

Неглубокая заморозка

Резюме

- **Постепенная отмена карантинных мер для предприятий и населения способствовала восстановлению экономической активности** в июне – сентябре, однако после этого восстановление прекратилось, как и в большинстве других стран мира, не считая Китая. С октября российская экономика балансирует в неустойчивом равновесии: относительное восстановление цен на нефть и достаточно успешное начало вакцинирования в РФ и мире не может перебить эффекта ограничений, связанных со второй волной пандемии.
- **Вторая волна пандемии замедлила процесс восстановления экономики в IV квартале 2020 года.** В I квартале 2021 года рост будет вялым и неровным, большая часть убытков придется на сектора, ориентированные на массового конечного потребителя, тогда как другие отрасли получат позитивный импульс за счет увеличения бюджетных расходов и все еще слабого рубля. Устойчивого восстановления производства и потребления можно ожидать только в середине года – по итогам 2021-го будем наблюдать рост в 3,3%. Доходы населения также ощутимо вырастут, но крайне неравномерно по группам граждан.
- **Денежно-кредитная политика в России останется относительно мягкой, но в снижении ставок сделана пауза.** Инфляция к концу 2020-го дала резкий скачок, в основном за счет роста цен на продовольствие. Банк России с июля не понижал ставки, а 18 декабря сделал крайне жесткое заявление, фактически заморозившее ставку до мартовского заседания. Дальнейшее понижение ставки возможно только в том случае, если экономическая рецессия усугубится или (что более вероятно) инфляция уйдет в пике и закорится в районе 3,5% годовых к концу квартала. В таком случае можно ожидать снижения на 25 б. п. в марте или апреле, а при медленном восстановлении экономики и далее – ниже психологически важного инфляционного таргета в 4%.
- **Бюджет РФ по итогам 2020 года окажется дефицитным вследствие одномоментного сокращения поступлений и роста расходов,** однако сам дефицит остается управляемым, а программа заимствований реализуется с минимальным привлечением ресурсов Банка России. Мы ожидаем, что бюджетные индикаторы постепенно вернуться к мирному, без эффектов пандемии и борьбы с ней, уровню только в 2022 году. Изменившиеся структуры экономики и занятости, которые деформировала пандемия и экономический кризис, а также устойчиво выросшие социальные и медицинские расходы, не позволят вернуть параметры бюджета "золотого" 2019 года.

Антон Табах,
управляющий директор
по макроэкономическому
анализу и прогнозированию
tabah@raexpert.ru

Контакты для СМИ

+7 (495) 225-34-44
(доб. 1706, 1650)
+7 (495) 225-23-54
(доб. 1706, 1650)
pr@raexpert.ru

АО «Эксперт РА»

Москва, ул. Николаямская,
д. 13, стр. 2
+7 (495) 225-34-44
+7 (495) 225-23-54
info@raexpert.ru

© 2020 АО «Эксперт РА».
Все материалы сайта являются интеллектуальной собственностью АО «Эксперт РА» (кроме случаев, когда прямо указано другое авторство) и охраняются законом. Представленная информация предназначена для использования исключительно в ознакомительных целях.

Настоящая информация не может распространяться любым способом и в любой форме без предварительного согласия со стороны Агентства и ссылки на источник www.raexpert.ru

Использование информации в нарушение указанных требований запрещено.

Рейтинговые оценки выражают мнение АО «Эксперт РА» и не являются установлением фактов или рекомендацией покупать, держать или продавать те или иные ценные бумаги или активы, принимать инвестиционные решения. Агентство не принимает на себя никакой ответственности в связи с любыми последствиями, интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями, прямо или косвенно связанными с рейтинговой оценкой, совершенными Агентством рейтинговыми действиями, а также выводами и заключениями, содержащимися в рейтинговом отчете и пресс-релизах, выпущенных агентством, или отсутствием всего перечисленного. Единственным источником, отражающим актуальное состояние рейтинговой оценки, является официальный сайт АО «Эксперт РА» www.raexpert.ru.

- **Темпы снижения объемов внешней торговли замедляются.** Торговля с Китаем восстанавливается: объемы импорта вернулись на докризисный уровень, экспорт пострадал не так сильно, как в случае с другими торговыми партнерами. Учитывая, что Восточная Азия – это единственный регион мира, который показывает положительную динамику роста в 2020-м, восстановление торговли с КНР выступает в качестве стабилизирующего фактора для рынка РФ. Падение цен и физических объемов экспорта нефти и газа изменило структуру экспорта и импорта, в частности, выросла роль сельского хозяйства. Однако чрезвычайные меры, объявленные в конце года, могут оказать негативное влияние на дальнейшее развитие всего сектора.
- **Высокие относительно развитых рынков процентные ставки и восстановившиеся цены на экспорт, скорее всего, будут способствовать укреплению рубля.** Санкционные риски, как показывает опыт последних лет, существенно переоцениваются, а российская экономика достаточно устойчива к ним. Мы ожидаем, что курс пробьет уровень 70 рублей за доллар в конце II квартала 2021-го, но в течение года курс будет существенно колебаться в зависимости от положения и настроений в российской и мировой экономиках.

Рынок постепенно восстанавливается, но перспективы остаются туманными

График 1. Динамика роста ВВП и оценка по IV кварталу 2020 года



Источник: Росстат, Всемирный банк, Минэкономразвития

Экономическая рецессия, вызванная пандемическим кризисом и связанными с ним карантинными мерами, продолжается. Однако сегодня прогноз динамики ВВП по итогам 2020 года значительно более оптимистичен, чем всего несколько месяцев назад. Пик роста экономической активности пришелся на август – сентябрь, после этого рынок стал стагнировать, что подтверждается как официальной статистикой, так и данными платежных операторов. Дальнейшая динамика восстановления рынка будет сильно зависеть от эволюции эпидемиологической обстановки и строгости ограничений, направленных на борьбу с пандемией. Также важную роль будут играть программы поддержки бизнеса со стороны властей и ЦБ. Большинство международных границ, вероятнее всего, останутся закрытыми как минимум до середины 2021 года. Базовый сценарий предполагает, что по итогам 2020 года ВВП снизит-

ся на 3,8 %, в 2021-м прибавит 3,5 % (в основном благодаря росту бюджетных расходов в конце 2020-го и новому раунду восстановления сырьевых цен), а в 2022-м увеличится на 2,2 %.

Макроэкономический прогноз на 2021 год

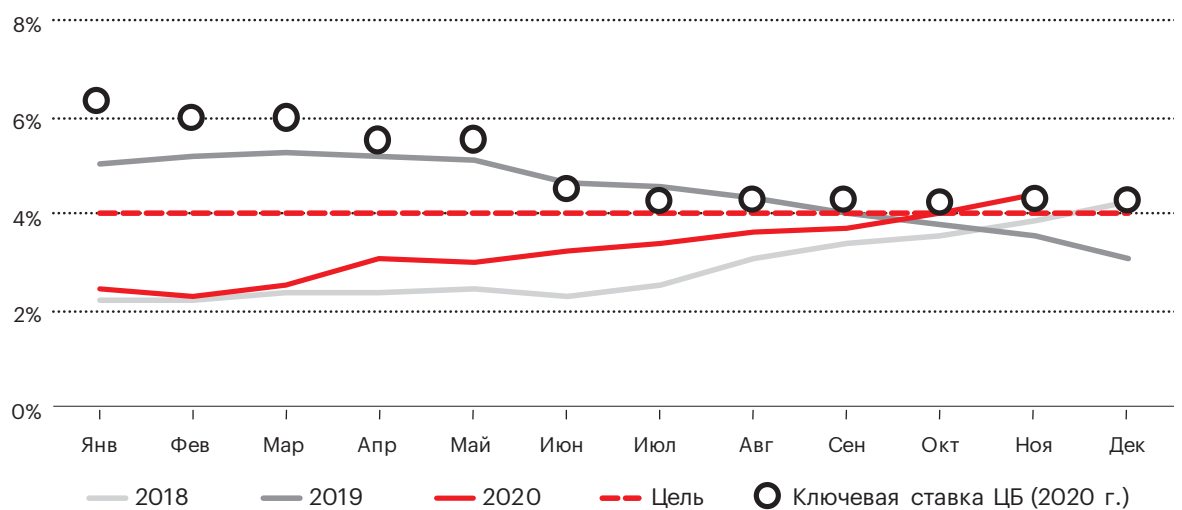
Таблица 1. Ключевые макроэкономические индикаторы – базовый сценарий

Ключевые индикаторы	2018	2019	2020	2021 (п)	2022 (п)
Прирост ВВП, %	1,7	1,4	3,8 (п)	3,5	2,2
Инфляция, %	3,2	3,2	4,9	3,5	3,5
Ключевая ставка ЦБ (31 декабря), %	7,75	6,25	4,25	4	4,75
Курс RUB/USD (31 декабря)	65	61,5	74	69	69
Стоимость барреля нефти Brent (ср.)	68	65	52	53	53

Источник: Росстат, Всемирный банк, Минэкономразвития

Ожидаем снижения темпов инфляции и сохранения мягкой денежно-кредитной политики

График 2. Динамика темпов инфляции в 2018–2020 годах, ключевая ставка ЦБ РФ



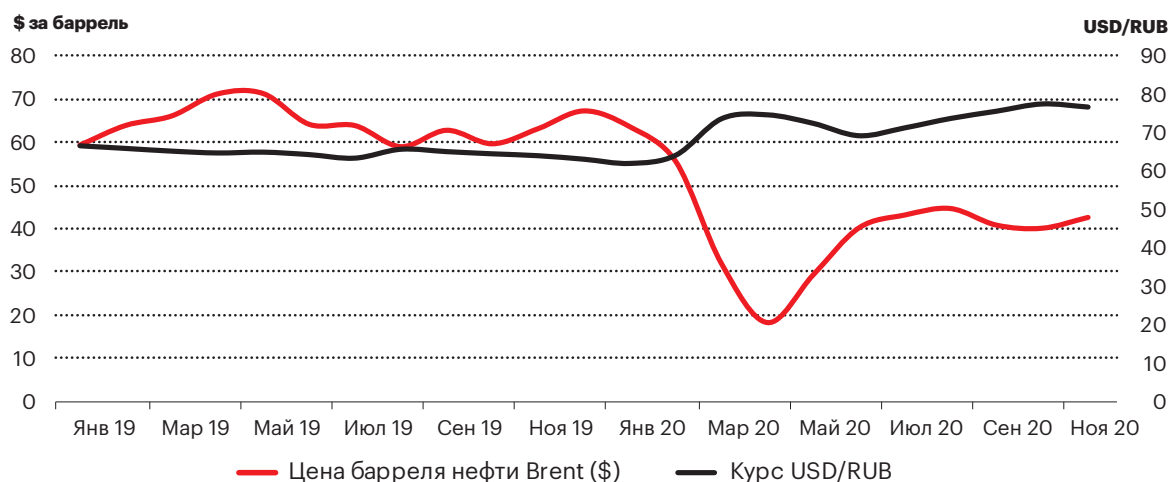
Источник: Росстат, Всемирный банк, Минэкономразвития

В III квартале 2020 года темп инфляции оказался ниже, чем в аналогичном периоде 2019-го, в основном в связи с эффектом высокой базы и падением деловой активности из-за пандемического кризиса. Однако инфляция с октября выстрелила существенно выше целевого уровня ЦБ РФ, во многом повторив мартовско-апрельский скачок, на слабом рубле и росте цен на продовольствие, в том числе связанных с курсовыми выгодами. Банк России 18 декабря заявил максимально жестко для последнего времени и фактически исключил понижение ставки до уровня, принятого на мартовском заседании, увязав свои действия с динамикой потребительской инфляции и жилищного сектора.

Мы полагаем, что дальнейшее понижение ключевой ставки будет возможно только в том случае, если темпы инфляции радикально упадут в начале года. Мы считаем это вероятным: данный сценарий может воплотиться в жизнь, если экономическая активность резко

упадет из-за второй волны пандемии, а эффект базы усилит результат смягчения. В этом случае снижение ставки на 25 б. п. может быть не последним, однако ключевая ставка в 3,5 % и ниже вероятна только при негативном, но неинфляционном сценарии развития экономической ситуации. Если серьезных внешних шоков не предвидится, можно ожидать постепенного возвращения ЦБ РФ к нейтральной денежно-кредитной политике – ключевая ставка будет постепенно увеличиваться начиная с 2022 года (до 5 % и выше), а темпы инфляции будут оставаться в диапазоне целевых значений. Мы не считаем риск ужесточения денежно-кредитной политики в наступающем году реалистичным, а противодействие «пузырям» на сырьевых и финансовых рынках будет осуществляться через тонкую настройку регулирования.

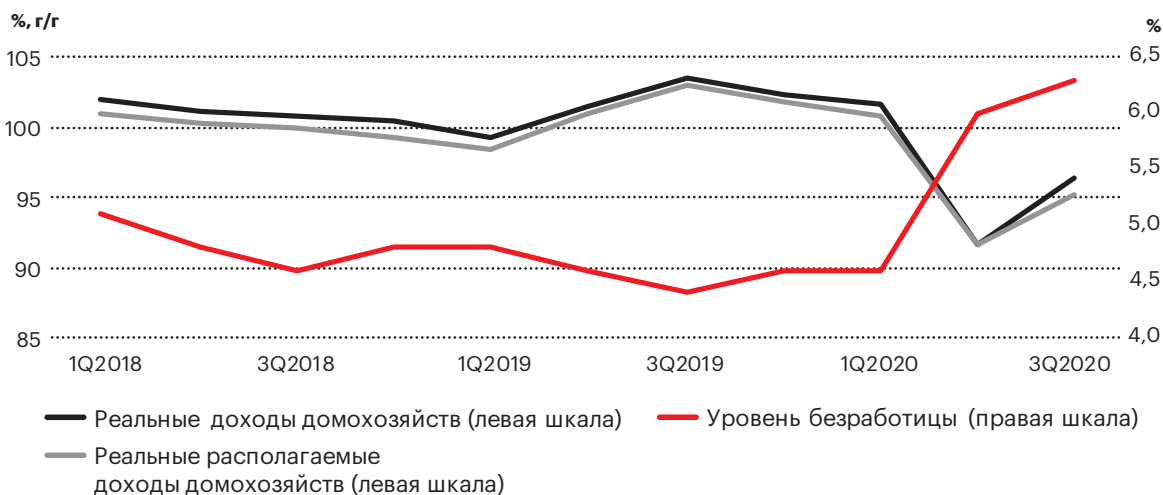
График 3. Цена нефти Brent и обменный курс рубля



Источник: FRED, ЦБ РФ

В III квартале 2020 года обменный курс российской валюты оказался неожиданно волатильным – к концу сентября он достиг почти 80 рублей за доллар, к концу ноября вернулся к отметке 72–73, чтобы ослабнуть на усилении второй волны и санкционных страхах. Волатильность обменного курса рубля вызвана эффектами пандемии, а также смягчением денежно-кредитной политики, риском ужесточения санкций и другими геополитическими факторами. Мы ожидаем, что курс рубля к середине 2021-го выйдет на отметку около 70 рублей за доллар, но при этом колебания будут весьма высокими, сопоставимые по масштабу с 2018 и 2020 годами.

График 4. Доходы домохозяйств и уровень безработицы, % г/г



Источник: Росстат

Реальные располагаемые доходы населения в первой половине текущего года значительно снизились, но этот процесс был крайне неравномерным по сегментам экономики. За текущий год уровень безработицы резко вырос: по итогу III квартала он достиг 6,2 %. Стоит отметить, что рост оказался ограниченным благодаря мерам государственной поддержки и склонности российского бизнеса снижать зарплаты сотрудникам вместо того, чтобы сокращать штат. Самый резкий рост безработицы наблюдается в секторах с высоким уровнем неофициальной занятости. Рост зарегистрированной безработицы в этом году – очевидный результат административных решений по упрощению получения пособий по безработице. Мы ожидаем, что пик безработицы уже пройден, а сохранение ограничений миграции в 1-м полугодии 2021 года будет способствовать росту заработных плат и занятости.

Таблица 2. Основные внешнеторговые показатели, \$ млрд

Основные показатели	3Q 2020 (оценка)	3Q 2019	г/г, %
Торговый баланс (товары)	64,8	124,3	-48
Экспорт	234,9	307,3	-24
сырая нефть	52,0	91,4	-41
нефтепродукты	34,0	49,9	-32
природный газ	16,1	31,1	-48
сжиженный природный газ	6,0	6,3	-5
прочее	124,4	128,6	-3
Импорт	170,1	183,0	-7
Торговый баланс (услуги)	-12,2	-26,5	-54
Экспорт услуг	33,9	46,6	-27
Импорт услуг	46,1	73,0	-37

Источник: ЦБ РФ

Объемы экспорта нефти продолжают снижаться, но уже медленнее. Торговый баланс в III квартале 2020-го также продолжил ухудшаться (-55 % по сравнению с аналогичным периодом прошлого года), как и экспорт ряда сырьевых продуктов: по итогам 9 месяцев прошлого года экспорт нефти в денежном выражении упал на 41 %, нефтепродуктов – на 32 %, природного газа – на 48 %. Темпы снижения объемов экспорта упали за счет некоторого восстановления спроса на мировом рынке и ограничения объемов выработки нефти в рамках сделки между членами ОПЕК+. Объемы товарного импорта снизились незначительно (-7 % за 9 месяцев 2020 года), если сравнивать с резкой просадкой импорта услуг (-54 %). Основной причиной снижения стало сокращение внутреннего и внешнего спроса в связи с негативным влиянием карантинных мер на рынок и закрытием границ. Мы ожидаем, что по итогам года торговый баланс окажется профицитным, однако существенно ухудшится, если сравнивать с показателями 2019-го. Физические объемы нефтяного экспорта в 3 квартале продолжили снижаться, тогда как экспорт нефтяных продуктов и природного газа несколько восстановился.

Таблица 3. Объемы торговли РФ с разбивкой по регионам мира

Регион мира	Январь – октябрь 2019 г.			Январь – октябрь 2020 г.			YoY, %	
	Экспорт	Импорт	Доля (%)	Экспорт	Импорт	Доля (%)	Экспорт	Импорт
Весь мир	348,5	198,9	100,0	269,9	185,0	100,0	77,5	93,0
ЕС	157,0	71,6	41,7	111,1	65,6	38,8	70,8	91,6
АТЭС	92,2	82,9	32,0	76,5	78,6	34,1	83,0	94,8
В т. ч. Китай	46,1	43,9	16,4	39,5	44,2	18,4	85,7	100,8
СНГ	43,8	22,5	12,1	39,1	20,1	13,0	89,2	89,6
США	10,6	11,0	4,0	9,0	10,7	4,3	84,4	97,3

Источник: Федеральная таможенная служба РФ

Таблица 4. Основные статьи товарного экспорта, январь – август 2020 года

Товар	Январь – октябрь 2020 г.		К январю – октябрю 2019 г., %	
	Тыс. тонн	\$ млн	Тыс. тонн	\$ млн
Сырая нефть	199 861,7	60 326,0	89,0	58,9
Нефтепродукты	116 598,5	37 607,5	100,0	67,9
Природный газ, млрд куб. м	159,0	19 037,7	88,6	55,6
Машины и оборудование	1 750,0	18 832,3	87,5	88,3
Черные металлы	32 933,3	12 995,2	96,1	83,7

Источник: Федеральная таможенная служба РФ

Таблица 5. Основные статьи товарного импорта, январь – август, 2020 года

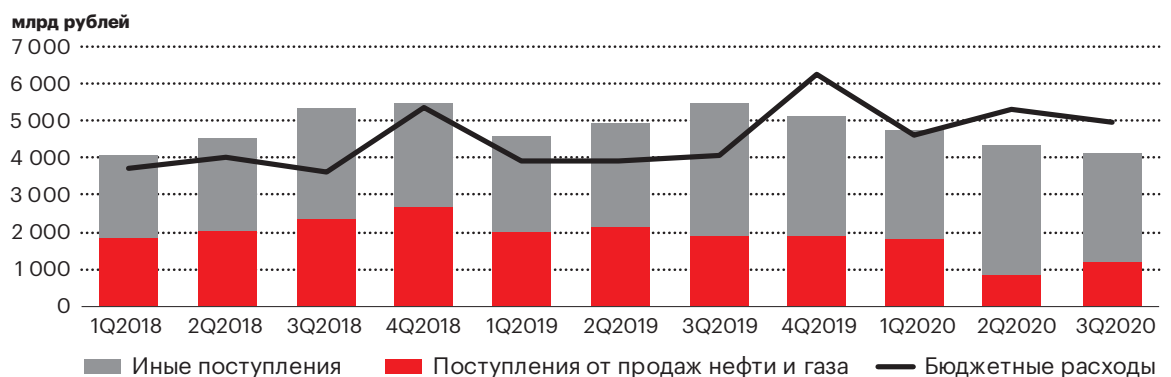
Товар	Январь – октябрь 2020 г.		К январю – октябрю 2019 г., %	
	Тыс. тонн	\$ млн	Тыс. тонн	\$ млн
Машины и оборудование	-	87 134,6	-	95,5
Пластмассы и изделия из них	3 200,0	7 626,9	95,1	93,1
Одежда	-	5 868,3	-	94,9
Медикаменты	-	5 506,4	-	69,5
Черные металлы	4 340,2	3 075,7	70,3	71,8

Источник: Федеральная таможенная служба РФ

Объемы торговли с Китаем восстанавливаются. Экспорт в Китай пострадал от кризиса меньше всего, импорт из КНР по итогам января – октября 2020 года оказался даже большим, чем за аналогичный период 2019-го. Причиной, вероятно, является быстрое восстановление КНР послет пандемического кризиса: китайские экспортеры уже сейчас пытаются активно расширять бизнес, тогда как во многих других странах предприятия по-прежнему скованы карантинными ограничениями.

Физические объемы экспорта нефти, нефтепродуктов и природного газа постепенно восстанавливаются, однако в денежном выражении экспорт за первые 10 месяцев 2020 года значительно сократился по сравнению с 2019-м. Мы ожидаем, что благодаря постепенному восстановлению деловой активности на мировом рынке и смягчению условий сделки ОПЕК+ объемы экспорта будут расти как в физическом выражении, так и в денежном.

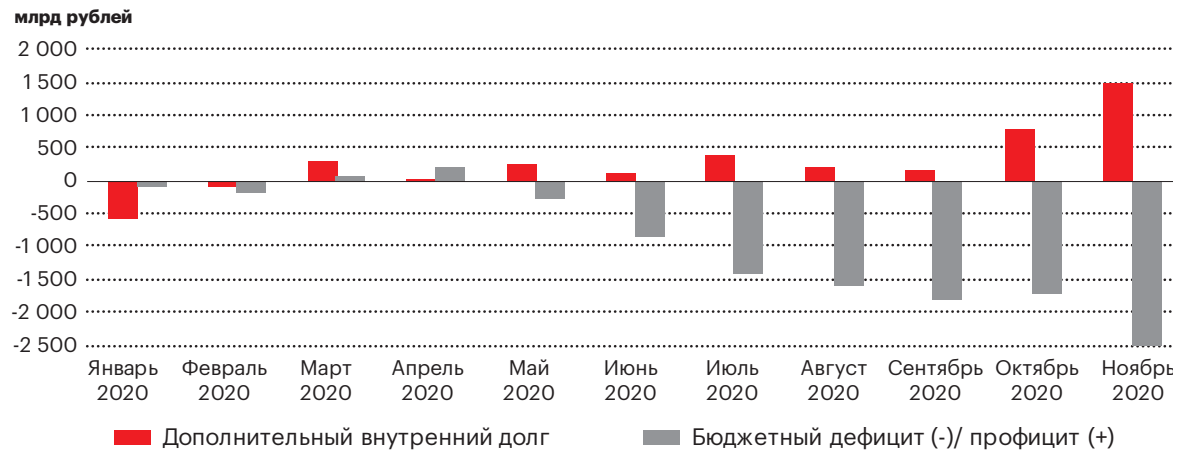
Сокращение объемов импорта обусловлено волатильностью курса рубля, высоким уровнем рыночной неопределенности и карантинными ограничениями.

График 5. Бюджетные расходы и поступления


Источник: Министерство финансов РФ

Объем дополнительных бюджетных расходов за первые 11 месяцев 2020 года составил около 7,5 % ВВП. Расходы из федерального бюджета за 1-е полугодие 2020 года выросли на 26 % по сравнению с аналогичным периодом 2019-го. Вместе с тем поступления в бюджет сократились почти на 5 % из-за негативного влияния карантинных мер и локдаунов. Поступления от продажи нефти и газа снизились на 59 %. Поступления из других источников выросли во многом благодаря крупной сделке с участием Сбербанка: ЦБ РФ продал контрольный пакет акций Сбербанка Министерству финансов.

График 6. Дефицит/профицит государственного бюджета (млрд рублей)



Источник: Минфин РФ

Мы ожидаем, что дефицит федерального бюджета по итогам года составит 4 % от ВВП, в том числе и из-за восстановления нефтяных доходов к концу 2020-го. Региональные бюджеты оказались в лучшем положении, чем ожидалось весной, из-за роста собираемости НДС и значительных субсидий наиболее проблемным регионам из федерального бюджета. Мы ожидаем, что бюджетная политика в ближайшее время останется мягкой, умеренная консолидация бюджета произойдет в 2-м полугодии 2021-го и будет ограничена сентябрьскими выборами в Думу, а более радикальные шаги предпримут в 2022–2023 годах.

График 7. Соотношение внешнего долга и резервов



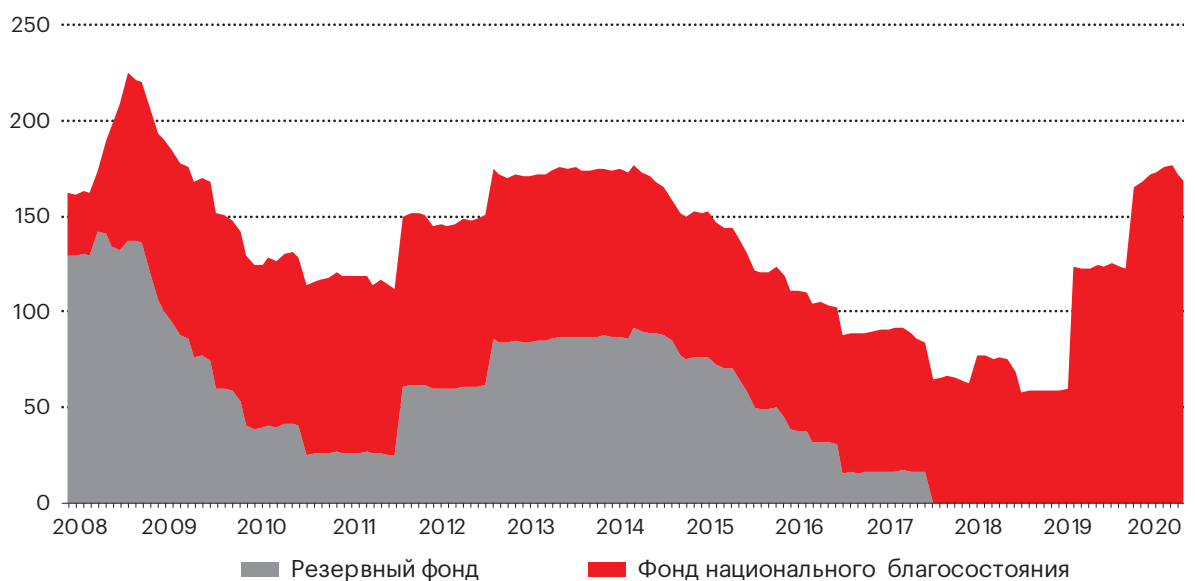
Источник: ЦБ РФ

Таблица 6. Международная инвестиционная позиция РФ, объемы обязательств в \$ млрд

Инвестиционные позиции	01.01.2020	01.04.2020	01.07.2020
Прямые инвестиции	587	479	535
Участие в капитале и паи/акции инвестиционных фондов	437	340	389
Долговые инструменты	150	139	147
Портфельные инвестиции	302	210	243
Участие в капитале и паи/акции инвестиционных фондов	211	134	156
Долговые инструменты	91	76	87
Производные финансовые инструменты	6	11	7
Прочие инвестиции	260	248	376

Источник: ЦБ РФ

Резервы Центробанка продолжили расти, в основном за счет переоценки стоимости золотых запасов. ЦБ приостановил закупки золота 1 апреля 2020 года, но его стоимость существенно выросла. Уменьшение внешнего долга России в 2020 году в первую очередь связано с сокращением участия нерезидентов в гособлигациях вследствие высокой волатильности обменного курса рубля, кроме того, значительно повлияла курсовая переоценка.

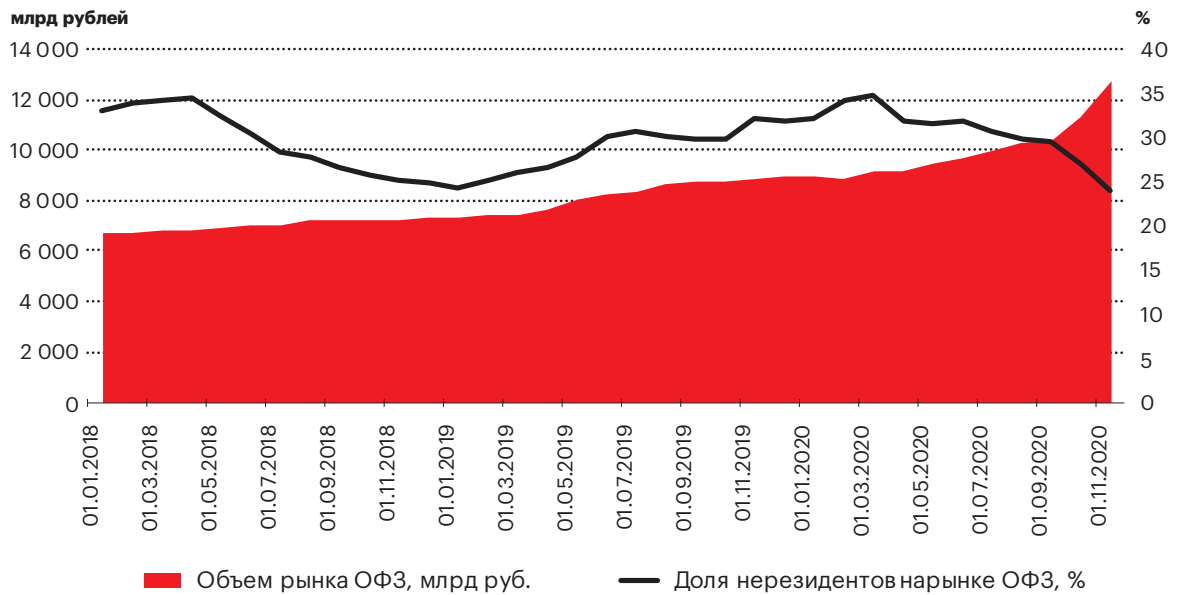
График 8. Динамика изменения фонда национального благосостояния (ФНБ), \$ млрд


Источник: Минфин РФ

Впервые с 2017-го в августе 2020 года Минфин потратил часть средств ФНБ на финансирование бюджетного дефицита (\$ 3,55 млрд). Предполагается, что расходование средств из ФНБ будет осуществляться для компенсации падения цен на нефть, но не для поддержки бюджета в условиях пандемии. Для последней цели предполагается осуществление дополнительных заимствований.

В частности, Минфин значительно нарастил объем заимствований как на внутреннем, так и на внешнем рынках. План по размещению облигаций Минфин выполняет с опережением, за 2020 год уже привлечено более 5 трлн рублей.

График 9. Объем рынка ОФЗ и доля нерезидентов



Источник: Минфин РФ

Влияние макроэкономической обстановки на корпоративный сектор

Мягкая денежно-кредитная политика снижает стоимость обслуживания заемных средств и стимулирует рефинансирование, однако высокая рыночная неопределенность вкупе с сокращением доходов из-за карантинных ограничений не позволяют бизнесу восстановиться за счет инвестиционной деятельности и привлечения кредитов.

Ввиду снижения реальных располагаемых доходов населения личное потребление вряд ли станет драйвером рыночного роста. При этом экспортные возможности могут пострадать как от регулирования цен через квоты (сельское хозяйство), так и от внешнеторговых конфликтов (металлы и химия).

Нефтяная промышленность будет постепенно восстанавливаться благодаря активизации деловой активности на мировом рынке. Смягчение условий сделки ОПЕК+ может сыграть на руку российским экспортерам нефти. Рост объемов торговли с Китаем благодаря его быстрому восстановлению после пандемии может привести к существенному увеличению доли торговли с КНР во внешнеторговом портфеле России.

| продолжение на следующей странице

Рейтинги, которым доверяют

Крупнейшее рейтинговое агентство с более чем 20-летней историей

Кредитное рейтинговое агентство «Эксперт РА» основано в 1997 году и на сегодняшний день является старейшим и крупнейшим российским рейтинговым агентством

«Эксперт РА» включено в реестр кредитных рейтинговых агентств Банка России

Рейтинги агентства используются Банком России, Министерством Финансов, Министерством экономического развития, Московской биржей, а также сотнями компаний и органов власти при проведении конкурсов и тендеров.

«Эксперт РА» — лидер российского рынка рейтинговых услуг

Агентством поддерживается более 600 кредитных рейтингов. Мы прочно удерживаем лидирующие позиции по рейтингам кредитных организаций, страховых компаний, компаний финансового и нефинансового сектора.

Наши контакты

АО «Эксперт РА»
Москва, ул. Николаямская, дом 13, стр. 2

+7 (495) 225 34 44
www.raexpert.ru

По вопросам получения рейтинга

Роман Ерофеев,
**коммерческий
директор –
член правления**
erofeev@raexpert.ru

По вопросам рейтинговой деятельности

Марина Чекурова,
**первый заместитель
генерального
директора**
chekurova@raexpert.ru

По вопросам международного сотрудничества и новых продуктов

Сергей Назаров,
**заместитель
генерального директора –
член правления**
nazarov@raexpert.ru

По вопросам информационного сотрудничества

Сергей Михеев,
**руководитель
отдела по связям
с общественностью**
mikheev@raexpert.ru