# «Последствия пандемии будут существенными»

## КРУГЛЫЙ СТОЛ МАКРОАНАЛИТИКОВ

Своими оценками предварительных итогов 2020 года, прогнозами относительно темпов восстановления экономики, динамики ключевой ставки ЦБ, уровня инфляции, бюджетной политики и курса рубля, а также размышлениями о возможной политике администрации США по итогам выборов президента в рамках круглого стола Cbonds Review поделились аналитики крупных банков и инвестиционных групп.

**Валерий Вайсберг,**
директор аналитического департамента, ИК «Регион»

**Александр Кудрин,**
главный стратег, УК «Атон–менеджмент»

**Максим Петроневич,**
старший экономист, аналитическое управление — Открытие Research, банк «Открытие»

**Егор Сусин,**
начальник центра разработки стратегий, Газпромбанк

**Владимир Тихомиров,**
главный экономист, BCS Global Markets

## КАК БЫ ВЫ СФОРМУЛИРОВАЛИ ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫЙ ИТОГ 2020 ГОДА ДЛЯ ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ? В ЧЕМ БУДУТ ВЫРАЖАТЬСЯ ОСНОВНЫЕ ПОСЛЕДСТВИЯ ПАНДЕМИИ КОРОНАВИРУСА?

**Владимир Тихомиров**

Итог года для мировой экономики, конечно же, негативный. Наиболее сильное влияние пандемия оказала на отрасли, непосредственно связанные с потреблением. Поэтому от нее больше всего пострадали экономики, сильно зависящие от сферы услуг, туризма, а также со значительной долей МСП в ВВП. В то же время в «старых» экономиках, к которым относится и РФ, негативный эффект от пандемии оказался менее выраженным. Кризис создал новую реальность, которая может остаться с нами длительное время и которая заключается в существенно меньшей мобильности населения, сниженном потреблении и увеличивающейся роли новых секторов (IT, дистанционная работа и услуги, онлайн-торговля и прочее).

**Александр Кудрин**

Пандемия COVID-19 стала причиной «внезапного» завершения циклов экономического роста. Это стало шоком. Масштабы падения ВВП были беспрецедентными. Однако по мере развития ситуации стали более четко видны пути к нормализации. Поэтому основным итогом 2020 года можно назвать кризис и надежду его преодолеть.

Последствия пандемии будут существенными. Очевидно, что в экономике произошли серьезные сдвиги на уровне структуры спроса и на адаптацию предложения к новым реалиям уйдет некоторое время. Помимо этого, ключевым трендом стало увеличение цифровизации многих процессов, что повышает эффективность и во многом меняет бизнес.

**Егор Сусин**

Это год разрушения экономики и монетарных/фискальных экспериментов, причем последствия этих действий мы вряд ли можем сейчас полноценно оценить. Большая часть развитых экономик окончательно ушла в цикл отрицательных реальных процентных ставок. У центральных банков «закончились патроны», но пока они не готовы это признать и продолжают делать «то, что могут». Это приводит к серьезному искажению ценообразования на рынках активов и усилению дивергенции между слабой экономикой и сильными рынками.

**Валерий Вайсберг**

Говоря об итогах, я бы отметил прежде всего позитивные моменты: действия регуляторов по укреплению финансовой системы и в России, и в мире в целом принесли свои плоды; правительства оказались достаточно смелыми в смысле наращивания расходов, помощи бизнесу и социально незащищенным категориям граждан; крупный бизнес продемонстрировал чудеса живучести. Основные последствия будут ощущаться в сфере государственных финансов: сбалансировать бюджеты, справиться с возросшей долговой нагрузкой и провести реформы как в налоговой системе, так и в госсекторе будет весьма и весьма непросто. В любом случае мы наблюдаем явный пересмотр «контракта» между правительством, бизнесом и избирателями, который базируется на более высоком уровне доверия, взаимодействия и разделения ответственности. Его результатом станут большая транспарентность экономических отношений, высокий уровень цифровизации и, конечно, широкое распространение третьего вида денег: в дополнение к наличным и безналичным в широкий оборот выйдут криптовалюты, в отношении которых будут действовать несколько иные правила, законы и ставки.

## КАК ЧУВСТВУЕТ СЕБЯ РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА НА ОБЩЕМ ФОНЕ? КАКИЕ СИЛЬНЫЕ И СЛАБЫЕ СТОРОНЫ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ ОСОБЕННО ПРОЯВИЛИСЬ В СТРЕССОВОМ 2020 ГОДУ?

**Максим Петроневич**

Российская экономика по сравнению с другими странами со схожей эпидемиологической ситуацией выглядит хорошо. Во-первых, этому способствуют фундаментальные факторы. Доля малого и среднего бизнеса, который попал под основной удар, в России не превышает 30% экономики (как, кстати, и в США) по сравнению с 50–80% во многих других развитых странах. Численность населения в зоне риска — старше 65 лет — составляет около 15% по сравнению с 18–25% в странах ЕС и Японии, что объясняет чуть меньшую решительность и жесткость вводимых мер. Во-вторых, хорошая IT- и финансовая инфраструктура позволила российским технологическим компаниям в кратчайшие сроки создать решения для трансформации офлайн потребительских и бизнес-услуг в онлайн. А часть бизнеса, которая не смогла уйти в онлайн, нередко продолжает работать — пускай с меньшими оборотами, — невзирая на законы, ограничения и потенциальные штрафы. Об этом косвенно свидетельствует продолжающийся рост доли наличных денег в обороте.

**Егор Сусин**

Российская экономика упала меньше, чем экономики развитых стран. Это обусловлено как структурой экономики (низкая доля сектора услуг), так и системным снижением зависимости от цен на нефть за счет бюджетного правила. Если говорить о бюджетном правиле, то мы увидели достаточно гибкую его интерпретацию, но все же эффективная цена на нефть (с коррекцией на продажи валюты ЦБ) для экономики не падала ниже $30–35 за баррель. Акцент на поддержку наиболее уязвимых слоев населения в целом сработал ожидаемо и позитивно. Сильная сторона экономики — это достаточно устойчивое финансовое положение, обеспечивающее широкий диапазон возможностей. Слабая — это крайне низкая эффективность реализации этих возможностей и потенциала вне состояния стресса. В этом плане долгосрочный рост останется подавленным.

**Валерий Вайсберг**

В целом за счет малой доли сферы услуг и доминирования крупных промышленных предприятий российской экономике удалось избежать столь же значительного спада, какой наблюдался в большинстве европейских стран. Тем не менее малому и среднему бизнесу нанесен чудовищный ущерб, для возмещения которого понадобится несколько лет. Потенциальный темп роста российской экономики, к сожалению, вновь сократился, и правительству придется приложить максимум усилий для проведения структурных реформ.

**Владимир Тихомиров**

Как отмечено выше, негативный эффект от пандемии на российскую экономику оказался менее выраженным, чем во многих других странах. Причины две: (1) накопленный властями опыт антикризисного управления, а также (2) специфическая структура экономики с преобладанием крупных предприятий и слабым развитием новых секторов экономики, включая сферы услуг и туризма. Таким образом, именно те самые слабые черты экономики, которые традиционно назывались как главные причины ее низкой эффективности и конкурентоспособности, в период кризиса оказались ее преимуществами. Хотя это временное явление: как только пандемия закончится, эти же факторы начнут вновь тормозить развитие РФ, как это было до кризиса.

**Александр Кудрин**

Российская экономика на общем фоне выглядит совсем неплохо. Большой запас прочности, который был накоплен за прошедшие годы, позволил сгладить негативные эффекты, в частности ограничить волатильность обменного курса. К тому же низкий уровень долговой нагрузки сделал возможным финансирование возросшего дефицита бюджета без создания дополнительных угроз. Положительной чертой российской экономики стала способность достаточно быстро адаптироваться к негативным переменам на сырьевых рынках. К тому же годы действия внешних санкций сделали ее менее зависимой от глобальных финансовых потоков.

## НАСКОЛЬКО АДЕКВАТНЫМИ СИТУАЦИИ ВЫГЛЯДЯТ ДЕЙСТВИЯ МИРОВЫХ ЦЕНТРОБАНКОВ? КАКИМ ОБРАЗОМ ПОЛИТИКА ГЛОБАЛЬНЫХ РЕГУЛЯТОРОВ ТРАНСЛИРУЕТСЯ НА ВНУТРИРОССИЙСКУЮ СИТУАЦИЮ?

КЛЮЧЕВЫЕ ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ УЖЕ ДАВНО ПЕРЕШЛИ «КРАСНУЮ ЧЕРТУ», СДЕЛАВ ЭКОНОМИКУ ПОЛНОСТЬЮ ЗАВИСИМОЙ ОТ ДЕШЕВОЙ ЛИКВИДНОСТИ

**Валерий Вайсберг**

Центробанки выдержали главный тест, доказав, что предпринятые ими меры по расчистке и укреплению финансовой системы были оправданны и эффективны. В сложные весенние месяцы мировая финансовая система получила существенную поддержку в форме очень низких ставок и громадного количественного смягчения. К сожалению, другие меры, в частности кредитование по льготным ставкам, оказались не столь востребованны (пожалуй, только в России такая форма поддержки была задействована по максимуму). Сохранение сверхмягкой монетарной политики несет в себе высокие инфляционные риски, что, с одной стороны, препятствует дальнейшему активному стимулированию, а с другой — заставляет задуматься о скором ужесточении денежно-кредитной политики.

**Владимир Тихомиров**

Действия мировых центробанков — ФРС и ЕЦБ — выглядят вполне адекватными: на первом этапе именно их поддержка не позволила мировой экономике скатиться в глубокий кризис. В последние месяцы центробанки фактически заморозили выделение новых пакетов помощи, справедливо считая, что этим должны заниматься правительства. Однако в силу политических причин последние такую помощь в нужных масштабах пока не предоставили. Тем не менее вопрос о роли регуляторов остается открытым: в случае серьезного проседания экономик в ближайшие месяцы из-за второй волны пандемии не исключено, что центробанки вновь одобрят новые пакеты помощи. Для РФ — как и для всех мировых экономик и рынков — поддержка со стороны ФРС и ЕЦБ была сильным позитивным фактором. Например, именно благодаря такой поддержке удалось стабилизировать сырьевые рынки и избежать углубления рецессии в российской экономике.

**Егор Сусин**

Здесь нужно разделять краткосрочную реакцию, которая вполне адекватна ситуации, и долгосрочную политику. Краткосрочные действия, направленные на недопущение шока ликвидности, абсолютно правильны. Попытки же спасти все и вся за счет заливания системы деньгами вряд ли можно считать адекватными. Нейтральность политики основывается на краткосрочности вмешательства, в этом плане ключевые центральные банки уже давно перешли «красную черту», сделав экономику полностью зависимой от дешевой ликвидности. Это приводит к усилению ряда дисбалансов, в том числе социальных, и формированию «зомби-экономики». И чем дольше мы находимся в режиме стимулирования, тем больше доля «зомби-экономики» и тем сложнее выйти из этого режима. Проблема в том, что, как я писал выше, «патроны закончились», эффективность действий монетарной политики по поддержке экономики стремится к нулю вместе со ставками. Для российской экономики такие действия относительно комфортны и сглаживают сложный геополитический фон, достаточно посмотреть на доходности российских облигаций. Продолжение ослабления доллара и отрицательные реальные ставки в ведущих экономиках могут позитивно сказаться на спросе на активы развивающихся стран.

**Александр Кудрин**

Действия мировых центробанков были направлены на недопущение возникновения финансового кризиса. Основным же инструментом для этого стало насыщение системы ликвидностью. В принципе со своей задачей они справились. Российский ЦБ следовал в фарватере мировых тенденций с той лишь разницей, что у него оставался запас по снижению процентной ставки, без перехода к выкупу активов. Стоит отметить, что некоторая стабилизация глобальных рынков, которая во многом была достигнута за счет действий монетарных властей, положительным образом сказалась и на ситуации в РФ.

## КАКОЕ ВЛИЯНИЕ НА ГЛОБАЛЬНЫЙ РАСКЛАД ОКАЖУТ ИТОГИ ВЫБОРОВ ПРЕЗИДЕНТА США? КАКИМИ МОГУТ БЫТЬ ПОСЛЕДСТВИЯ ПОЛИТИКИ НОВОЙ АДМИНИСТРАЦИИ ДЛЯ РЫНКОВ? КАК ИЗМЕНИТСЯ БАЛАНС РИСКОВ ДЛЯ РОССИИ?

**Александр Кудрин**

В действительности пространство для маневра у американских властей не слишком велико. Как монетарное, так и фискальное стимулирование продолжатся, потому что ситуация с пандемией пока не вызывает оптимизма. При этом можно ожидать, что решения президентской администрации станут более последовательными и менее импульсивными. С точки зрения рынков ситуация выглядит менее однозначной. Для Дональда Трампа их динамика была крайне важна, но совершенно не факт, что для новой администрации приоритеты не поменяются.

Отношения России и США находятся в крайне плачевном состоянии, и говорить о каком-то улучшении в ближайшие годы не приходится. Скорее всего, в отношении РФ будут вводиться какие-то новые санкции, но принципиально ситуация не изменится. Единственный нюанс: возможно, конгресс будет проявлять меньше инициативы, а администрация президента, наоборот, больше (примерно так было во времена Барака Обамы).

**Владимир Тихомиров**

Избрание Байдена президентом при сохранении разделенного конгресса — именно такой сценарий выглядит наиболее реалистичным на текущий момент. Это умеренно позитивный исход для рынков, так как США получают слабого президента, который, скорее всего, не сможет осуществить наиболее радикальные из предлагаемых им мер (включая повышение налогов) и также не сможет отменить либеральные инновации своего предшественника (включая поддержку бизнеса). Для России избрание Байдена будет в целом нейтральным: его обещания быть более жестким с Москвой (новые санкции) будут уравновешиваться его стремлением к восстановлению системы контроля над вооружениями (без РФ это невозможно) и улучшению отношений с европейскими партнерами (а этому будут вредить новые санкции против РФ в области энергетики или финансов). Ну и к тому же Россия, скорее всего, будет иметь достаточно низкий приоритет в повестке администрации Байдена, особенно в первое время.

**Валерий Вайсберг**

Перезагрузки в экономических отношениях России и США я не жду. Но это президентство, вероятно, будет не совсем обычным для демократов. Во-первых, Байдену придется решать проблемы с пандемией (хотя есть высокая вероятность, что к моменту его инаугурации очередная волна заболеваемости в США преодолеет свой пик и появится вакцина). Во-вторых, необходимо продолжать помогать бизнесу, создавать рабочие места. То есть демократам придется усиленно заниматься внутренними делами. Во внешней политике, скорее всего, приоритет будет отдан восстановлению отношений с Европой, что потребует значительного времени. На «собирание камней» уйдет много сил, поэтому немедленных санкций и ухудшения отношений я также не жду. Кроме того, в подвешенном состоянии находится сенат. Это также некоторым образом ограничивает свободу маневра для Байдена, хотя демократы еще могут получить большинство в верхней палате после вторых туров выборов в двух округах штата Джорджия.

Восстановление контакта с международными организациями, в том числе ВТО и ВОЗ, будет одним из приоритетов для Байдена. Однако новая команда унаследует от прошлой определенный уклон в сторону протекционизма. Поэтому полного возврата к «старым нормам» не произойдет. Отношения с Китаем также останутся сложными, и определенная дистанция между крупнейшими экономиками мира сохранится.

Фронтальных экономических санкций в отношении России я в ближайшее время не ожидаю, хотя, безусловно, возможны новые ограничения для отдельных юридических и физических лиц.

**Максим Петроневич**

Политика Джозефа Байдена может пойти на пользу российской экономике, если судить по предвыборным позициям самого кандидата и кандидата в вице-премьеры Камалы Харрис.

Прежде всего проводимая политика должна будет поддержать рост цен на сырьевые активы. Во-первых, демократы склонны в большей степени поддерживать экономику и стимулировать внутренний спрос. Во-вторых, Байден и Харрис выступают последовательными сторонниками свободной торговли, что должно способствовать росту позитивных ожиданий в отношении развития экономики Китая. В-третьих, в случае победы Байдена вероятно постепенное снижение поддержки сланцевой отрасли в США. Замедление роста добычи нефти в США и позитивные ожидания по росту двух крупнейших экономик должны поддержать рост цен не только на нефть, но и на металлы.

В двусторонние отношения между США и Россией также могут быть возвращены утраченные ранее пункты конструктивной повестки, прежде всего в отношении договора ДРСМД. С негативной повестки могут уйти обвинения во вмешательство в выборы, поскольку президентские выборы были демократами выиграны. Это не означает, что новые ограничения в отношении России не мо-

гут быть введены в связи с другими обстоятельствами, однако в условиях сложной эпидемиологической ситуации и ситуации в экономике США действия в отношении России скорее можно ожидать после решения первоочередных вопросов.

Позитивные ожидания в отношении экономического роста, рост расходов на поддержку экономики США на фоне ожидаемого смягчения денежно-кредитной политики в ЕС могут привести к притоку капитала на развивающиеся рынки.

**Егор Сусин**

Российская экономика и финансовая система уже давно живут в режиме достаточно жестких внешних ограничений и так или иначе адаптировались к этому. Хотя в условиях слабого развития внутренней финансовой системы крайне ограничены долгосрочные источники фондирования и дюрация ресурсов в финансовой системе сильно снизилась. Я бы не драматизировал смену власти в США с этой позиции, будет больше здравого прагматизма в отношениях, но сами отношения будут сложными. С другой стороны, демократы нацелены на мощное монетарно-фискальное стимулирование американской экономики, что создает много возможностей для развивающихся стран, но использование этих возможностей будет резко ограничено сложной геополитикой. Усилится тренд на использование возобновляемых источников энергии, но это долгосрочный тренд, и он будет иметь место в любом случае.

## ВАШ ВЗГЛЯД НА ДИНАМИКУ ИНФЛЯЦИИ В РОССИИ? КАК БУДЕТ МЕНЯТЬСЯ БАЛАНС ИНФЛЯЦИОННЫХ И ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫХ ФАКТОРОВ?

**Александр Кудрин**

Инфляция, скорее всего, в 2021 году останется ниже уровня таргета ЦБ (4%). Действие дезинфляционных факторов в будущем году будет преобладать, в первую очередь стоит говорить о слабом потребительском спросе.

**Валерий Вайсберг**

В ближайшие 12–18 месяцев инфляция останется вблизи цели Банка России, что снижает вероятность дальнейшего снижения ключевой ставки. В ближайшие полгода динамика инфляции, скорее всего, будет нисходящей как в связи с новыми коронавирусными ограничениями, так и в связи с эффектом высокой базы нынешней весны. По мере восстановления занятости и выхода из рецессии давление на цены, вероятно, будет нарастать, подменяя влияние значительного ослабления рубля, наблюдавшегося в III квартале 2020 года.

**Владимир Тихомиров**

Инфляция в РФ движется по вполне предсказуемой траектории; ее рост в последние месяцы был ожидаем. Причины: фактор базы, более слабый урожай плодоовощных в текущем году, слабость рубля. С другой стороны, подавленный спрос в экономике является сильным дезинфляционным фактором, хотя его значение я бы не переоценивал. Я ожидаю, что годовая инфляция продолжит расти до начала II квартала 2021 года, а потом произойдет заметный разворот тренда вместе со сменой фактора базы. В целом я ожидаю, что инфляция в ближайший год останется у таргета ЦБ в коридоре 3.8–4.4% г/г.

**Егор Сусин**

Потребительский спрос остается под давлением, что обусловлено негативной динамикой доходов населения. В последние несколько лет основной инфляционный фон оставался подавленным, и инфляция стремилась ближе к 3%, чем к 4%. Негативное влияние на инфляцию оказывают демографические процессы, и это влияние будет долгосрочным. Краткосрочно, конечно, инфляцию поддерживают реализованные фискальные стимулы и ослабление курса рубля, но они лишь вернули инфляцию к цели Банка России. Это говорит о том, насколько сильны среднесрочные дезинфляционные факторы. По мере исчерпания курсового эффекта при текущих бюджетных планах и монетарной политике баланс будет смещаться в сторону дезинфляционных факторов, а инфляция — в направлении 3%.

**Максим Петроневич**

В 2021 году риски снижения инфляции ниже целевого уровня будут преобладать — этому способствует замедление экономической и потребительской активности в России вследствие вводимых ограничений, а также ожидаемое укрепление рубля и исчерпание сезонной составляющей. Сочетание этих факторов может привести к смягчению денежно-кредитной политики в начале следующего года.

На конец октября 2020 года инфляция достигла целевого уровня 4%. В последний раз инфляция находилась на целевом уровне в сентябре 2019 года и с тех пор оставалась существенно ниже целевого уровня под влиянием замедления экономической активности и снижения цен на ряд продовольственных товаров. В феврале 2020 года инфляция достигла 2.3% г/г.

Несмотря на быстрое увеличение годового показателя, рост цен во многом обусловлен краткосрочными факторами — ослаблением рубля и ситуацией на отдельных рынках продовольствия, в том числе на рынках сахара и масла. При этом месячный темп роста базовой инфляции с устранением сезонности начинает складываться на уровнях ниже цели Банка России. Одним из составляющих такой динамики выступает индекс цен на услуги, который не растет на протяжении 2 месяцев подряд, его годовые темпы находятся на уровне около 2.6% г/г. Эта тенденция хорошо отражает ситуацию с динамикой доходов населения, которая вряд ли сильно улучшится в ближайшее время.

Фактор бюджетной политики, безусловно, влияет на инфляционные процессы, но скорее в числе множества факторов, определяющих динамику доходов населения. В 2021 году уровень реальных доходов населения будет расти, однако он не превысит уровни 2019 года, и потому эффект от роста доходов будет весьма ограниченным.

## ВЕРНЕТСЯ ЛИ РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА К РОСТУ В 2021 ГОДУ? КАКИЕ ФАКТОРЫ БУДУТ ОПРЕДЕЛЯТЬ ТЕМПЫ РОСТА?

**Максим Петроневич**

Российская экономика в III квартале 2020 года показала очень высокие темпы восстановления — около 5.5% с устранением сезонности по сравнению с уровнем II квартала, отыграв две трети падения, не связанного с динамикой нефтегазового сектора. Повторный отскок экономики в 2021 году (после снижения в IV квартале) также должен быть достаточно быстрым и будет поддержан ожидаемым в начале года ослаблением квот на добычу нефти.

Тем не менее рост экономики в 2021 году прогнозируется ниже величины падения в 2020-м — около 3% роста при падении на 4%. Основное сдерживающее влияние на рост окажет сохранение квот на добычу нефти, в результате чего добыча нефти в 2021 году будет все еще заметно ниже уровня 2019 года. В отсутствие квот экономика России смогла бы полностью отыграть падение уже в 2021 году.

**Владимир Тихомиров**

Рост экономики в 2021 году с большой долей вероятности состоится, но насколько сильным он окажется, будет в значительной степени зависеть от длительности пандемии. По моему базовому сценарию, негативный эффект от пандемии начнет существенно ослабевать со II квартала 2021 года, а во втором полугодии следующего года пандемия может закончиться. Если это будет так, то экономика РФ выйдет в плюс в годовом выражении уже во II квартале, а по итогам 2021 года может вырасти на 3.3% г/г. Но если пандемия окажется затяжной, то экономический рост в следующем году окажется значительно более скромным — на уровне 0.5–1.5% г/г.

**Егор Сусин**

Я не ожидаю какого-то значимого роста экономики в 2021 году, единственным фактором будет эффект базы, то есть восстановление части потерь 2020 года, но мне кажется, многие недооценивают сейчас среднесрочные последствия текущего кризиса. Компании будут корректировать свои инвестиционные планы, что обещает достаточно низкую инвестиционную активность. Мы уже это видим — по ряду крупных проектов откладываются сроки реализации, компании будут восстанавливать балансы. Бюджетный стимул сгладит это, но инвестиционная активность в целом останется подавленной. Жилищное строительство уже практически «утилизировало» эффект субсидированных ставок по ипотеке за счет роста цен, активность здесь будет выдыхаться. Восстановление спроса на нефть в мире будет постепенным, ограничения по добыче частично сохранятся. Рынок труда еще только находится в состоянии осознания изменений, а сами изменения здесь еще впереди, и они не очень позитивны для потребительской активности.

**Валерий Вайсберг**

Я полагаю, что российская экономика выйдет из рецессии только во II квартале 2021 года: обсуждаемое сохранение текущих квот на добычу нефти в рамках ОПЕК+ не позволит экономике расти в начале следующего года. В дальнейшем увеличение добычи нефти и активное восстановление внутреннего спроса приведут к уверенному, но достаточно медленному росту.

## ОСТАЛСЯ ЛИ ЕЩЕ ЗАПАС ДЛЯ СНИЖЕНИЯ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК В РОССИИ? ПРИ КАКИХ ОБСТОЯТЕЛЬСТВАХ ЦБ НАЧНЕТ УЖЕСТОЧАТЬ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНУЮ ПОЛИТИКУ? ВАШ ПРОГНОЗ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ НА 2021 ГОД?

**Егор Сусин**

Да, запас остался, дезинфляционные факторы превалируют, зона притяжения для инфляции ближе к 3%. Но есть и иные факторы, которые заставляют достаточно осторожно относиться к дальнейшему снижению ставок. Это в первую очередь отказ от срочных депозитов в пользу наличных и ликвидных счетов до востребования, за последний год срочные депозиты в банках сократились на 0.7 трлн рублей, а ликвидные активы за вычетом счетов эскроу выросли на 5.2 трлн рублей. В какой мере это связано с кризисными явлениями, а в какой — с быстрым снижением ставки, оценить сейчас затруднительно. Но это главный ограничитель для дальнейшего снижения ставок, системе сбережений необходимо время для адаптации к новым условиям. Поэтому я пока придерживаюсь сдержанного прогноза по ключевой ставке на уровне 4%. Повысить ставку Банк России может заставить резкий либо хронический отток капитала, а также рост цен на мировых товарных рынках.

**Владимир Тихомиров**

Я считаю, что ЦБ закончил смягчение монетарной политики в июле 2020 года. Рост инфляции при отказе ЦБ допускать реальные негативные ставки означает, что возможностей для новых снижений ставки у ЦБ не осталось, по крайней мере до второго полугодия 2021 года. По моему прогнозу, ставка ЦБ останется неизменной на уровне 4.25% вплоть до конца 2021 года. При этом я допускаю, что в случае более заметного роста годовой инфляции в I квартале 2021 года ЦБ может поднять ставку на 25–50 б. п., а в случае резкого снижения инфляции во втором полугодии следующего года опустить ее до 3.75–4%.

**Александр Кудрин**

Потенциал для снижения процентных ставок остается, но совсем

небольшой (25–50 б. п.), скорее всего, к концу 2021 года ключевая ставка будет находиться на уровне 3.75–4%. Ужесточение ДКП явно не вопрос 2021 года, а дальше надо будет смотреть, как развивается ситуация в российской и мировой экономике.

**Максим Петроневич**

Снижение ключевой ставки ниже текущего уровня 4.25%, на мой взгляд, не снято окончательно с повестки совета директоров ЦБ. Ключевыми факторами для принятия подобного решения могут стать снижение месячного темпа роста потребительских цен (с исключением сезонности), сопровождаемое укреплением рубля и умеренным темпом восстановления потребительской активности населения. Эту динамику вполне можно ожидать в течение ближайших месяцев. Учитывая тот факт, что небольшие снижения ключевой ставки (на 25 б. п.) оказывают незначительное влияние на прогноз динамики инфляции, то снижение ставки, если оно будет возобновлено, будет более значительным и может быть реализовано за несколько шагов.

Мой прогноз по ключевой ставке примерно поровну распределен между сценарием ее снижения до уровня 3.75% и сохранения на уровне 4.25%. Ужесточение денежно-кредитной политики маловероятно, но возможно: либо в случае реализации плохого сценария (отток капитала вследствие дестабилизации на внешних финансовых рынках), либо, наоборот, хорошего — в случае «перегрева» в отдельных сегментах экономики (например, строительстве) на фоне быстрого восстановления экономики и потребительской активности выше докризисного уровня 2019 года.

**Валерий Вайсберг**

Я полагаю, что вероятность снижения ключевой ставки сейчас невелика, но регулятору удастся сохранять текущий уровень ставки вплоть до конца 2021 года. Лишь в 2022 году регулятор сможет начать движение вверх к нейтральному диапазону.

ПОВЫСИТЬ СТАВКУ БАНК РОССИИ МОЖЕТ ЗАСТАВИТЬ РЕЗКИЙ ЛИБО ХРОНИЧЕСКИЙ ОТТОК КАПИТАЛА, А ТАКЖЕ РОСТ ЦЕН НА МИРОВЫХ ТОВАРНЫХ РЫНКАХ

## КАК ВЫ ОЦЕНИВАЕТЕ ТЕКУЩУЮ БЮДЖЕТНУЮ ПОЛИТИКУ? КАК РАЗМЕР ДЕФИЦИТА БЮДЖЕТА И МЕРЫ ПО ЕГО ПОКРЫТИЮ БУДУТ ВЛИЯТЬ НА КРИВУЮ ДОХОДНОСТИ?

**Владимир Тихомиров**

В целом бюджетная политика остается очень консервативной. По моей оценке, дефицит бюджета может составить 3.7% ВВП в текущем году и около 1% в 2021-м. При этом ФНБ останется вблизи текущего объема, то есть масштабных трат из фонда я не ожидаю. Дефицит правительство планирует покрывать преимущественно за счет роста внутренних заимствований, что в случае роста инфляции в ближайшие месяцы может привести к росту доходности ОФЗ. Однако если мой прогноз дефицита бюджета на 2021 год окажется верным, то в следующем году мы можем увидеть существенное снижение потребностей РФ в размещении нового рублевого долга, что позволит снизить доходность новых выпусков.

**Егор Сусин**

К этому кризису финансовая система подходила с некоторым дефицитом краткосрочных бумаг на рынке, что обусловлено крайне осторожным отношением Минфина к краткосрочным заимствованиям. Попытки занимать на длинном конце кривой, когда внутреннего спроса нет, а нерезиденты реализовать потребности Минфина не могут, приводили к резкому наклону кривой. После перехода к заимствованиям по плавающей ставке краткосрочные доходности вернулись выше ключевой, вместе с некоторой стабилизацией внешней ситуации это снизило наклон. Но спрос на бумаги с длинными сроками погашения — это в основном нерезиденты, так как на внутреннем рынке нет длинных инвестиционных капиталов. Учитывая, что объем заимствований Минфина все еще останется высоким в 2021 году, он будет использовать любые возможности, чтобы разместить длинный долг. В таких условиях наклон кривой останется достаточно резким, даже при снижении ожиданий нормализации ДКП и возврате ставок в нейтральный диапазон 5–6%.

**Александр Кудрин**

Бюджетная политика выглядит вполне адекватной. С учетом того что Минфин в основном финансировал дефицит за счет выпуска флоатеров, давление на кривую было ограниченным. В будущем году объем заимствований сократится, но ключевой вопрос — какой стратегии будет придерживаться правительство на рынке ОФЗ. Если Минфин сохранит свои приоритеты на первичном рынке (и будет в основном размещать бумаги с плавающей процентной ставкой), то размер дефицита бюджета будет иметь небольшое значение.

**Валерий Вайсберг**

Бюджетная политика является достаточно консервативной: во второй половине года мы видим постепенную нормализацию графика расходов. Учитывая, что в последние несколько месяцев Минфин размещал в основном бумаги с плавающей ставкой, прямое влияние новых заимствований на кривую ставок было ограниченным, ее наклон и движение определялись преимущественно ожиданиями в отношении денежно-кредитной политики. Обещание вернуться в 2022 году к полному соблюдению бюджетного правила в этом контексте можно трактовать как довод в пользу более медленного роста ключевой ставки и доходностей облигаций на протяжении ближайших 18–24 месяцев.

## КАКИЕ ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ БУДУТ ОПРЕДЕЛЯТЬ КУРС РУБЛЯ В БЛИЖАЙШЕЙ ПЕРСПЕКТИВЕ? КАКИМ ВЫ ВИДИТЕ КУРС В ПЕРВОЙ ПОЛОВИНЕ 2021 ГОДА?

**Александр Кудрин**

Курс рубля вполне может укрепиться в первом полугодии 2021 года; в пользу этого говорят как сезонный фактор (в части высокого профицита по счету текущих операций), так и возможный приток на рынок ОФЗ иностранных инвесторов. Последних может привлечь высокая номинальная доходность бумаг и возможность carry trade. Помимо этого, не стоит забывать, что отмена зимнего турсезона также приводит к снижению спроса на валюту.

**Валерий Вайсберг**

Новая волна коронавирусных ограничений негативно повлияет на объем импорта как потребительских, так и инвестиционных товаров. Оптимизм, связанный с успешными испытаниями вакцины, снижением геополитических рисков, а также отсутствие большого навеса размещений ОФЗ могут способствовать возвращению нерезидентов и, соответственно, улучшить ситуацию с финансовым счетом. Эти факторы при сохранении текущего уровня цен на нефть и ограничений на международные туристические поездки в первой половине 2021 года могут привести доллар в диапазон 69–72 рубля.

**Владимир Тихомиров**

В течение последних 4–6 месяцев в курс рубля заложен значительный политический риск — по моей оценке, этот фактор приводит к отклонению курса на 7–10% от справедливого уровня. Причина: опасения инвесторов, что смена власти в США может привести к существенному усилению санкционного давления на РФ, в том числе за счет введения ограничений на финансовый и энергетический сектора. Хотя введения новых существенных антироссийских санкций от администрации Байдена я не ожидаю, фактор риска в курсе рубля, скорее всего, останется высоким в ближайшие месяцы. Другой фактор, который будет определять динамику рубля, — это ситуация с пандемией и политика мировых центробанков в области оказания помощи экономикам. Улучшение эпидемиологической ситуации в РФ и мире и/или выделение новых пакетов помощи способны резко изменить в лучшую сторону отношение инвесторов к риску — в этом случае от этого выиграют и российский рынок, и рубль. Если же ситуация останется напряженной, то ожидать устойчивого спроса на рисковые активы также не следует. По моему прогнозу, при среднегодовой цене нефти Brent на уровне $40–41 за баррель в 2020 году справедливый курс должен составлять 69–71 рубль за доллар. В следующем году при нефти $50 за баррель курс должен быть в районе 65–67 рублей за доллар. Однако эти оценки не учитывают фактор политического риска; если такой риск останется на том же уровне, что и сегодня, то в 2021 году курс будет в коридоре 70–73 рубля за доллар, даже несмотря на прогнозируемый нами довольно существенный рост нефтяных цен.

**Егор Сусин**

Рубль остается недооцененным относительно своих фундаментальных уровней, которые при текущих условиях ближе к 70–72 рублям за доллар. На него негативно влияют опасения относительно давления второй волны коронавируса на нефть, опасения относительно обострения геополитической ситуации после выборов в США и низкий спрос нерезидентов, некоторый рост склонности к наличным сбережениям в валюте, рост оттока капитала российских инвесторов в иностранные акции. Одновременно запрет на внешние поездки оказал достаточно сильную поддержку рублю в текущем году, потому открытие границ может негативно сказаться на российской валюте в 2021 году. Учитывая все эти факторы, сезонное укрепление рубля в начале года может быть более сдержанным, чем обычно, но курс 73–75 рублей за доллар вполне вероятен.

**Максим Петроневич**

На горизонте полугода ожидаю укрепления рубля до уровня 72–73 за доллар. Основными факторами укрепления выступают: уменьшение спроса на валюту со стороны населения — сезонное падение импорта в начале года при закрытых основных направлениях зимнего туризма, ожидание роста цен на нефть и увеличение объема добычи в 2021 году вследствие снижения квот; некоторому притоку капитала будут способствовать как ослабление денежно-кредитной политики в ЕС и возобновление программ помощи в США, так и возможность снижения ключевой ставки Банком России.