпом, близким к потенциальному.
- Основными рисками для Беларуси остаются неурегулированные разногласия по поводу поставок нефти и газа с Россией и глобальные/региональные риски, которые могут повлиять на обменный курс, инфляцию и реальный ВВП, как напрямую, так и через шоки со стороны курса российского рубля и реального ВВП.

Макроэкономический прогноз для Беларуси: основные показатели

	2018	2019					2020	2021
		1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	ГОД		
Инфляция								
ИПЦ, 4 кв. к 4 кв. предыдущего года, %	5.6	5.8	5.7	5.6	5.5	5.6	5.0	4.2
Цель по инфляции, % к/п	6.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.0
ВВП								
Темп прироста ВВП, % г/г	3.0	1.1	1.7	1.6	1.8	1.6	1.9	2.0
Разрыв выпуска, %	-0.2	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Равновесный темп прироста ВВП, % г/г	1.2	1.4	1.5	1.6	1.8	1.6	1.8	2.0
Ставка рефинансирования, % годовых	10.7	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	9.5
Номинальный обменный курс								
BYR/USD	2.04	2.15	2.17	2.19	2.22	2.18	2.28	2.34
BYR/EUR	2.41	--	--	--	--	2.61	2.83	2.94
Средняя зарплата								
BYN/мес.	958.1	1027.6	1039.6	1057.9	1081.1	1051.6	1151.6	1260.8
Темпы прироста реальной зарплаты, % г/г	17.1	4.5	3.4	3.0	-0.2	2.6	4.2	4.6

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:

Михаил Демиденко, к.э.н., внештатный научный сотрудник Исследовательского центра ИПМ

© 2019 Исследовательский центр ИПМ

Источники данных/литература:

Белстат, Bloomberg, Евростат, ЕЦБ, IFS, НББ, ПРМЭ, база данных ПРМЭ (апрель 2019 г.), Росстат, ФРС, ЦБР
Всемирный банк (2019). *Перспективы мировой экономики: Европа и Центральная Азия. Омраченные перспективы*.
Калечин, Д. (2019). *Обеспечение финансовой стабильности в 2018 г. и задачи на 2019 г.*, *Банкиўскі вестнік*, 1 (666), 9–15.
МВФ (2019). *Республика Беларусь: Доклад персонала для консультаций 2018 г. в соответствии со статьей IV*, CR/19/09.
Carlson, J, Parkin, M. (1975). Inflation Expectations, *Economica*, 42, 166, 123-138.

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 экономика¹

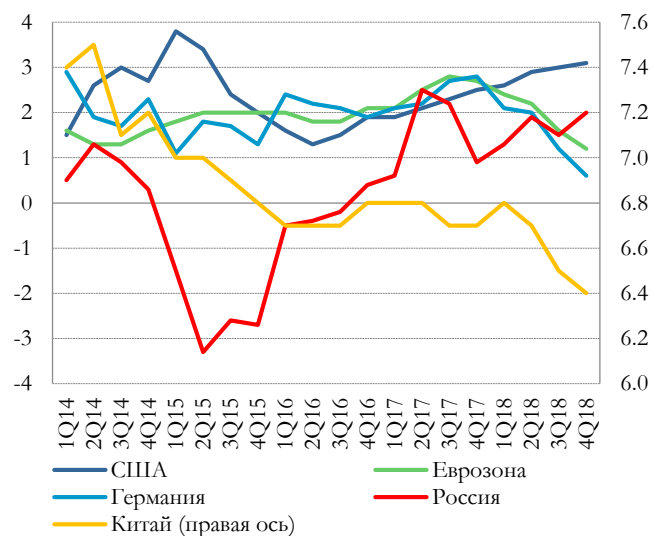
Текущая ситуация

Сигналы, предупреждающие о надвигающейся мировой рецессии, становятся все четче. Основные причины более пессимистических прогнозов включают неопределенность в отношении изменения процентных ставок Федеральной резервной системой, замедление экономического роста в мире, Брекзит и торговые споры между США и Китаем. Экономические данные и индексы настроений в странах с развитой и развивающейся экономикой с осени прошлого года ухудшаются, что говорит о замедлении роста мировой экономики и необходимости прибегать к новым формам экономического стимулирования, возможностей для которого не так много.

Согласно последним апрельским индексам Brookings-Financial Times “**TIGER**”, которые отслеживают восстановление мировой экономики, **темпы роста снижаются практически во всех основных экономиках мира со середины 2018 г.** Рост мировой экономики замедлился с 3.8% в 2017 г. до 3% в 2018 г. Это стало наиболее существенным снижением темпов роста мировой экономики за последние семь лет.

Ожидается дальнейшее замедление мировой экономики. Согласно последнему прогнозу Всемирного банка, в текущем году динамика мирового ВВП может составить 2.9% (а не 3%, как ранее), а в 2020–2021 гг. – 2.8%. По оценкам МВФ, мировой рост замедлился до 3.6% в 2018 г., а в 2019 г. прогнозируется его дальнейшее снижение до 3.3%, при этом с замедлением роста столкнутся страны, формирующие 70% мировой экономики. Текущее замедление в основном является результатом слабых деловых и потребительских настроений и геополитической неопределенности. Эти факторы сдерживают корпоративные инвестиции снижают перспективы долгосрочного роста.

Рис. 1. Темпы прироста реального ВВП в крупнейших экономиках мира и России, % г/г



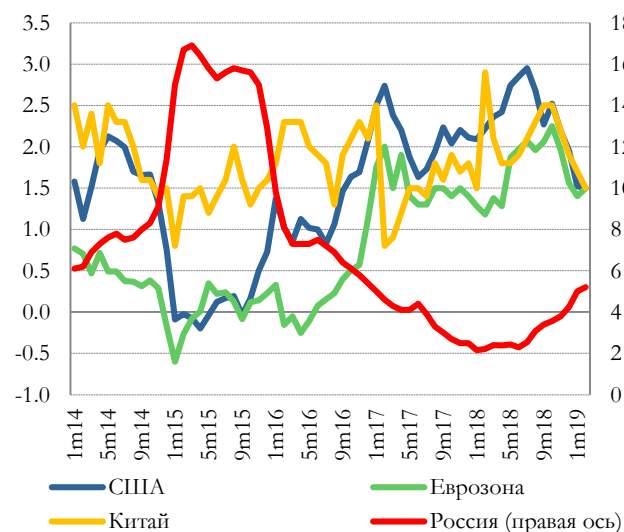
Источник: МВФ.

Одной из причин замедления роста мировой экономики является **напряженность в торговле** вследствие **введения тарифов ведущими странами**, особенно Соединенными

Штатами, и ответных мер, принятых другими странами, включая Китай. Все заявления по поводу увеличения протекционизма в вопросах торговли ведут к большей неопределенности относительно торговой политики, которая сдерживает принятие решений о будущих инвестициях, что имеет существенное значение для долгосрочного роста.

Возможности фискальных стимулов ограничены. Спустя десятилетие после мирового финансового кризиса процентные ставки в развитых странах намного ниже докризисных уровней и, вероятно, еще долгое время останутся на этом уровне. Доходность немецких десятилетних облигаций (-0.02% годовых по состоянию на 23 марта) сигнализирует о рыночных ожиданиях того, что Европейский центральный банк будет поддерживать нулевые ставки политики не только до 2020 г. (официальное прогнозное направление ЕЦБ), но и до 2030 г. Доходность японских облигаций подразумевает нулевые или отрицательные процентные ставки еще дольше. И хотя доходность десятилетних государственных ценных бумаг в Соединенных Штатах и Великобритании составляет чуть более 1% и 2.4% годовых соответственно, оба эти показателя предполагают минимальное или нулевое повышение ставок политики в течение следующего десятилетия. Мировой объем торговли ценными бумагами с отрицательными процентными ставками достиг около USD 10 трлн. В случае еще большего замедления экономического роста, **высокий уровень государственного долга**, вероятно, ограничит способность крупных стран с развитой экономикой противодействовать замедлению с помощью существенных фискальных стимулов, а низкие процентные ставки не дадут возможности монетарным властям стимулировать экономический рост. Менее традиционные меры денежно-кредитной политики (как, например, обсуждаемое прямое финансирование части бюджетного дефицита напрямую центральными банками) будут сопряжены со значительными рисками.

Рис. 2. Инфляция в крупнейших экономиках мира и России, % г/г



Источник: МВФ.

Инфляционное давление в мире остается весьма сдержанным по причине замедления роста основных экономик. В

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.

США инфляция в феврале замедлилась в годовом выражении до 1.5% (в декабре – 1.9%), в Еврозоне – незначительно ускорилась до 1.5% (в декабре она составляла 1.4%). В Китае инфляция в феврале опустилась до 1.7% (1.9% в декабре).

США

В Соединенных Штатах экономическая экспансия замедляется по мере того, как исчезают последствия налогово-бюджетного стимулирования, а занятость и розничные продажи ослабевают. Перспективные индикаторы уверенности бизнеса и потребителей, а также кривая доходности, которая остается относительно плоской, несмотря на вероятность увеличения дефицита бюджета, указывают на риск рецессии в США в 2019 или 2020 гг.

ФРС США в декабре в четвертый раз за 2018 г. повысила ставку на 25 базисных пунктов. Однако признаки замедления мировой экономики и снижение на фондовом рынке США, а также отсутствие давления со стороны заработной платы и инфляции, приостановили планы по повышению ставки до конца 2019 г. Количественное ужесточение, позволяющее казначейским обязательствам и ипотечным ценным бумагам уйти из баланса ФРС, продолжится только до сентября.

В США растет число экономистов, обеспокоенных предстоящим замедлением экономики, причем некоторые призывают Федеральный резерв США снизить процентные ставки, а другие – принять более высокий целевой показатель инфляции для борьбы с риском чрезмерной дезинфляции.

Китай

Рост ВВП Китая, по-видимому, восстанавливается, но другие показатели (розничные продажи, инвестиции в основной капитал и объем промышленного производства) менее оптимистичны. Экспорт и импорт ниже, чем год назад, что отражает сдержанный мировой и внутренний спрос.

Развивающиеся рынки, связанные с Китаем через глобальные цепочки поставок и экспорт сырья, активно используют его рост. Были веские основания для беспокойства, когда производственная активность в Китае сокращалась в феврале третий месяц подряд. Китайский экспорт уменьшился, продажи автомобилей упали. Однако по причине мер, принятых китайскими властями, в марте производственная активность восстановилась.

Политики больше полагаются на налоговые стимулы и меньше – на расширение денежной ликвидности для стимулирования слабого спроса. Центральное правительство КНР подняло порог, ниже которого налог на прибыль не уплачивается, и добавило налоговый вычет для ухода за престарелыми родителями. Планируется снизить налоги для малого бизнеса и тратить более 1.5% ВВП на железные дороги, автомобильные дороги и другие проекты, о чем было объявлено в марте. Также Китай собирается сократить размеры взноса работодателей в фонд социального страхования с 18–20% (с некоторыми региональными вариациями) до 16% и снизить ставку налога на добавленную стоимость (НДС) с 16% до 13% для большинства предприятий. Это новая мера следует за объявленным ранее снижением ставки корпоративного налога на прибыль,

взимаемого с первых CNY 3 млн (около USD 0.5 млн) налогооблагаемой прибыли.

Ожидается, что пакет налоговых реформ приведет к значительному снижению доходов – примерно на CNY 2 трлн (около 2.1% от ВВП) только нынешнем году. Эти меры, вероятно, вызовут рост дефицита бюджета центрального правительства с 2.8% от ВВП до примерно 5% от ВВП и увеличению долга центрального правительства с нынешних 47% от ВВП до примерно 70% от ВВП в среднесрочной перспективе.

Новое снижение налогов в Китае направлено на борьбу с негативным давлением на экономический рост со стороны внешних факторов. Китай вполне может себе позволить существенные фискальные стимулы, поскольку внешний государственный долг по-прежнему низок по стандартам развивающихся рынков. Что еще более важно, разница между процентной ставкой и темпом роста, который формирует динамику долга, ниже, чем практически во всем мире.

Еврозона

Проблемы особенно заметны в Еврозоне, которая сталкивается с последствиями политической неопределенности в ее ключевых экономиках – протестов «Желтых жилетов» против программы реформ президента Эммануэля Макрона во Франции, планируемого ухода в отставку в конце своего нынешнего срока канцлера Германии Ангелы Меркель, разногласий правительства Италии с Европейской комиссией по поводу планируемого на 2019 г. бюджета, основанного на оптимистических предположениях относительно роста ВВП. Кроме того, в Великобритании разногласия в правящей Консервативной партии препятствуют продвижению к упорядоченному процессу выхода из Евросоюза. Поскольку эти проблемы вряд ли будут решены в ближайшее время, ключевые драйверы роста в Еврозоне, похоже, потеряют силу в течение 2019 г. Все это произойдет на фоне менее благоприятной в экономическом и финансовом отношении внешней среды.

О том, что потенциальный рост в ЕС в 2019 г. и впоследствии будет ослабевать, свидетельствуют итоги года для крупнейшей экономики Еврозоны. Согласно предварительным данным, в 2018 г. экономика Германии выросла на 1.5%. Это достаточно резкое снижение темпов роста по сравнению с предыдущим годом (2.2%). Квартальный рост был отрицательным в 3 кв. 2018 г. и, вероятно, был близок к нулю в 4 кв. 2018 г. Германия избежала рецессии, но ее экономические показатели в 2018 г. по-прежнему были слабыми за последние пять лет.

На фоне спада экономической активности в Еврозоне ЕЦБ, который с конца 2018 г. завершил программу количественного смягчения, уже в марте текущего года объявил о дополнительных стимулах в виде нового раунда программы целевого долгосрочного льготного кредитования (TLTRO III). Одновременно было подтверждено, что в будущем году повышение ставки в Еврозоне не состоится.

Прогноз для мировой экономики

Хотя 2019 г. начался с низких темпов роста, Международный валютный фонд ожидает, что во второй половине года рост ускорится. Увеличение темпов роста мировой экономики будет поддержано значительным смягчением

денежно-кредитной политики в ведущих экономиках, которое стало возможным благодаря отсутствию инфляционного давления несмотря на почти нулевой разрыв между фактическим и потенциальным объемом выпуска. Федеральная резервная система США, Европейский центральный банк, Банк Японии и Банк Англии смягчили монетарную политику. Китай расширил свои бюджетные и денежно-кредитные стимулы, чтобы противодействовать негативным последствиям пошлин на торговлю.

В 2020 и в 2021 гг. рост в странах с развитой экономикой несколько замедлится. Исключение составляет Еврозона, где ожидается восстановление роста после его замедления в 2019 г., поскольку воздействие бюджетного стимула США будет ослабевать, а рост приблизится к невысоким потенциальным темпам для всей этой группы ввиду старения населения и низких темпов роста производительности. На этом фоне рост экономики Китая тоже будет замедляться даже с учетом существенных фискальных стимулов.

Ввиду воздействия структурных факторов, инфляция остается ниже целевого уровня в развитых странах, причем в текущем году она даже несколько снизится.

Таблица 1. Прогноз некоторых макроэкономических показателей для крупнейших экономик мира

	2018*	2019	2020	2021
США				
Рост ВВП, %	2.9	2.6	2.2	1.9
Инфляция, %	1.9	1.5	1.8	2.0
Ключевая ставка, % годовых**	2.375	2.19	1.96	1.95
Еврозона				
Рост ВВП, %	1.8	1.1	1.8	1.8
Инфляция, %	1.9	1.1	1.5	1.7
Ключевая ставка, % годовых**	-0.355	-0.360	-0.210	-0.050
КНР				
Рост ВВП, %	6.6	6.5	6.5	6.3
Инфляция, %	2.2	2.0	2.1	2.1

* фактические данные. ** предполагаемая рынком траектория ключевой ставки.

Источник: Bloomberg, МВФ, собственные расчеты.

Риски для мировой экономики

Хотя мировая экономика продолжает расти разумными темпами и в прогнозах базового сценария мировой спад не предусматривается, существует множество рисков замедления роста. Напряженность в вопросах торговой политики может снова повыситься и проявиться в других областях (таких как автомобильная промышленность), вызывая существенные нарушения в мировых цепочках поставок. Существует риск рецессии в США и Евроне, который в текущих условиях сложно будет купировать традиционными методами монетарной и налогово-бюджетной политики.

Приток капитала в страны с формирующимся рынком существенно сократился во второй половине прошлого года, так как Федеральная резервная система США в течение пяти кварталов подряд повышала учетную ставку и сокращала свой баланс. Однако в январе 2019 г. ФРС объявила о прекращении повышения ставок до конца года. По этой причине в странах с формирующимся рынком отмечается некоторое возобновление притоков портфельного капитала, снижение стоимости суверенных заимствований и укрепление национальных валют по отношению к доллару

США. Однако, несмотря на быстрое улучшение ситуации на финансовых рынках, положительные сдвиги в реальной экономике происходят медленно. Для большинства стран с формирующимся рынком показатели промышленного производства и инвестиций остаются низкими.

Важнейшим риском для развивающихся рынков остается рецессия в США. Инверсия кривой доходности в конце прошлого месяца говорит о том, что инвесторы сейчас серьезно относятся к этой возможности в 2020 или 2021 гг. Если она действительно произойдет, то ее последствия будут серьезными, потому что американские политики будут ограничены в инструментах противодействия рецессии. Процентные ставки в США остаются низкими, что дает ФРС мало возможностей для их сокращения. А поскольку бюджетный дефицит уже существенно расширен, возможность значимых бюджетных стимулов ограничена, и реакция экономики на них будет значительно слабее.

Если поток плохих новостей подтвердится - и глобальное замедление, политическая неопределенность и торговые споры станут реальностью, то к концу 2019 г. в новую рецессию может войти и Еврозона.

Цены на нефть эталонных марок фиксирует рост по итогам марта и 1 кв. 2019 г. благодаря сокращению добычи ОПЕК+ и падению поставок нефти из Венесуэлы и Ирана из-за американских санкций.

В 1 кв. 2019 г. цена Brent подскочила на 27%. Рост был максимальным со 2 кв. 2009 г., а для января-марта он является самым значительным с 2002 г. Нефтяной рынок по сути отыграл падение, которое наблюдалось в конце прошлого года, котировки держатся на максимумах за четыре месяца. В то же время прогнозы потребления нефти на 2019 г. пересматриваются вниз из-за падения спроса.

Российская экономика

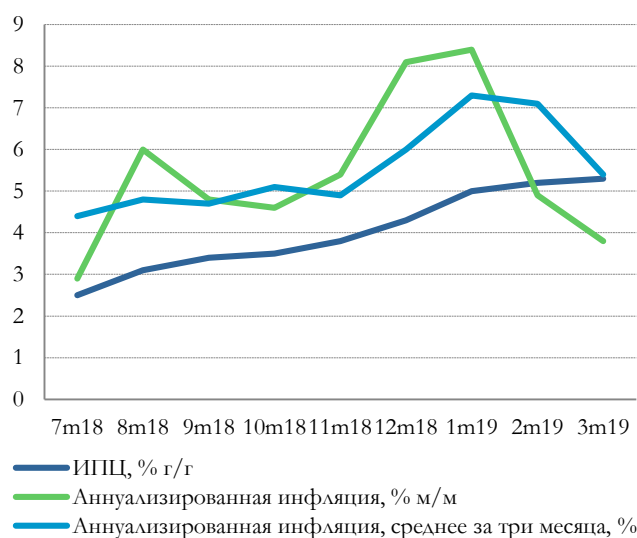
Текущая ситуация

Экономический рост. Российская экономика в 2018 г. продемонстрировала рекордный рост с 2012 г. – 2.3% г/г. Однако этот рост носил [временный характер](#) и объяснялся уточнением данных об инвестициях в строительство в Ямало-Ненецком автономном округе (ЯНАО), вызвавшем сомнения у многих экспертов. Динамику ВВП поддержала активность потребителей (расходы на конечное потребление выросли на 2.2% г/г благодаря активному потребительскому кредитованию) и инвестиции (прирост на 4.3% г/г, в том числе за счет ЯНАО). Ускорение роста произошло также по причине улучшения внешней торговли: реальный экспорт прибавил 6.3% г/г. Импорт рос медленнее (3.8% г/г после 17.4% в 2017 г.); основную роль в этом сыграло ослабление российского рубля в течение года.

Внешняя торговля. Счет текущих операций за 2018 г. составил USD 114 млрд, или 7% от ВВП. Основным фактором увеличения профицита был рост экспорта на фоне высоких цен на энергоносители. В январе-феврале 2019 г. ситуация продолжала улучшаться. Высокий внешний спрос, комфортные цены на нефть поддержат традиционное положительное сальдо счета текущих операций России, которое, согласно ожиданиям Центробанка России, составит в 2019 г. около USD 88 млрд, что позволит накопить около USD 60 млрд золотовалютных резервов.

Инфляция в марте составила 5.3% г/г, что выше целевого параметра в 4%. Однако годовой показатель не очень информативен, особенно если динамика инфляции меняется существенно. В качестве альтернативы для анализа текущей ситуации можно использовать сезонно сглаженные показатели инфляции за месяц или за 3 месяца в годовом выражении. Месячная сезонно сглаженная инфляция в марте уже опустилась до целевого уровня в 4%, а более инерционный показатель сезонно сглаженной среднемесячной инфляции за последние три месяца (квартал к предыдущему кварталу в годовом выражении) существенно снизился в марте до 5.5% с 7.1% в феврале, что несколько лучше ожиданий аналитиков.

Рис. 3. Инфляция в России



Источник: Росстат, собственные расчеты на основе данных Росстата.

Всплеск инфляции в конце 2018 г. был обусловлен прежде всего:

- динамикой валютного курса: российский рубль пережил два резких ослабления в апреле и августе-сентябре прошлого года;
- повышением НДС, вклад которого в годовую инфляцию на текущий момент составил порядка 0.6–0.7 процентного пункта. По оценкам Центробанка России, существенная часть повышения НДС уже нашла отражение в ценах;
- подорожанием некоторых продуктовых товаров, цены на которые были ниже обычного уровня в предшествующий период;
- повышением инфляционных ожиданий экономических агентов, которые пока не имеют четкой привязки к цели по инфляции и следуют колебаниям валютного курса и изменениям цен в прошлом, что говорит о не вполне рациональной модели формирования ценовых ожиданий и, соответственно, цен в экономике России.

Валютный курс. Курс рубля в конце 2018 г. – начале марта 2019 г. оставался относительно стабильным, несколько ослабнув во второй половине декабря. На фоне разворота монетарной политики ФРС США и притока капитала на развивающиеся рынки, большинство валют развивающихся стран завершили 1 кв. 2019 г. «в плюсе». Рубль оказался в лидерах, укрепившись на 7.8% к доллару США с начала года. Основное укрепление пришлось на вторую половину марта.

В последние несколько лет динамика курса российского рубля имеет под собой четыре основных драйвера: (1) следование общей тенденции валютных курсов развивающихся рынков в контексте проведения монетарной политики ФРС США, (2) угрозы и риски санкционного давления на Россию, (3) разница в доходностях в развитых странах и России, которые провоцируют приток (а в случае неблагоприятных условий – отток) спекулятивного капитала в рублевый долг в рамках carry trade², и (4) существенные колебания цены на нефть.

Налогово-бюджетная политика. По итогам 2018 г. бюджет расширенного правительства Российской Федерации впервые с 2012 г. был исполнен с профицитом (2.7% от ВВП) по причине роста доходов на фоне относительно высоких цен на нефть и благоприятной динамики экономической активности. Фискальная политика оставалась в 2018 г. умеренно жесткой, что вполне оправдано с учетом внешних рисков.

По данным Министерства финансов России, объем совокупного государственного и муниципального долга Российской Федерации на 1.03.2019 составил 14.3% от ВВП – это один из самых низких показателей в мире. Потребность правительства во внешних займах очень незначительна, а в условиях налоговой консолидации и изменения источников инвестиций в государственный долг Россия при необходимости имеет возможность реализовать планы по займам внутри страны.

Возвращение рейтинговым агентством Moody's суверенного рейтинга России на инвестиционный уровень стало внешним признанием устойчивости российской экономики в условиях санкций. Ключевой вклад в это внесла консервативная долговая политика российских финансовых властей.

Прогноз для российской экономики

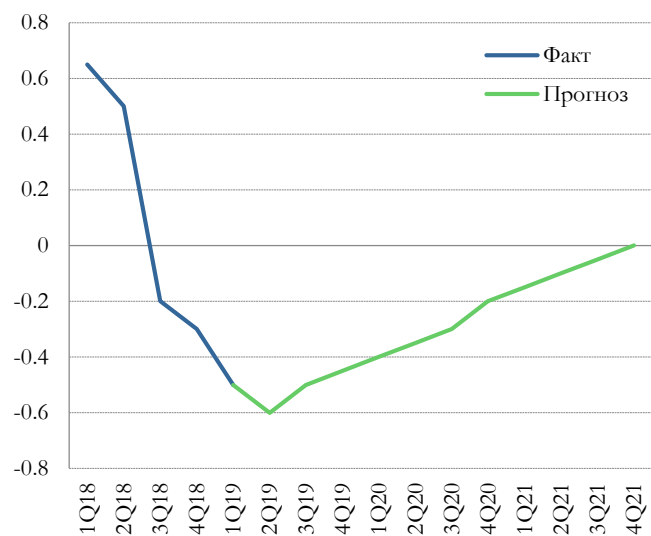
Темпы роста экономики в рассматриваемом сценарии останутся вблизи потенциальных. Незначительное снижение темпов роста в 2019 г. будет носить циклический характер. Замедление отражает тот факт, что часть факторов, оказавших поддержку динамике выпуска в 2018 г., носила временный характер. Отрицательный разрыв выпуска в 2019 г. откроется по причине повышения процентной ставки в конце 2018 г., что окажет сдерживающее влияние на потребительскую активность. Аналогичное влияние на динамику внутреннего спроса в 2019 г. также окажут

² Низкие процентные ставки в развитых странах и избыток ликвидности, в результате количественного смягчения приводят к большим потокам спекулятивного капитала, и как следствие к большей долговой нагрузке в развивающихся странах, а также большей волатильности валютных курсов. Глобальные финансовые рынки и большие краткосрочные потоки капитала могут вызвать значительные колебания обменного курса для стран с плавающей валютой – и для малых

стран с открытой экономикой, в частности. Как продемонстрировали многие страны с формирующимся рынком, такие валютные колебания могут повлиять на способность страны погашать долг в иностранной валюте и могут заставить ее проводить монетарную политику, противоречащую ее внутренним целям.

замедление роста доходов от экспорта в результате ожидаемого в рамках рассматриваемого сценария снижения цен на нефть. Более сдержанным окажется влияние экспорта по причине реального укрепления рубля. Темпы роста инвестиций, вероятно, начнут повышаться только во второй половине года по мере перехода к активной реализации запланированных правительством инвестиционных проектов.

Рис. 4. Разрыв выпуска в России, %



Источник: собственные расчеты.

После некоторого замедления в 2019 г. рост немного ускорится в 2020–2021 гг. по мере накопления положительного эффекта от запланированных правительством национальных проектов (в случае успешной их реализации) и мер бюджетной политики. К этим мерам относится поэтапное повышение пенсионного возраста, дополнительные капитальные расходы и расходы на развитие человеческого капитала в период 2019–2024 гг.

Инфляция. Пик годовой инфляции будет пройден в марте-апреле 2019 г. – скажется эффект базы. По нашим оценкам он составит около 5.4% г/г. При благоприятной динамике инфляции в апреле и мае, показатель аннуализированной инфляции по отношению к предыдущему кварталу с учетом сезонной корректировки может выйти на целевой уровень в 4% уже к середине года. При прочих равных, это станет аргументом для начала рассмотрения вопроса о смягчении монетарной политики в 3 или 4 кв. 2019 г. Очевидно, это будет происходить только при отсутствии усиления санкционных рисков. В противном случае роль инфляции при принятии решений по ставке снизится – необходимо будет защищать валютный курс.

Монетарная политика остается умеренно жесткой. В соответствии с уточненным базовым прогнозом, ЦБР допускает переход к снижению ключевой ставки в 2019 г. При этом он продолжает оценивать баланс рисков для инфляции как смещенный в сторону проинфляционных, прежде всего в связи с сохранением ряда внешних рисков, а также повышенных и «незаякоренных» инфляционных ожиданий экономических агентов. При отсутствии неблагоприятных факторов мы ожидаем снижения процентной ставки в России на 25 базисных пунктов к концу 2019 г.

Валютный курс. Непосредственной угрозы для курса российского рубля пока нет. Более того, на фоне падения доходностей в мире рубль выделяется умеренно жесткой политикой российского Центробанка, которая делает его одной из самых привлекательных валют для стратегии carry trade. После некоторого укрепления в начале 2019 г. курс рубля продолжит незначительно ослабляться в среднем на 1–1.5 рубля в год.

Риски для российской экономики

Усиление опасений приближения глобальной рецессии, локальный кризис в Турции, на фоне которого растут страхи распространения кризисных процессов на другие развивающиеся страны (как это было в прошлом году), могут снизить привлекательность активов в таких странах. В случае оттока капитала с развивающихся рынков Россия также не останется в стороне.

Для России по-прежнему высоки санкционные риски. Расследование по связям Д. Трампа с российскими властями закончилось без результата, но это не означает, что американские законодатели готовы отказаться от инструмента санкций в экономической конкуренции. Это означает возможность существенного ослабления рубля с соответствующими последствиями для инфляции и реальных доходов.

Наблюдается некоторое усиление геополитических рисков сразу с нескольких сторон: неопределенность с завершением Брекзита, результаты выборов президента Украины, не исчерпанный конфликт в Венесуэле.

Приток капитала в госдолг и портфельные инвестиции – это, как правило, краткосрочный капитал. При малейших рисках он уйдет обратно, как это уже не раз случалось – например, весной 2018 г., когда одномоментный выход инвесторов из российского госдолга незамедлительно привел к значительному ослаблению курса рубля.

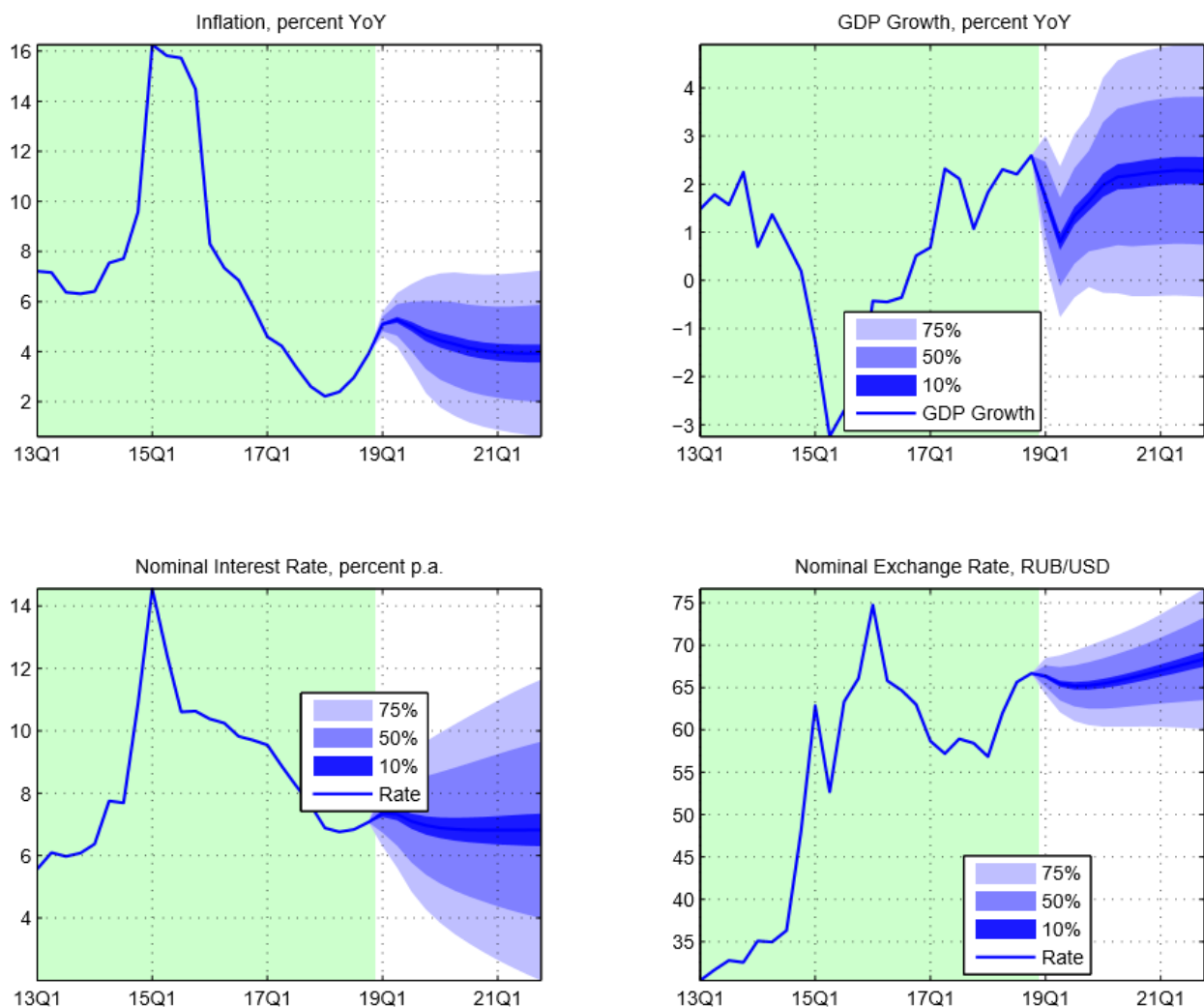
Таблица 2. Прогноз некоторых макроэкономических показателей для России

	2018*	2019	2020	2021
Инфляция				
ИПЦ, 4 кв. к 4 кв. предыдущего года, %	3.9	4.9	4.2	3.9
Цель по инфляции, %	4.0	4.0	4.0	4.0
ВВП				
Темп прироста ВВП, %	2.3	1.6	2.2	2.4
Разрыв выпуска, %	0.0	-0.6	-0.2	0.0
Равновесный темп прироста ВВП, %	1.7	1.9	2.1	2.4
Ключевая ставка	7.1	7.5	7.1	7.1
Номинальный обменный курс				
RUB/USD	62.8	64.8	66.2	67.4
RUB/EUR	74.0	77.8	81.8	84.2
Риск-премия, %	1.2	1.3	1.2	1.1
Цены на нефть, USD/bbl	69.3	62–65	60–62	58–60

* фактические данные.

Источник: собственные расчеты.

Рис. 5. Прогноз некоторых макроэкономических показателей для российской экономики



Источник: собственные расчеты.

Беларусь

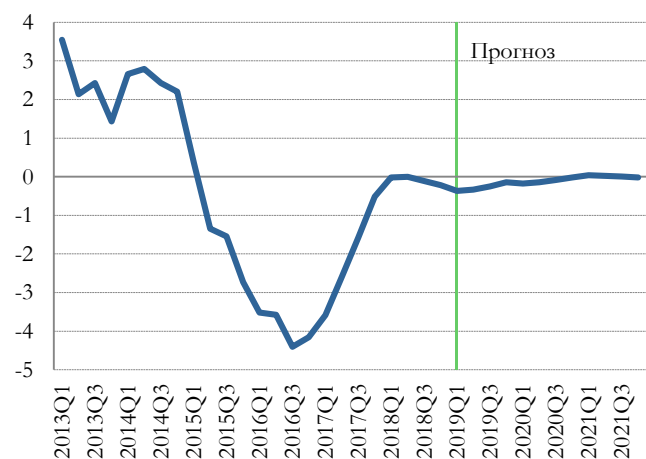
Текущая ситуация

Экономический рост. В 2018 г. в Беларуси были отмечены максимальные темпы экономического роста с 2011 г., ВВП страны увеличился на 3% после 2.5% в 2017 г. Более высокие цены на сырье и солидный внешний спрос благоприятствовали экспорту, тогда как внутреннему спросу способствовали высокие темпы роста инвестиций и заработной платы. Внутри 2018 г. динамика была не равномерной – темпы роста постепенно снижались к концу года с 4.6% в 1 кв. 2018 г. до 1.5% в 4 кв. 2018 г. В 1 кв. 2019 г. экономика Беларуси выросла на 1.1% г/г.

Несмотря на улучшение экономических показателей после спада в 2015–2016 гг., темпы роста в Беларуси остаются ниже, чем в странах с сопоставимым уровнем экономического развития. В настоящее время траектория роста ВВП находится вблизи равновесного уровня, который оценивается в диапазоне 1.5–2% в год. Столь невысокие темпы равновесного роста препятствуют сближению с уровнями доходов более богатых соседних стран.

Разрыв выпуска в 1 кв. 2019 г. был близок к нулю (–0.4%), что говорит об отсутствии давления со стороны внутреннего спроса на цены в текущем квартале.

Рис. 6. Разрыв выпуска в Беларуси



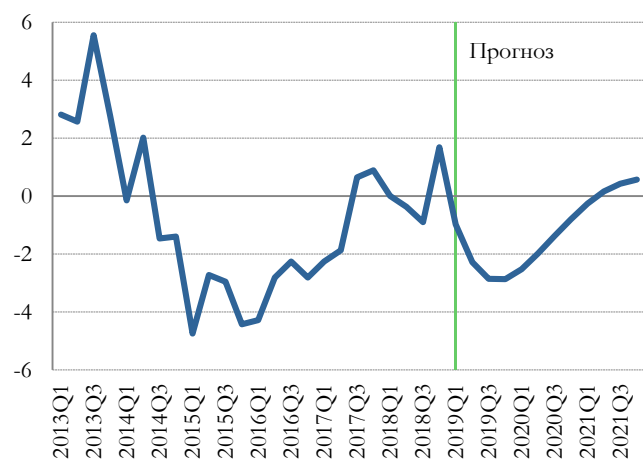
Источник: собственные расчеты.

Потребительский спрос в 2018 г. внес наибольший вклад в прирост ВВП. Розничный товарооборот увеличился за год на 8.4% после 4.4% в 2017 г. В первую очередь на потребительскую активность повлияла динамика доходов населения.

Заработная плата. Реальные располагаемые доходы населения увеличились в 2018 г. на 8% (в 2017 г. – на 2.8% г/г)

в первую очередь вследствие увеличения реальной заработной платы (17.1% г/г). Важно учитывать, что сравнение темпов роста заработной платы и ВВП не всегда корректно в рамках одного года: важно учитывать отклонения от равновесия одного и второго показателей. В 2018 г. более высокий темп роста зарплат по сравнению с ВВП определялся в первую очередь отрицательным разрывом реальных заработных плат, который постепенно закрывался после кризисных явлений 2014–2016 гг., когда оплата труда существенно «просела». Однако к концу 2018 г. уровень зарплаты несколько превысил потенциальный, что создало дополнительное инфляционное давление. Отчасти рост цен в конце 2018 г. – начале 2019 г. можно объяснить фактором роста заработной платы.

Рис. 7. Разрыв заработной платы в Беларуси



Источник: собственные расчеты.

Безработица. Данные о динамике ВВП и заработной платы вполне согласовывались с данными о динамике безработицы. Уровень безработицы, оцененный по методологии Международной организации труда, по итогам 2018 г. снизился до 4.8% рабочей силы в возрасте 15–74 года (годом ранее – 5.6%), а в 1 кв. 2019 г. уменьшился до 4.6% (5.1% годом ранее).

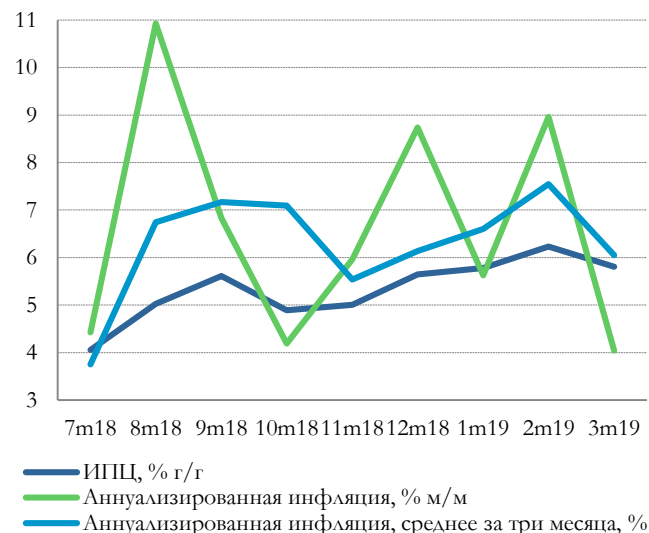
Внешний сектор. Сокращение дефицита торговли товарами в 2018 г. преимущественно было обеспечено улучшением условий торговли – экспортные цены росли быстрее импортных на 7% по итогам года. Расширению экспорта в третьи страны способствовало повышение стоимостных объемов поставок нефтепродуктов и калийных удобрений из-за повышения цен на них.

Инфляция в конце года ускорилась в декабре 2018 г. до 5.6% г/г, однако сохранилась в пределах целевого ориентира Национального банка в 6%. Прирост цен в 2019 г. в годовом выражении ускорился в январе (5.8% г/г) и феврале (6.2% г/г) и замедлился в марте (5.8 г/г); динамика базовой инфляции полностью соответствовала динамике индекса потребительских цен. Более оперативные показатели квартальной и месячной инфляции в годовом выражении также показывают тенденцию к замедлению роста цен.

Административно регулируемые цены и тарифы растут существенно быстрее индекса потребительских цен, что объясняется более низким уровнем цен на эти позиции относительно их рыночной стоимости, а часто и себестоимости. Номинальная доля административной инфляции в структуре сводного индекса потребительских цен не достигает 20%, однако в ближайшие годы рост цен на регулируемые

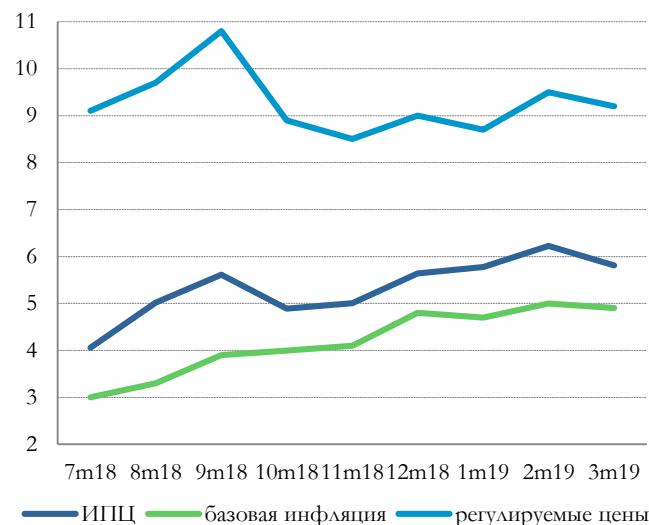
товары будет, судя по всему, опережать остальные индексы цен, и, соответственно уровень инфляции будет зависеть не только от решений Национального банка, но и решений правительства, которое должно выработать четкую стратегию постепенного и равномерного повышения этих цен, которое бы не увеличивало волатильность общего индекса и не смещало инфляционные ожидания населения.

Рис. 8. Инфляция в Беларуси



Источник: Белстат, собственные расчеты на основе данных Белстата.

Рис. 9. ИПЦ и его компоненты, темпы прироста, % г/г



Источник: Национальный банк, Белстат.

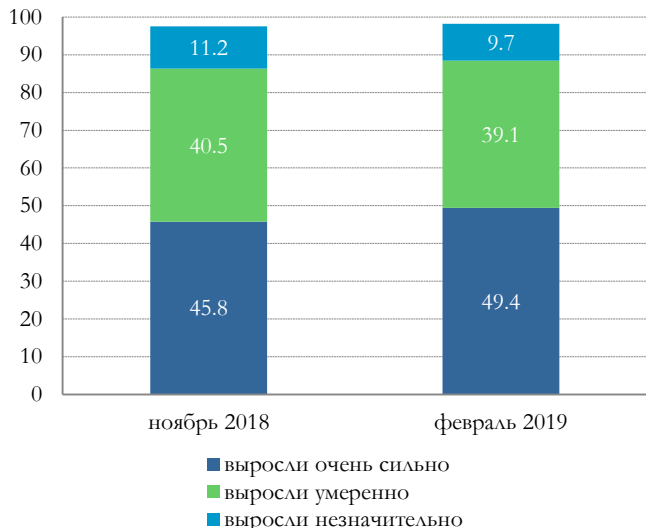
К факторам ускорения инфляции в конце 2018 начала 2019 г. можно отнести:

- рост импортируемой инфляции (особенно сказалось ускорение инфляции в России);
- незначительное ослабление валютного курса;
- восстановление цен на некоторые группы продовольственных товаров, которые были ниже в предшествующий период;
- рост заработных плат и доходов населения;
- возросшие инфляционные ожидания.

Инфляционные ожидания населения увеличились в конце 2018 г. и начали снижаться в феврале текущего. По данным Национального банка, ожидаемый населением уровень инфляции на предстоящие 12 месяцев составил в

ноябре 2018 г. 12.6% г/г, что на 0.7 процентного пункта выше по сравнению с ноябрем 2017 г., однако уже в феврале 2019 г. он снизился до 11.6% г/г. Повышение инфляционных ожиданий в конце года, вероятно, связано с ускоренным ростом цен на продовольственные товары и топливо, а также ослаблением белорусского рубля к доллару США и евро во второй половине 2018 г.

Рис. 10. Инфляционные ожидания населения



(а) Ощущаемый уровень инфляции (распределение ответов на вопрос «По вашему мнению, как изменились цены за последние 12 месяцев?», % респондентов)

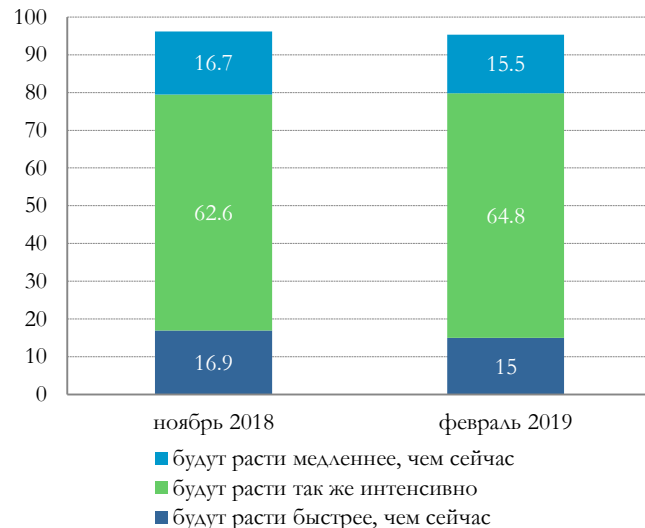
Примечание. По оценкам Национального банка, ощущаемый уровень 12-месячной инфляции составил в ноябре 2018 г. составил 12.9 г/г, в феврале 2019 г. – 12.5 г/г; ожидаемая инфляция снизилась с 12.6% г/г в ноябре 2018 г. до 11.6% г/г в феврале 2019 г.

Источник: Национальный банк.

Субъективная оценка роста цен всегда выше, чем объективно фиксируемая инфляция, поскольку больший вес при восприятии инфляции имеют факты существенного повышения цен на некоторые товары и услуги, чем их снижение или незначительное повышение. Мы воспользовались балансом ответов из опросов Национального банка и построили динамику инфляционных ожиданий согласно методологии с использованием вероятностного метода, основанного на «каноническом» подходе (Carlson & Parkin, 1975) который более точно отражает динамику инфляционных ожиданий населения, чем прямой вопрос о том, насколько выросли цены, единственным рациональным ответом на который может быть: «Посмотрите на сайте Белстата».

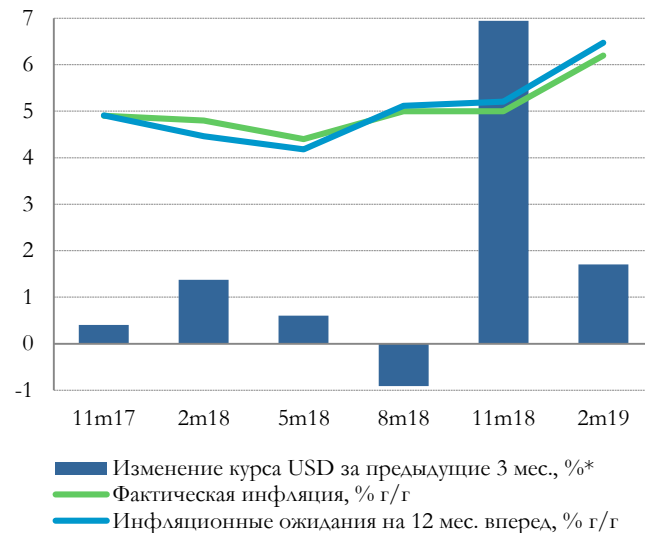
Наши расчеты показали, что инфляционные ожидания действительно не закорены и следуют за изменением цен в прошлом, причем в периоды длительной дезинфляции инфляционные ожидания несколько ниже текущей инфляции, а в периоды ускорения инфляции – превышают текущую инфляцию. Влияние динамики курса доллара оказывает незначительное влияние на инфляционные ожидания. Существенное (более 1% за предшествующие 3 месяца) укрепление рубля снижает инфляционные ожидания в период, когда инфляция снижается, и не дает им сильно расти в период ускорения инфляции. В то же время даже незначительное ослабление курса оказывается синхронным с ускорением инфляционных ожиданий.

Национальный банк проводит существенную работу с инфляционными ожиданиями. С ноября 2017 г опросы населения показывают, что ожидания граждан значительно отличаются от уровня инфляции, измеряемой Белстатом. Однако только из этого факта нельзя сделать вывод, что они не закорены.



(б) Ожидаемый уровень инфляции (распределение ответов на вопрос «По вашему мнению, как изменятся цены в ближайшие 12 месяцев?», % респондентов)

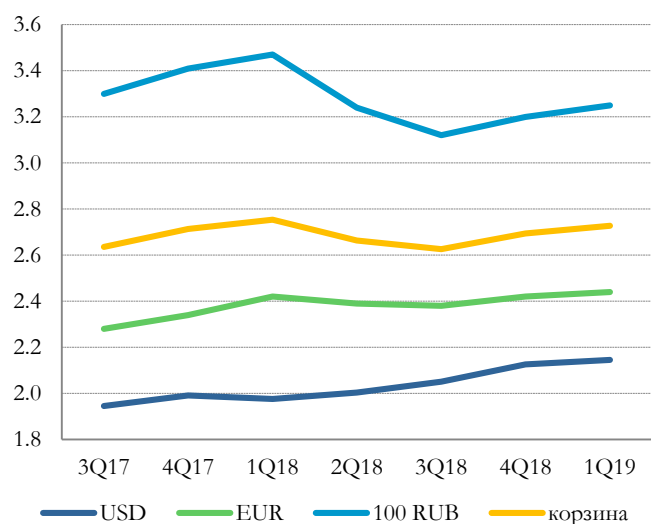
Рис. 11. Инфляционные ожидания населения



Источник: Белстат, собственные расчеты.

Валютный курс. Обменный курс остается относительно стабильным в номинальном эффективном выражении, что следует и исходя из динамики международных резервов и интервенций Национального банка.

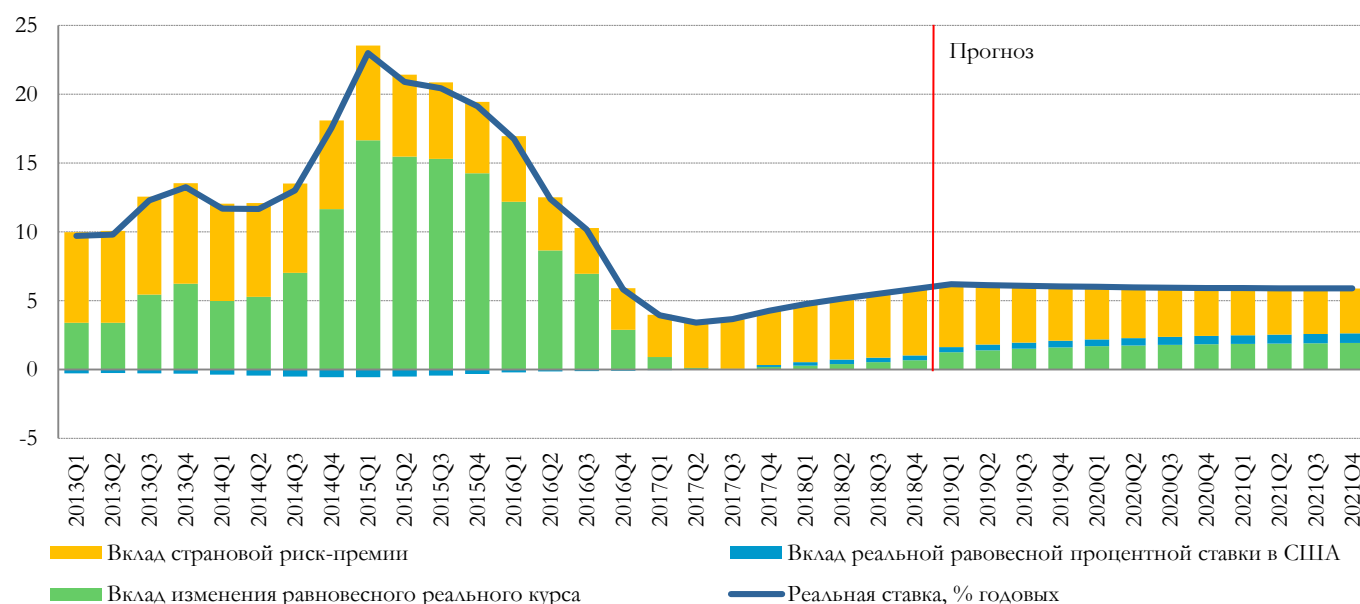
Рис. 12. Обменный курс белорусского рубля, BYN



Источник: Национальный банк.

В 2018 г. номинальный курс белорусского рубля к российскому вырос почти на 6%. Вслед за российской валютой белорусский рубль ослаб к доллару США на 5.8% и к евро на 3.5%. В 1 кв. 2019 г. белорусский рубль в среднем незначительно ослаб ко всем трем валютам.

Рис. 13. Декомпозиция реальной процентной ставки, процентных пунктов



Источник: собственные расчеты.

Международные резервные активы Беларуси незначительно снизились из-за больших платежей по обязательствам страны в иностранной валюте. На 1 января 2019 г. золотовалютные резервы составили USD 7.2 млрд, снизившись за год на USD 157.7 млн. Международные резервы на начало 2019 г. покрывали около 2.1 месяцев импорта товаров и услуг, по-прежнему оставаясь ниже традиционного критерия достаточности (3 месяца импорта товаров и услуг). При этом Национальный банк с 2015 г. является чистым покупателем валюты на внутреннем валютном рынке.

Банковская сфера. Рост кредитования банками секторов экономики увеличился на 13.7%, что соответствует темпам роста ВВП. Однако расширение кредитования населения в 2018 г. (прирост на 28.4% г/г) носило характер экспансии

Монетарная политика. Ставка рефинансирования за 2018 г. была понижена на 1 процентный пункт до 10% годовых. Снижение ставки рефинансирования происходило в первой половине года на фоне низкой инфляции, достигшей к июлю 2018 г. исторически минимальных уровней. В августе 2018 г. инфляционные риски существенно повысились из-за усиления геополитической напряженности в регионе и последовавшего за этим ослабления курса российского рубля. В ответ на это Национальный банк приостановил цикл смягчения монетарной политики.

В целом монетарная политика была успешной и достигла поставленной цели. Осмотрительная денежно-кредитная политика в сочетании с повышением доверия к национальному банку позволили удерживать инфляцию на исторически низких уровнях, несмотря на ряд внешних и внутренних неблагоприятных факторов.

На наш взгляд, уровень **равновесной реальной процентной ставки** в настоящий момент лежит в диапазоне 5.5–6%. Основная ее составляющая – риск-премия; с начала 2018 г. начала повышаться доля влияния реального валютного курса, а также уровни равновесных ставок на долларорвые активы.

и обеспечило почти 50% расширения кредитного портфеля банков. С целью снизить риски для финансовой стабильности банковской системы и предупредить кредитный бум, Национальный банк принял меры, которые ограничивают выдачу кредитов лицам с высокой долговой нагрузкой. С 1 мая 2018 г. был введен коэффициент долговой нагрузки для физических лиц в размере 40% от общего ежемесячного дохода (подробнее см. Калечиц, 2019). Суммы кредита на недвижимость ограничиваются 90% от стоимости приобретаемого жилья. Схожие меры принимаются и в России, где этот вопрос стоит еще более остро.

Долларизация банковского сектора остается высокой, что ограничивает эффективность реализации монетарной политики и повышает валютные риски реального сектора

экономики. Доля валютных кредитов предприятий по итогам 2018 г. составила 64,1%, доля валютных депозитов на начало 2019 г. – 64,9%.

Налогово-бюджетная политика. Анализ дефицита бюджета Беларуси по официальной статистике несколько затруднен по причине того, что часть бюджетных расходов учитываются в официальной бюджетной статистике за балансом. По данным МВФ, опубликованным по завершении консультаций с Республикой Беларусь в соответствии со Статьей IV в 2018 г., общий дефицит бюджета, включая квазифискальные расходы на государственные предприятия, может достичь 1,3% от ВВП в 2018 г. по сравнению с 0,3% в 2017 г. Дефицит, как ожидается, будет умеренно снижаться в среднесрочном периоде до около 0,5% от ВВП главным образом благодаря завершению строительства атомной электростанции.

Государственный долг Республики Беларусь на 1 января 2019 г. составил BYN 45,4 млрд и увеличился по сравнению с началом 2018 г. на BYN 3,2 млрд, или на 7,6%. Внешний государственный долг по состоянию на 1 января 2019 г. составил USD 16,9 млрд, увеличившись с начала года на USD 0,2 млрд, или на 1%. Внутренний государственный долг по состоянию на 1 января 2019 г. составил BYN 8,9 млрд, уменьшившись с начала года на BYN 0,3 млрд (с учетом курсовых разниц), или на 3,1%. Относительно ВВП государственный долг на 1 января 2019 г. составил 35,4%. В числе основных рисков остается относительно высокий государственный долг в иностранной валюте, что ограничивает пространство для гибкости политики, а любая значительная корректировка обменного курса приведет к ухудшению относительных показателей государственного долга.

Рейтинговое агентство Standard & Poor's Ratings (S&P) 5 апреля 2019 г. подтвердило кредитный рейтинг Беларуси на уровне «В/В», прогноз «стабильный». Такой прогноз S&P отражает ожидания того, что внешнеэкономические дисбалансы Беларуси не увеличатся, фискальная политика останется сравнительно сдержанной в ближайшие 12 месяцев, а правительство сохранит доступ к международным рынкам капитала и будет получать поддержку со стороны Российской Федерации для рефинансирования государственных долговых обязательств с наступающими сроками погашения.

Прогноз для экономики Беларуси

Экономический рост. В рамках рассматриваемого сценария мы ожидаем некоторого замедления роста экономики по причине более слабого внешнего спроса, в первую очередь из-за меньших темпов роста экономики России и Еврозоны. Более сдержанным окажется влияние экспорта по причине укрепления белорусского рубля к российскому. После некоторого снижения в 2019 г. темпы роста, по нашим оценкам, будут понемногу увеличиваться в 2020 – 2021 гг. Условием для этого будет решение вопроса с ценой и объемом поставок нефти, которые не ухудшат позиции белорусского бюджета и не снизят объем нефтепереработки.

Инфляция. Пик годовой инфляции, похоже, пройден в феврале. Укрепление валютного курса, снижение инфляционных ожиданий, снижение инфляции в России, нейтральная монетарная политика, отсутствие шоков со

стороны роста доходов населения, отсутствие значимых внешних шоков – все это говорит в пользу благоприятного прогноза по инфляции в настоящий момент.

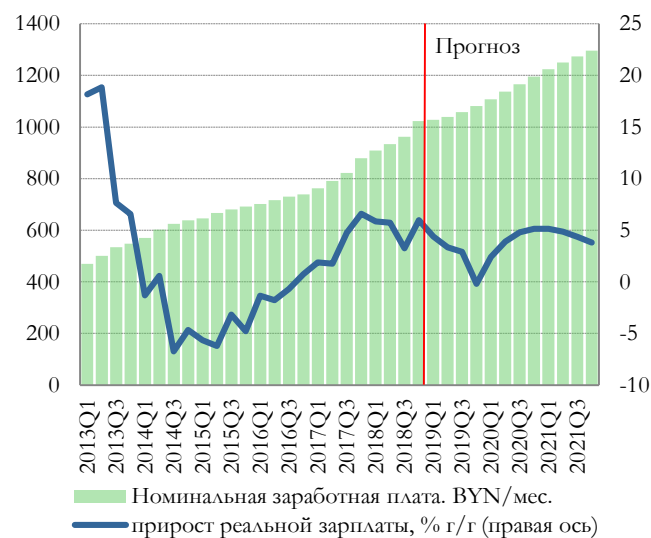
Монетарная политика останется нейтральной. Пока будет сохраняться неопределенность по переговорам с Россией касательно цен на нефть и компенсации потерь от налогового маневра, Национальный банк, вероятно, не станет снижать процентные ставки.

Валютный курс. Риски девальвации в условиях базового прогноза остаются незначительными. Курс белорусского рубля по отношению к доллару США продолжит незначительно ослабляться в среднем на 3–4 % в год из-за различий в уровне инфляции в Беларуси и основных торговых партнеров.

Фискальная политика будет нейтральной или умеренно жесткой, направленной на поддержание устойчивости бюджета и государственного долга в условиях текущих рисков потери некоторой части бюджетных доходов.

Рост реальной заработной платы при рассматриваемом сценарии замедлится к концу 2019 г., а с 2020 г. реальная зарплата будет расти темпом около 4,5–5% г/г.

Рис. 14. Средняя заработная плата



Источник: собственные расчеты.

Риски для экономики Беларуси

Помимо рисков, которые являются общими для России и Беларуси в силу тесной взаимосвязи экономик (усиление опасений приближения глобальной рецессии, санкционные риски для России, риск колебаний потоков капитала в Россию и, соответственно, резкого ослабления курса российского рубля), необходимо выделить риск повышения цен на нефть для Беларуси и вопросы, связанные с компенсацией последствий налогового маневра в России. Потери белорусской экономики от реализации в России налогового маневра в 2019–2024 гг. официально оцениваются на уровне USD 10,2 млрд.

В этих условиях Всемирный банк ухудшил прогноз по росту экономики Беларуси в 2019–2021 гг. и не исключает рецессии в стране в случае отсутствия компенсации издержек белорусской нефтепереработки из-за реализации Россией налогового маневра в нефтяной сфере. По мнению экспертов Всемирного банка, без компенсации издержек

от налогового маневра экономический рост в Беларуси замедлится до уровня ниже 2%, может вырасти дефицит счета текущих операций и потребуются дополнительная консолидация бюджета. В наихудшем сценарии отсут-

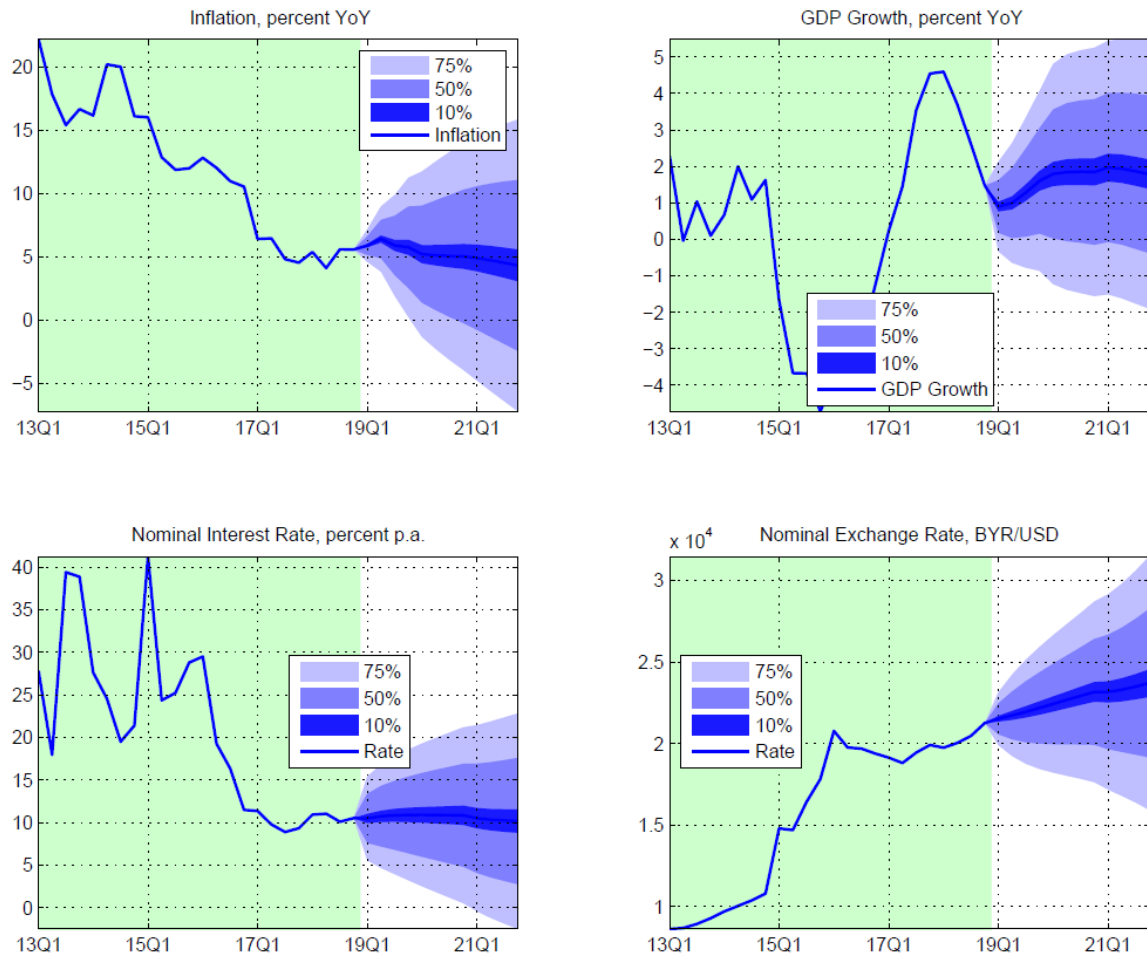
ствия компенсации от России экономика может «скапиться» в рецессию из-за сокращения выпуска нефтехимической продукции наряду с ухудшением бюджета и внешней позиции.

Таблица 3. Макроэкономические риски для Беларуси

Давление со стороны спроса	
Разрыв выпуска	
Зарплаты и потребительский спрос	
Потребительское кредитование	
Долгосрочные темпы роста	
Фискальные дисбалансы	
Дефицит бюджета % ВВП	
Госдолг к ВВП	
Долг в инвалюте	
Золотовалютные резервы	
Объем золотовалютных резервов в месяцах импорта	
Интервенции НББ	
Торговый баланс	
Счет текущих операций	
Цена на газ	
Цена на нефть	
Условия торговли	
Инфляция	
Уровень инфляции	
Инфляционные ожидания	
Монетарная политика	
Кредитный импульс	
Долгосрочные процентные ставки	
Параметры монетарной политики	
Долларизация	
Стабильность валютного курса	
Разрыв реального валютного курса	
Риск девальвации	
Конкурентоспособность	
Региональные и внешние риски	

Примечание: зеленый цвет – минимальный уровень риска, желтый цвет – средний уровень риска, красный цвет – высокий риск.

Рис. 15. Прогноз некоторых макроэкономических показателей для экономики Беларуси



Источник: собственные расчеты.