



Евразийский Банк Развития

ГРУППА ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

МАКРООБЗОР ЕАБР

МАЙ 2017



ВОССТАНОВЛЕНИЕ ВЗАИМОГО
ТОВАРООБОРОТА В СТРАНАХ ЕАБР

СОДЕРЖАНИЕ

Вступительное слово Главного экономиста	2
Раскрытие информации	4
Внешние условия	5
Республика Армения	7
Республика Беларусь	13
Республика Казахстан	21
Кыргызская Республика	28
Российская Федерация	34
Республика Таджикистан	41
Специальный доклад. Оценка чувствительности макропоказателей стран ЕАБР	46

ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

Признаки восстановления взаимного товарооборота стран ЕАБР

Стабилизация сырьевых цен и как следствие стабилизация национальных валют в большинстве стран ЕАБР в I квартале 2017 г. создают благоприятную основу для восстановления взаимного товарооборота региона ЕАБР. Достаточно отметить, что все страны ЕАБР показали рост взаимного товарооборота в I квартале текущего года, при этом примечательно, что самые высокие темпы роста товарооборота наблюдались в Казахстане (почти 41% г/г), а также в Российской Федерации (33,7% г/г). Значительные темпы роста товарооборота со странами ЕАБР Республики Беларусь (30,2% г/г) могут получить дополнительный импульс после достижения российско-белорусского соглашения относительно цен на энергоносители и поставок энергоносителей.

Улучшение ситуации во взаимосвязях стран региона также наблюдалось в области денежных переводов мигрантов – по итогам I квартала 2017 г. денежные переводы в Кыргызстан превысили 54% год к году, в то время как соответствующий показатель в Армении составил 14% г/г. Обратная картина наблюдалась в Таджикистане, где денежные переводы мигрантов в IV квартале 2016 г. сократились на 39% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года.

В настоящем обзоре наш специальный доклад посвящен исследованию макроэкономических взаимосвязей между странами ЕАБР и каналов трансмиссии экономического роста, прежде всего в области внешнеторгового взаимодействия, а также потоков денежных переводов. Наше исследование свидетельствует о значительной роли данных факторов в усилении экономической активности в странах региона, однако мы также отмечаем сохранение высокого уровня уязвимости экономик региона к внешним шокам и прежде всего к перепадам цен на энергоносители.

Наряду с ростом торгового товарооборота и денежных переводов дополнительными импульсами для восстановления экономического взаимодействия между странами региона в этом году стали подписание Таможенного кодекса странами ЕАЭС, достижение договоренности об устраниении препятствий для свободного движения товаров, услуг, капитала и рабочей силы на внутреннем рынке ЕАЭС («Белая книга»), вступление в силу в мае 2017 г. документов Совета и Коллегии ЕЭК, направленных на создание единого евразийского рынка лекарственных средств, достижение соглашения между Россией и Республикой Беларусь о ценах на энергоносители, подписание документов Республикой Казахстан и Кыргызской Республикой о предоставлении технической и финансовой помощи Кыргызстану в процессе адаптации экономики страны в связи с ее членством в Евразийском экономическом союзе. Вдобавок следует отметить выделение очередного транша кредита ЕФСР Республике Беларусь в размере 300 млн долл. США, а также решение РФ о единовременном списании долга Кыргызстана в размере 240 млн долл. США.

Резервом для ускорения экономического роста в большинстве стран ЕАБР в этом году остается также дальнейшее смягчение денежно-кредитной политики, учитывая существенное замедление инфляции, которая в РФ достигла рекордно низких уровней. Помимо эффекта снижения процентных ставок, инвестиционный рост в странах ЕАБР может быть поддержан и притоком прямых зарубежных инвестиций (ПЗИ), учитывая относительно низкую базу предыдущих нескольких лет, а также некоторое улучшение внешнего фона. В то же время возможности для использования бюджетного стимула остаются ограниченными в условиях недостаточной адаптации бюджетов стран ЕАБР к условиям более низких и волатильных цен на сырьевые товары.

Прогноз экономического роста России на 2017 г. улучшен с 0,8% до 1,1%. На изменение прогноза повлияли данные по показателям экономической активности за I квартал и пересмотр прогноза цен на нефть с учетом сложившихся по итогам I квартала тенденций на мировых рынках энергоресурсов. Улучшение прогноза по динамике ВВП Республики Беларусь с минус 0,5% до положительного прироста на 1,3% по итогам 2017 г. обусловлено более быстрыми, чем ожидалось ранее, темпами восстановления экономической активности в I квартале, а также достижением соглашения по ценам на газ и поставкам нефти из Российской Федерации. Улучшение прогноза ВВП Казахстана обусловлено более сильным внешним спросом и расширением бюджетного дефицита в целях оздоровления банковской системы. Более оптимистичные предположения о развитии внешнеэкономической ситуации и пересмотр фискального импульса стали главными предпосылками для улучшения прогноза ВВП Киргизстана. Прогноз роста экономики Таджикистана был пересмотрен в сторону понижения вследствие ухудшения ситуации в банковском секторе.

Ключевым риском для оставшейся части 2017 г. является возвращение волатильности на сырьевых рынках после периода укрепления курсов валют ряда стран ЕАБР. События начала мая на финансовых рынках РФ и РК показали, что после существенного укрепления в предыдущие месяцы национальные валюты стали более чувствительны к возросшей волатильности в ценах на нефть. К фактору волатильности в ценах на нефть на фоне переоцененности ряда валют развивающихся рынков может прибавиться и эффект от повышения ставок ФРС, что может оказать дополнительное давление на валюты развивающихся стран. Мы ожидаем, что в условиях увеличения внешних рисков для удержания динамики инфляции в рамках заданных ориентиров Центральный банк РФ может ужесточить свою риторику и замедлить темпы снижения ключевой ставки в ближайшие месяцы.

Ярослав Лисоволик,
Главный экономист Евразийского банка развития

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ

Данная работа представляет собой полный макроэкономический обзор государств – участников Евразийского банка развития. Обзор включает в себя подробное описание внутренних и внешних текущих макроэкономических условий, а также согласованный прогноз, учитывающий существующие взаимосвязи между экономиками региона и внешним сектором.

Для подготовки настоящего отчета ЕАБР используется методология, которая является своего рода мейнстримом макроэкономического анализа, прогнозирования и успешно применяется в Центральных банках и ведущих международных финансовых институтах. Основной прогнозно-аналитический инструмент ЕАБР – интегрированная система моделей (ИСМ), в основе которой лежит многострановая структурная динамическая макроэкономическая модель общего равновесия. ИСМ была разработана и внедрена Центром интеграционных исследований (ЦИИ) ЕАБР в 2013–2014 гг. с целью удовлетворения потребностей ЕАБР и ЕЭК в сфере анализа и прогнозирования макроэкономической ситуации в регионе. Использование данного инструментария позволяет также анализировать меры стратегического реагирования на шоки и риски, связанные с мировой и национальными экономическими системами и изменением цен на сырьевые товары. Важным достоинством модельного комплекса является возможность осуществлять анализ и прогноз как для каждого отдельного государства – участника ЕАЭС, так и одновременно для всего интеграционного объединения.

Более подробную информацию о структуре ИСМ, ее основных блоках и использовании в рамках анализа макроэкономической ситуации и прогнозирования можно получить из совместного доклада ЦИИ ЕАБР и ЕЭК «Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза» (полный текст доклада доступен на сайте ЕАБР: http://eaibr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=49198&linked_block_id=0).

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не может расцениваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг или иных финансовых инструментов. Ни информация, содержащаяся в настоящем аналитическом обзоре, ни любая другая информация, касающаяся темы данного обзора, которая может быть распространена в будущем, не могут быть использованы в качестве основы для возникновения какого-либо контракта. Информация, содержащаяся в настоящем обзоре, и выводы, сделанные на ее основе, были получены из открытых источников, которые ЕАБР считает надежными. Несмотря на всю тщательность, с которой готовился настоящий обзор, ни один аналитик, директор, руководитель, сотрудник, контрагент ЕАБР не дает каких-либо гарантий или заверений, выраженных или подразумеваемых, и не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении надежности, точности или полноты информации, содержащейся в настоящем аналитическом обзоре. Мы в прямой форме снимаем с себя ответственность и обязательства в связи с любой информацией, содержащейся в настоящем обзоре. Любая информация, содержащаяся в настоящем обзоре, может изменяться в любое время без предварительного уведомления. Ни один из членов ЕАБР не берет на себя обязательств по обновлению, изменению, дополнению настоящего аналитического обзора или уведомлению читателей в какой-либо форме в том случае, если какой-либо из упомянутых в обзоре фактов, мнений, расчетов, прогнозов или оценок изменится или иным образом утратит актуальность.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

Рост оптимизма на мировых рынках относительно улучшения состояния глобальной экономики

Прирост мирового ВВП после некоторого ускорения в IV квартале 2016 г. составил по итогам 2016 г. 3,1% (3,4% годом ранее). Улучшение прогноза¹ мирового экономического роста в 2017 г. с 3,4% до 3,5%, повышение оценки роста экономики Китая (с 6,5% до 6,6%), а также экономик развитых стран (с 1,9% до 2%) свидетельствуют о наметившейся восстановительной динамике.

Замедление темпов экономического роста США до минимального за последние годы уровня и ужесточение риторики ФРС

Темпы прироста экономики США в I квартале 2017 г. составили 1,9% к I кварталу 2017 г. (1,6% годом ранее). При этом на фоне слабой потребительской и инвестиционной активности в I квартале 2017 г. отмечается замедление темпов прироста к предыдущему периоду до 0,7% в годовом выражении после 2,1% в IV квартале 2016 г. (с исключением сезонного фактора). Вместе с постепенным повышением цен на сырьевых рынках отмечается увеличение инфляционных ожиданий в связи с возможной реализацией программы фискального стимулирования экономики и сохранением неопределенности относительно ее масштабов. В этих условиях ФРС США в марте повысила базовую ставку до 0,75-1% и намерена продолжать постепенную нормализацию денежно-кредитной политики в дальнейшем. Согласно предварительным данным Евростата, прирост ВВП еврозоны в I квартале 2017 г. составил 1,7% к соответствующему кварталу 2016 г. (прирост 1,7% годом ранее), чему способствовало продолжение восстановительной динамики внутреннего и внешнего спроса на фоне сохраняющейся стимулирующей денежно-кредитной политики.

Восстановление баланса спроса и предложения на мировом рынке нефти в I квартале 2017 г.

Достижение соглашения со странами ОПЕК о сокращении добычи нефти и приверженность стран соблюдению своих квот и обязательств способствовали значительному восстановлению и стабилизации нефтяных цен в I квартале 2017 г. в среднем на уровне 52 долл. США за баррель (нефть марки Urals). Среди основных рисков дальнейшего изменения ценовой динамики стоит отметить непродление соглашения об ограничении добычи нефти и рост добычи американской нефти сланцевых месторождений.

¹ По оценкам МВФ.

На основании динамики цен фьючерсных контрактов в I квартале 2017 г. нами заложен прогноз цен на нефть марки Urals в среднесрочной перспективе в диапазоне 52–53 долл. США за баррель. В сегменте продовольственных товаров восстановление мировых цен несколько ускорилось в I квартале 2017 г. По мере дальнейшего восстановления спроса на мировых рынках прогнозируется продолжение их восстановительной динамики.

Прогнозные значения основных внешнеэкономических показателей

	Среднегодовая цена нефти марки URALS (долл. США/барр.)	Среднегодовая цена золота, (долл. США/унц.)	Цены на продовольственные товары, индекс 2010=100	Номинальный курс EUR/USD (средний за год)	Ставка Fed Funds , % (средн. за год)
2017	52,1	1237	96,5	1,1	1,2
2018	52,2	1259	98,1	1,1	2,3
2019	53,1	1288	99,8	1,1	3,0

Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ



ТЕНДЕНЦИИ ВВП

Значительное падение объемов выпуска в сельском хозяйстве и строительстве во второй половине 2016 г. определили низкие темпы прироста ВВП по итогам 2016 г.

Активизация экономической активности с начала 2017 г. как результат проводимой монетарной и фискальной политики 2016 г. на фоне улучшения внешних условий

Восстановление внутреннего и внешнего спроса как факторы ускорения роста промышленного производства, торговли и услуг

Прирост ВВП Армении по итогам IV квартала 2016 г. остался в области отрицательных значений, при этом падение составило 1% к соответствующему кварталу предыдущего года. Среди основных факторов снижения экономической активности можно выделить падение объемов выпуска в сельском хозяйстве и ускорение падения в строительстве. Внутренний спрос оставался слабым, несмотря на снижение ставки рефинансирования и стимулирующую налогово-бюджетную политику, а также некоторую поддержку в конце 2016 г. со стороны роста денежных переводов из России. Экспорт сохранил ключевую позицию среди драйверов роста экономики Армении в 2016 г., чему способствовала как политика правительства по стимулированию экспорта, так и положительные интеграционные эффекты в рамках ЕАЭС. В целом за 2016 г. рост ВВП Армении замедлился до 0,2% после роста на 3% годом ранее.

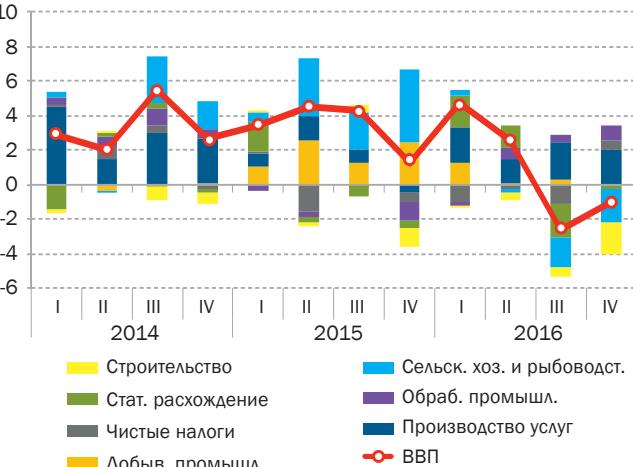
В I квартале 2017 г. наблюдается ускорение экономической активности в Армении, что является результатом проводимой в 2016 г. стимулирующей политики и постепенного улучшения внешних условий. Прирост показателя экономической активности в I квартале 2017 г. составил 6,6% к соответствующему кварталу предыдущего года (0,5% по итогам 2016 г.). Основными факторами положительной динамики с начала 2017 г. выступили:

- *со стороны использования доходов:* экспорт сохраняет высокие темпы роста: прирост экспортав I квартале составил 16,5% к I кварталу 2016 г. Одним из основных направлений роста остается Россия, рост экспорта в которую за аналогичный период составил 53%. Высокий рост денежных переводов в I квартале 2017 г. способствовал более активному восстановлению потребительского спроса, что нашло отражение в росте импорта (17,9% к I кварталу 2016 г.) и высоком росте розничного товарооборота (5,1% к I кварталу 2016 г.);
- *со стороны добавленной стоимости:* постепенное восстановление внешнего и внутреннего спроса, а также мировых цен на основные товары армянского экспорта оказало стимулирующее воздействие в I квартале на динамику производства промышленной продукции (прирост на 16,1% к I кварталу 2016 г.), объема торговли и оборота услуг (прирост на 11,3% и 10% соответственно к I кварталу 2016 г.). Отрицательная динамика продолжает наблюдаться в строительстве и сельском хозяйстве, падение в которых составило 13,6% и 1,5% к I кварталу 2016 г. соответственно.

Структура прироста ВВП
в сопоставимых ценах по компонентам
использования доходов (%)



Структура прироста ВВП
в сопоставимых ценах по производству
(%)



Источник: Национальное статистическое ведомство, расчеты авторов, ЕЭК

Динамика опережающих индикаторов, рассчитываемых ЕЭК, свидетельствует о благоприятных перспективах на краткосрочный период для экономики Армении. Во II квартале 2017 г. ожидается продолжение роста экономической активности. Основными факторами положительной динамики опережающего индикатора выступили: рост депозитов частных нефинансовых организаций-резидентов и объема экспорта меди (руд и концентратов) в стоимостном выражении.

ИПЦ и ставка рефинансирования (%)



Показатели внешней торговли и реального обменного курса (прирост квартал к соотв. кварталу пред. года, %)



Источник: Национальное статистическое ведомство, расчеты авторов, ЕЭК

Инфляция

Сохранение дефляции по итогам 2016 г.

По итогам 2016 г. дефляция в Армении составила 1,1% после 0,1% дефляции в 2015 г. Низкий уровень цен на мировых рынках энергоресурсов и продовольствия наряду со слабым восстановлением потребительской активности и низкими ценами на сельскохозяйственную продукцию формировали основное дефляционное давление в течение 2016 г.

Снижение тарифов в начале 2017 г. замедлило процесс нормализации инфляционных процессов

В начале 2017 г. отмечается сохранение дефляционных процессов в экономике Армении, что определялось в I квартале снижением тарифов на газ и электроэнергию, низкими инфляционными ожиданиями, а также слабым потребительским спросом и ценовой конъюнктурой на мировых рынках. Годовая дефляция в I квартале 2017 г. составила 0,3% (дефляция 1,4% в I квартале 2016 г.) и продолжает оставаться ниже целевого показателя Центрального банка, установленного на уровне 4%.

Обменный курс

Динамика обменного курса драма к российскому рублю продолжает способствовать улучшению внешней конкурентоспособности армянских товаров

Номинальный эффективный обменный курс драма в I квартале 2017 г. ослаб на 0,2% по сравнению с тем же кварталом предыдущего года. При этом реальный эффективный обменный курс обесценился на 4,5% и, согласно нашим оценкам, по итогам I квартала оказался недооцененным (на 2,7%) относительно своего равновесного уровня.

Номинальный обменный курс драма к доллару США в I квартале 2017 г. несколько укрепился относительно I квартала 2016 г. При этом номинальный курс драма к российскому рублю в I квартале 2017 г. обесценился на 27% к аналогичному периоду 2016 г., что продолжало способствовать улучшению конкурентоспособности армянских товаров на российском рынке.

Сохранение дефицита счета текущих операций по итогам 2016 г. на уровне прошлого года

Во внешнеэкономической сфере Армении, несмотря на улучшение динамики торгового баланса, сокращение чистого притока денежных переводов трудовых мигрантов, возросшие выплаты по обслуживанию обязательств перед инвесторами, а также расширение отрицательного сальдо баланса услуг определили рост дефицита счета текущих операций. По итогам 2016 г. дефицит счета текущих операций составил 285,5 млн долл. США (2,7% ВВП), несколько превысив уровень 2015 г. – 279,1 млн долл. США (2,6% ВВП).

Резкий рост денежных переводов из России с начала 2017 г. способствует восстановлению внутреннего спроса

Начиная с 2017 г. настоящий прорыв произошел в динамике денежных переводов физических лиц из России. По данным Центрального банка Армении, денежные переводы в I квартале 2017 г. выросли на 20% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года, что существенно снизило давление на текущий счет платежного баланса, а также улучшило динамику экономической активности в части увеличения потребительских расходов. На фоне дальнейшего восстановления экономики России ожидается сохранение положительной динамики денежных переводов в Армению.

Фискальная политика

Расширение дефицита бюджета по итогам 2016 г. привело к значительному росту госдолга

В 2016 г. фискальная политика Армении сопровождалась ростом бюджетных расходов, при этом доходная часть бюджета испытывала давление в связи со снижением поступлений от НДС и замедлением экономической активности во второй половине года. Дефицит государственного бюджета составил 5,4% ВВП в 2016 г. после дефицита 4,8% ВВП годом ранее.

Превышение уровня госдолга 50% ВВП требует от правительства сокращения бюджетных расходов

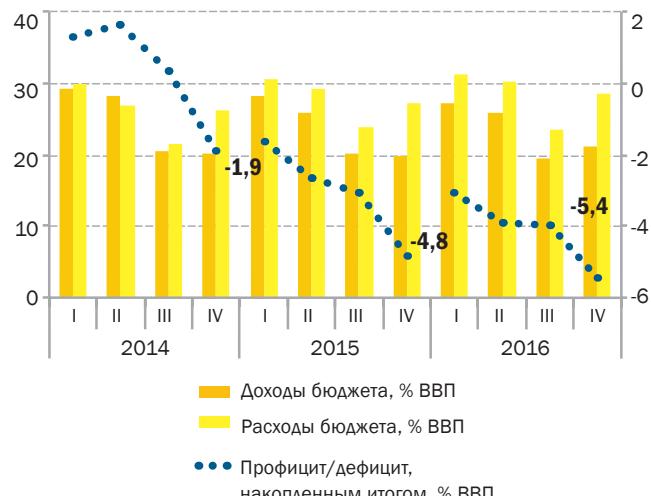
В 2017 г. правительством планируется проведение сдержанной налогово-бюджетной политики и сокращение дефицита бюджета до уровня 2,8% ВВП. По итогам I квартала 2017 г. дефицит государственного бюджета сформировался на уровне 19,2 млрд драмов, что более чем на 50% ниже аналогичного периода 2016 г.

Как результат проведения стимулирующей фискальной политики уровень госдолга Армении на конец 2016 г. составил 56,7% ВВП, увеличившись за год на 7,9 п.п. За I квартал 2017 г. государственный долг увеличился на 54,1 млн долл. США до уровня 57,1% ВВП в основном за счет привлечения внешних займов и размещения государственных облигаций.

Государственный долг



Исполнение государственного бюджета



Источник: Национальное статистическое ведомство, расчеты авторов, ЕЭК

Денежно-кредитная политика

Снижение процентных ставок продолжилось в 2017 г.

Денежно-кредитная политика на протяжении 2016 г. и начала 2017 г. сопровождалась существенным снижением ставки рефинансирования, которая была снижена семь раз с 8,75% на начало 2016 г. до 6% в феврале 2017 г. Смягчение политики происходило в целях снижения дефляционного навеса и поддержания экономической активности. При этом стоит отметить ограничение в проведении стимулирующей денежно-кредитной политики в дальнейшем.

Сохраняется высокий уровень долларизации экономики

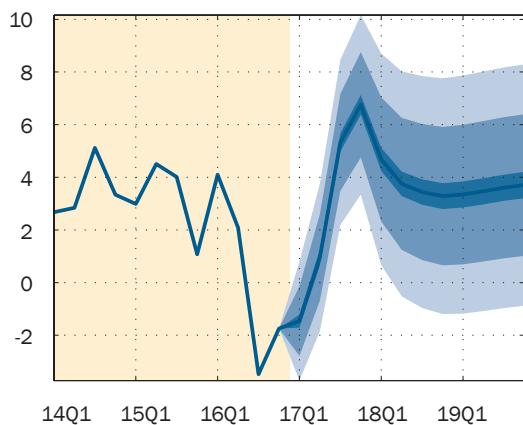
Прежде всего, эффективность проводимой денежно-кредитной политики ограничена сохраняющимся высоким уровнем долларизации экономики. При расчете по удельному весу депозитов резидентов в иностранной валюте в общем объеме депозитов резидентов уровень долларизации на конец I квартала 2017 г. составил 59,4% (63,7% годом ранее).

ПРОГНОЗ

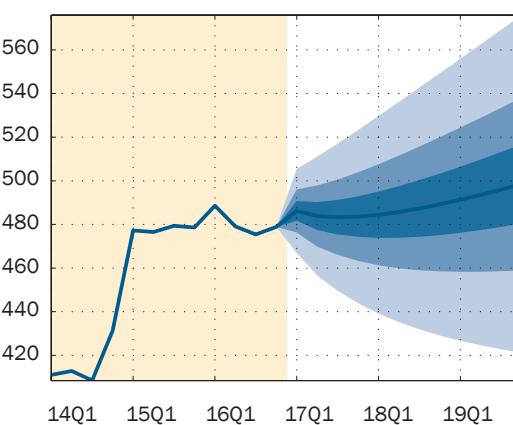
Сохранение высокой экономической активности в течение 2017 г. и ускорение роста ВВП до 3,6% в 2019 г.

Прогноз экономического роста в 2017–2019 гг. существенно не изменился. Постепенное восстановление потребительского спроса на фоне устойчивого роста экспорта приведет к увеличению экономического роста по итогам 2017 г. до 2,9%. Существенный вклад в восстановление экономической активности ожидается со стороны денежных переводов, положительная динамика которых, по нашим оценкам, сохранится на протяжении всего прогнозного периода. Дальнейшая реализация правительственные программ и структурные изменения в экономике будут способствовать увеличению потенциального ВВП и ускорению экономического роста до 3,6% в 2019 г.

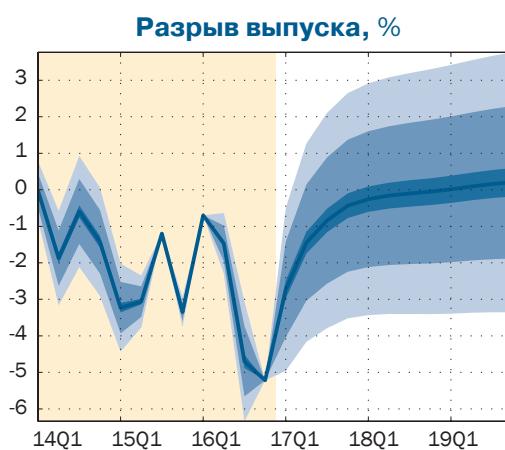
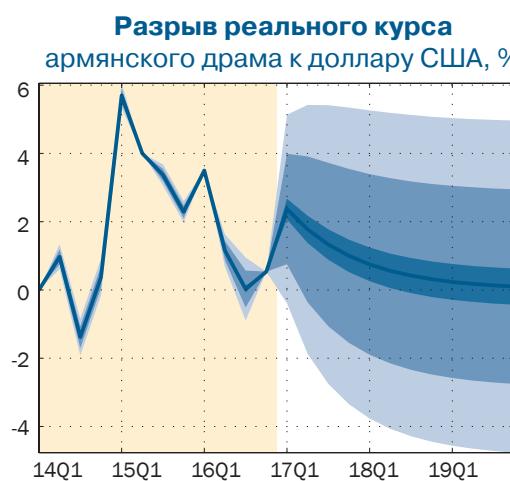
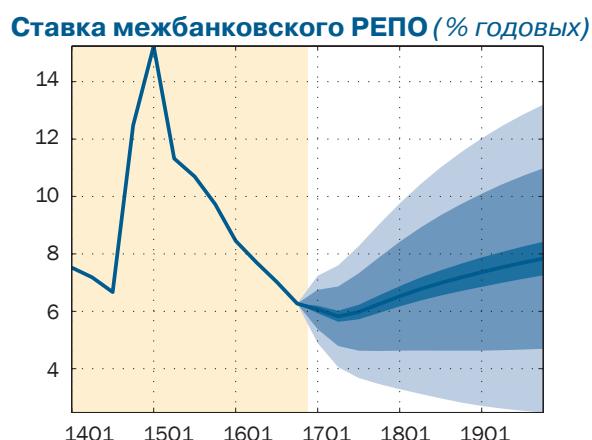
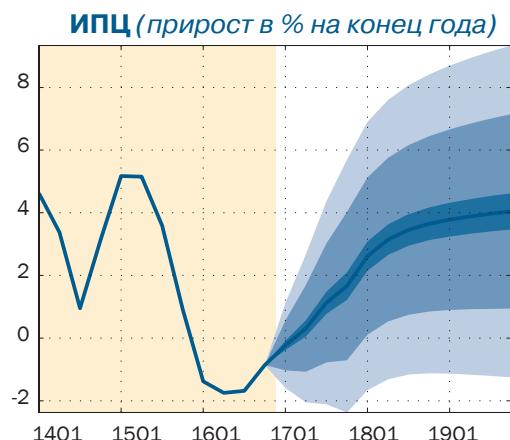
**ВВП в сопоставимых ценах
(прирост в % к пред. году)**



**Номинальный обменный курс,
армянских драмов за 1 доллар США**



Источник: Расчеты авторов, ЕЭК



Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

Достижение целевого уровня инфляции 4% при отсутствии новых шоков к 2019 г.

Прогноз по инфляции также остался без существенных изменений. На конец 2017 г. отклонение от цели по инфляции несколько сократится и инфляция составит 1,7%. Усиление инфляционного давления ожидается как со стороны внутренних, так и внешних факторов, в том числе роста внутреннего спроса и цен на импортируемое сырье и товары. Сдерживающее влияние на восстановление уровня цен в 2017 г. окажут сохраняющиеся, по оценке Банка Армении, низкие инфляционные ожидания и планируемая рестрикционная налогово-бюджетная политика. Прирост цен при отсутствии новых шоков в 2018 и 2019 гг. ожидается на уровне 3,6% и 4,1% соответственно.

РЕЗЮМЕ

Прогноз основных макроэкономических показателей Республики Армении

	2017	2018	2019
ИПЦ (прирост в % на конец года)	1,7	3,6	4,1
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	2,9	3,8	3,6
Ставка межбанковского РЕПО (% годовых)	6,2	7,1	7,9
Обменный курс, национальная валюта к доллару США (средний по году)	484	486	494

Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ



ТЕНДЕНЦИИ ВВП

Сохранение отрицательных темпов роста ВВП по итогам 2016 г.

В 2016 г. экономика Республики Беларусь продолжала демонстрировать отрицательные темпы роста. Согласно предварительной оценке ВВП в 2016 г. снизился на 2,6% по сравнению с падением на 3,9% в 2015 г. Сокращение выпуска продолжалось в условиях слабого внутреннего и внешнего спроса на фоне консервативной денежно-кредитной и фискальной политики. Дополнительным сдерживающим фактором для восстановления экономического роста во второй половине 2016 г. выступило сокращение поставок сырой нефти из России, что отразилось на динамике объемов промышленного производства. Снижение выпуска наблюдалось почти во всех основных секторах экономики за исключением сельского хозяйства.

Выход темпов роста ВВП в область положительных значений в I квартале 2017 г.

Согласно предварительной оценке Национального статистического комитета РБ, по итогам I квартала 2017 г. прирост ВВП вышел в область положительных значений и составил 0,3% к I кварталу 2016 г. после падения на 1% г/г по итогам января-февраля 2017 г. Среди основных факторов динамики экономической активности следует отметить:

Адаптация экономических субъектов к ситуации с затяжным падением доходов

- со стороны использования доходов: розничный товарооборот, аппроксимирующий конечное потребление домашних хозяйств, по-прежнему сокращается, уменьшившись в I квартале 2017 г. по сравнению с I кварталом 2016 г. на 1,4%. Отрицательная динамика связана в основном с продолжающимся с 2015 г. сокращением реальных располагаемых денежных доходов населения.

Резкий рост инвестиционной активности в конце I квартала

В I квартале 2017 г. отмечается значительное замедление падения инвестиций в основной капитал до 6,5% к I кварталу 2016 г. (падение на 25,7% годом ранее). Положительный всплеск прироста инвестиций в основной капитал пришелся на март и составил 11% по сравнению с марта 2016 г., чему в большей степени способствовали низкая база и рост инвестиционной активности в энергетическом секторе (в основном строительство АЭС) и дорожном строительстве (реконструкция дороги М6, второй Минской кольцевой дороги и др.). Сдерживающим фактором для восстановления инвестиционной активности остаются высокая закредитованность предприятий и сохраняющаяся их слабая платежеспособность.

Ожидания дальнейшего восстановления промышленного производства на фоне достижения соглашения по нефтегазовым вопросам

- Со стороны добавленной стоимости: прирост объемов промышленного производства в I квартале 2017 г. составил 4,3% к аналогичному периоду 2016 г. (падение на 4,3% годом ранее). Достижению максимальных темпов роста за последние годы способствовал положительный рост практически всех отраслей промышленности, что отчасти связано с низкой базой 2016 г. При этом сдерживающим рост фактором в I квартале 2017 г. оставалось сокращение объемов переработки нефтепродуктов (падение на 32% по сравнению с I кварталом 2016 г.).

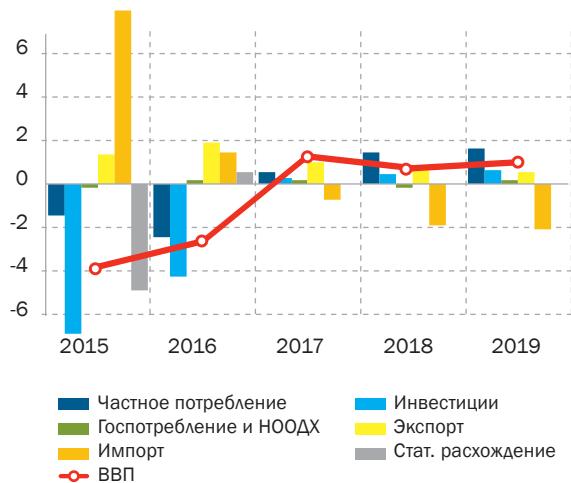
Рост в строительстве, отмеченный в марте 2017 г., способствовал замедлению падения по итогам I квартала 2017 г. до 5,1% к I кварталу 2016 г. после падения на 14,4% в январе-феврале 2017 г.

Сельское хозяйство по-прежнему демонстрирует стабильную положительную динамику, прирост по итогам I квартала 2017 г. составил 3,4% к соответствующему периоду 2016 г. после прироста на 3,4% за 2016 г.

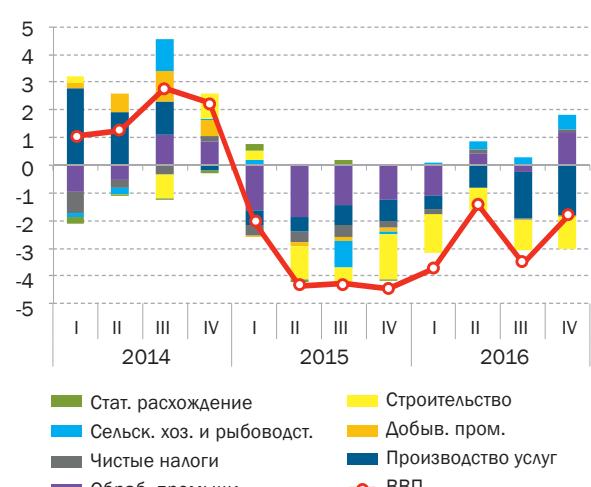
В целом I квартал 2017 г. характеризовался относительно стабильными внешними условиями функционирования экономики Беларусь с постепенным восстановлением экономического роста в странах – основных торговых партнерах, а также консервативной денежно-кредитной и фискальной политикой. Достижение соглашения по ценам на газ и поставкам нефти из Российской Федерации позволяет рассчитывать на ускорение восстановления темпов экономического роста.

Разрыв выпуска, характеризующий разность между экономической активностью и потенциальным уровнем ВВП, остается отрицательным и составил в I квартале 2017 г. минус 2,1%.

Структура прироста ВВП в сопоставимых ценах по компонентам использования доходов (в п.п.)



Структура прироста ВВП в сопоставимых ценах по производству (в п.п., квартал к соотв. кварталу пред. года)



Источник: Национальное статистическое ведомство, расчеты авторов, ЕЭК

Динамика опережающих индикаторов свидетельствует об улучшении экономической активности в краткосрочной перспективе

Опережающие индикаторы, рассчитываемые ЕЭК, свидетельствуют о сохранении восстановительной динамики экономической активности во II квартале 2017 г. Положительный вклад в динамику опережающего индикатора внесли динамика грузооборота транспорта и цен топливно-энергетических товаров. При этом грузооборот транспорта в I квартале 2017 г. показал рост на 3,9% по сравнению с аналогичным периодом 2016 г. после падения на 0,6% годом ранее.

Инфляция

Выполнение инфляционного ориентира НБ РБ в 2016 г.

По итогам декабря 2016 г. инфляция к соответствующему месяцу предыдущего года составила 10,6% при цели по инфляции НБ РБ в 12%.

Значительное замедление инфляционных процессов в I квартале 2017 г.

Замедление инфляционных процессов продолжилось в I квартале 2017 г. Если в январе 2017 г. годовая инфляция составляла 9,5%, то уже в марте ее значение достигло 6,4% при цели по инфляции 9% к концу 2017 г. Согласно заявлению НБ РБ, в ближайшие месяцы ускорения инфляции не ожидается. Основными факторами стабилизации инфляционных процессов по-прежнему остаются слабая потребительская активность, относительная стабильность национальной валюты, а также умеренные темпы роста денежного предложения при постепенном увеличении в структуре денежной массы доли национальной валюты.

ИПЦ и ставка рефинансирования (%)



Показатели внешней торговли и реального обменного курса

(прирост квартал к соотв. кварталу пред. года, %)



Источник: Национальное статистическое ведомство, расчеты авторов, ЕЭК

Обменный курс

Сохранение стабильности на валютном рынке

Валютный рынок в 2016 г. характеризовался формированием чистого предложения иностранной валюты, в основном за счет операций населения. Стоит отметить, что сложившаяся на валютном рынке ситуация во многом была определена уменьшением покупки валюты со стороны населения ввиду сокращения реальных доходов, стремлением поддержать привычный уровень потребления за счет использования накопленных сбережений, а также повышением доверия к белорусскому рублю. Эти же причины объясняют снижение валютных вкладов населения в 2016 г. на 693 млн долл. США. В целом за 2016 г. белорусский рубль к официальной корзине валют снизился на 14,7%, что обеспечивало в течение года поддержку ценовой конкурентоспособности белорусской продукции.

В I квартале 2017 г. значимых изменений на валютном рынке не произошло. Население по-прежнему остается чистым продавцом валюты, сальдо операций которого составило минус 500 млн долл. США. Замедление инфляционных процессов внутри страны привело к ослаблению в I квартале 2017 г. реального эффективного курса белорусского рубля на 2,8% по сравнению с предыдущим кварталом и на 3,1% по сравнению с аналогичным кварталом предыдущего года. При этом, по нашим оценкам, реальный эффективный курс является недооцененным на 3,9% по состоянию на конец I квартала 2017 г.

Спрос со стороны России оказывает поддержку торговому балансу

Счет текущих операций по итогам 2016 г. сложился с дефицитом в 1,7 млрд долл. США, или 3,6% к ВВП. Стоит отметить рост дефицита торгового баланса на фоне сокращения экспорта на 12,2% из-за перебоев с поставками калийных удобрений, а также нефтегазовых разногласий с Россией. При этом наблюдалось улучшение торгового баланса без учета энерготоваров, что связано с ростом физических объемов как инвестиционного, так и потребительского экспорта.

В I квартале 2017 г. наблюдается увеличение внешнеторгового оборота товарами и услугами на 17% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Сальдо товаров и услуг по итогам I квартала 2017 г. сложилось положительным в размере 191,8 млн долл. США.

Постепенный рост международных резервов

Несмотря на значительные обязательства НБ РБ и правительства РБ по обслуживанию валютного долга, НБ РБ удалось в 2016 г. нарастить международные резервы на 751,3 млн долл. США, в основном за счет чистой продажи валюты населением, поступления средств от продажи облигаций и получения двух траншей финансового кредита ЕФСР. В 2017 г. НБ РБ продолжил наращивать резервы, которые за январь – апрель 2017 г. выросли на 181,5 млн долл. США до уровня 5,11 млрд долл. США.

Фискальная политика

Сохранение профицита бюджета в 2016 г.

По итогам 2016 г. республиканский бюджет был сведен с профицитом в 1% ВВП после профицита на уровне 1,7% ВВП в 2015 г. Профицит бюджета во многом достигался за счет принятия мер по консолидации дополнительных доходов и сдерживанию отдельных расходов бюджета, включая государственные субсидии.

Сальдо республиканского бюджета по итогам I квартала 2017 г. исполнено с профицитом 0,37 млрд рублей, или 1,8% ВВП, сохранившись на уровне I квартала 2016 г. В 2017 г. для осуществления выплат по внутренним и внешним обязательствам запланировано сохранение профицита республиканского бюджета на уровне 1,5% ВВП.

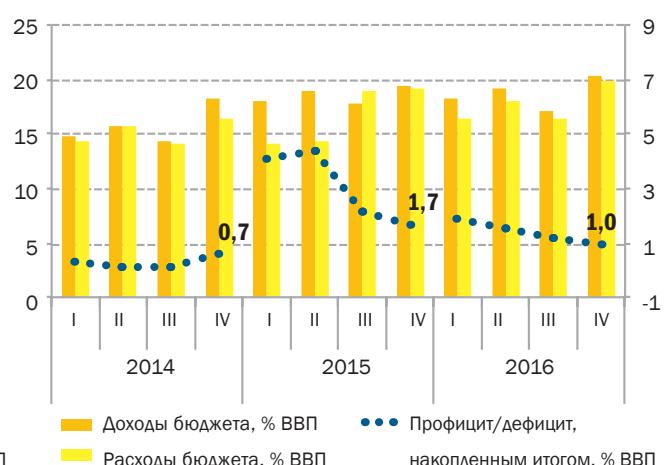
Уменьшение внешнего и рост внутреннего государственного долга

Внешний государственный долг на конец I квартала 2017 г. составил 13,6 млрд долл. США (28% ВВП), уменьшившись по сравнению с началом 2017 г. на 65,2 млн долл. США (с учетом курсовых разниц), или на 0,5%. Внутренний долг за I квартал 2017 г. вырос на 6,4%. Валовой государственный долг (долг центрального правительства и долг, гарантированный центральным правительством) на конец I квартала составил 35 млрд рублей, или 38,7% ВВП, и уменьшился по сравнению с началом 2017 г. на 5,3%.

Государственный долг



Исполнение республиканского бюджета



Источник: Национальное статистическое ведомство, расчеты авторов, ЕЭК

Денежно-кредитная политика

Сохранение условий для достижения цели по инфляции

В 2016 г. НБ РБ постепенно снизил ставку рефинансирования с 25% до 18%. Основанием послужило замедление инфляционных процессов, а также необходимость поддержания финансовой стабильности. Средняя ставка однодневного межбанковского рынка в национальной валюте снизилась с 29,4% в январе до 10,5% в ноябре 2016 г., что было вызвано формированием структурного избытка ликвидности в банковском секторе при слабом спросе на кредитные ресурсы. Наряду с этим происходило снижение номинальных ставок кредитно-депозитного рынка.

Снижение процентных ставок способствовало активизации кредитования населения

Принимая во внимание более сильное, чем ожидалось, замедление инфляции, стабильность национальной валюты и умеренные темпы роста денежного предложения, в 2017 г. НБ РБ четыре раза снижал ставку рефинансирования до уровня 14% с 19 апреля 2017 г. Средние процентные ставки по новым срочным банковским вкладам физических лиц в национальной валюте снизились с 14,4% в IV квартале 2016 г. до 12,3% в I квартале 2017 г. Средние процентные ставки банков по новым кредитам юридическим (физическими) лицам в национальной валюте снизились с 21,2% (20,8%) в IV квартале 2016 г. до 18,5% (18,2%) в I квартале 2017 г. Снижение ставок по кредитам способствовало активизации кредитования населения в национальной валюте. С начала текущего года требования к физическим лицам (с учетом погашения задолженности в иностранной валюте) выросли на 1,9%, или 140 млн рублей (на начало апреля). При этом основной прирост пришелся на март (90 млн рублей).

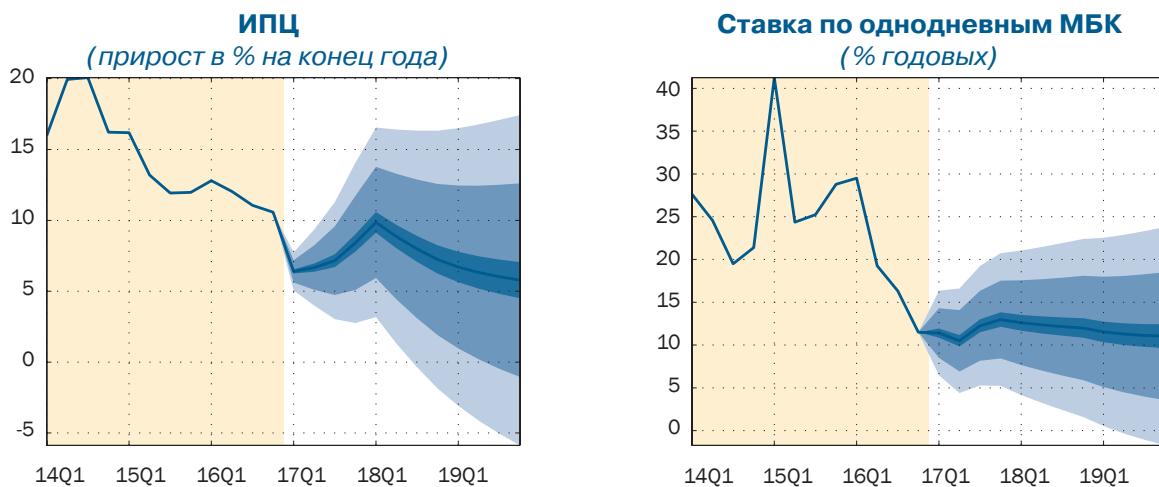
Снижение уровня долларизации экономики

Поддержание положительной разности между доходностью по депозитам в национальной и иностранной валютах на фоне постепенного восстановления доверия к белорусскому рублю со стороны населения способствует сокращению долларизации в экономике. Так, отношение рублевых депозитов к валютным на начало 2016 г. составляло 34,2%, а на начало 2017 г. – 42,5%. В 2017 г. предпочтения сберегать в национальной валюте сохранились, и на начало апреля соотношение рублевых и валютных депозитов составило 45%.

ПРОГНОЗ

Сохранение тенденции снижения инфляции ниже целевых ориентиров НБ РБ в 2017 г.

Прогноз по инфляции по итогам 2017 г. был несколько пересмотрен в сторону снижения на фоне активного замедления инфляционных процессов в I квартале 2017 г. В 2017 г. инфляция на конец года прогнозируется на уровне 8,6%. Ускорение инфляционных процессов с текущего уровня 6,4% (по итогам марта 2017 г.) ожидается в III квартале, после очередного повышения тарифов на услуги жилищно-коммунального хозяйства и постепенного ослабления номинального обменного курса при общей тенденции к ослаблению валют развивающихся рынков.



Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

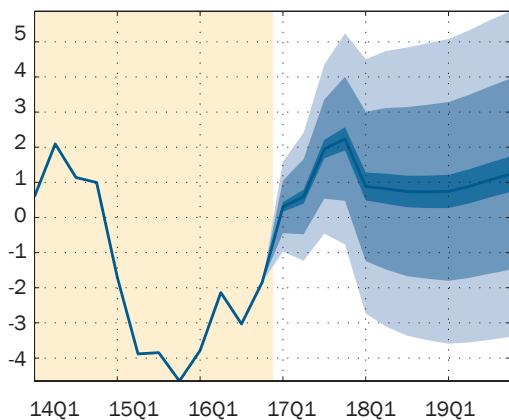
При этом сохранению инфляции в рамках целевых ориентиров будет способствовать проводимая сбалансированная денежно-кредитная политика. Дальнейшее снижение инфляции в 2018–2019 гг. прогнозируется в рамках определенных НБ РБ целей и составит 7,3% и 6,1% соответственно.

**Ускорение
экономического роста
по итогам 2017 г. и
дальнейшее развитие
экономической
активности в рамках
сложившегося
потенциального роста**

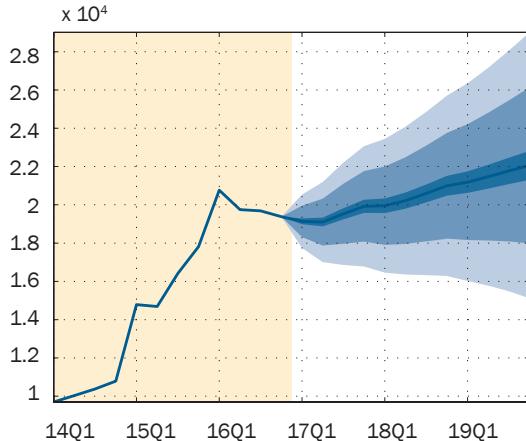
Улучшение прогноза по динамике экономического роста на 2017 г. обусловлено более быстрыми, чем ожидалось ранее, темпами восстановления экономической активности в I квартале, а также достижением соглашения по ценам на газ и поставкам нефти из Российской Федерации. Восстановление объемов поставок сырой нефти на фоне низкой базы второго полугодия 2016 г. будет способствовать ускорению роста как промышленности, так и энергетического экспорта. Временную поддержку динамике инвестиционной активности окажут реализация проектов в энергетическом секторе и дорожном строительстве. Однако на фоне сохраняющегося тяжелого финансового положения предприятий инвестиционная активность с их стороны в 2017 г. останется слабой. Под влиянием данных факторов по итогам текущего года ожидается прирост ВВП на 1,3%. В дальнейшем по мере восстановления внутреннего спроса на фоне смягчения денежно-кредитной политики и образующейся по ряду показателей высокой базы 2017 г. темпы прироста ВВП составят 0,8% и 1% в 2018 г. и 2019 г. соответственно. В текущих экономических условиях восстановление экономического роста в среднесрочной перспективе будет ограничено уровнем потенциального роста в 1–1,2% по причине сохраняющихся структурных ограничений в экономике.

По мере дальнейшего замедления инфляционных процессов со стороны монетарных властей ожидается принятие мер в области процентной политики по снижению номинальных процентных ставок на кредитно-депозитном рынке для стимулирования экономической активности.

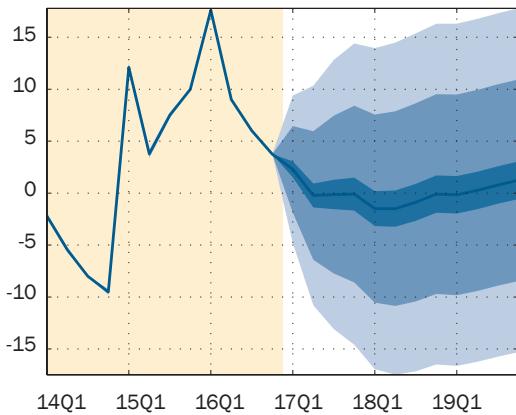
**ВВП в сопоставимых ценах
(прирост в % к пред. году)**



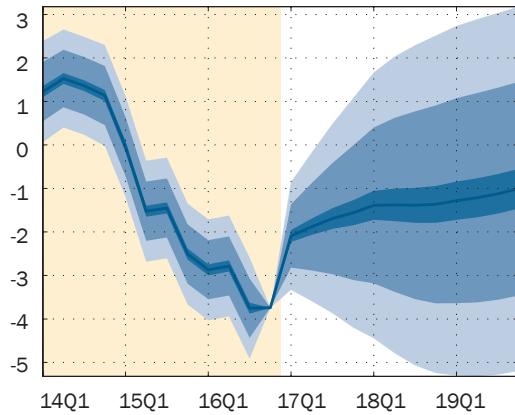
**Номинальный обменный курс,
белорусских рублей за 1 доллар США**



**Разрыв реального курса
белорусского рубля к доллару США, %**



Разрыв выпуска, %



Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

РЕЗЮМЕ

Прогноз основных макроэкономических показателей Республики Беларусь

	2017	2018	2019
ИПЦ (прирост в % на конец года)	8,4	7,3	6,1
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	1,3	0,8	1,0
Ставка по однодневным МБК (% годовых)	11,8	12,1	11,2
Обменный курс², белорусский рубль за 1 долл. США (средний по году)	1,942	2,042	2,161

Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

² С учетом проведенной 1 июля 2016 г. деноминации.

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН



ТЕНДЕНЦИИ ВВП

Ускорение роста ВВП в IV квартале 2016 г.

Ключевым событием IV квартала 2016 г. в динамике экономического роста Казахстана стал запуск нефтегазового месторождения Кашаган, благодаря чему нисходящий тренд в отраслях промышленного сектора был преодолен. По предварительным оценкам, рост ВВП в IV квартале стал максимальным за 2016 г. и составил 2,3% г/г. Почти двукратное ускорение квартальных темпов прироста ВВП значительно укрепило динамику ВВП, исчисляемого накопленным итогом. Рост ВВП в 2016 г. составил 1,0% (0,4% по итогам января – сентября 2016 г.).

С IV квартала 2016 г. все сектора экономики вышли в зону роста

В целом за IV квартал 2016 г. экономическая активность в Казахстане формировалась под воздействием следующих основных факторов:

- со стороны добавленной стоимости: в IV квартале 2016 г. все секторы экономики в агрегированном представлении стали вносить положительный вклад в формирование динамики ВВП (последний раз такое явление наблюдалось во II квартале 2015 г.). Драйверами роста все еще оставались сектора, получающие поддержку в рамках правительственные программы. Так, наибольший вклад в динамику ВВП внес объем выполненных работ в строительной отрасли (10,3% по сравнению с IV кварталом 2015 г.). Отрасли сельского хозяйства также составляли основу роста в IV квартале 2016 г. (6,2% г/г). Рост в секторе услуг на уровне 2,3% (в сопоставлении с IV кварталом 2015 г.) был сформирован активизацией деятельности в торговом секторе, а также в сфере предоставления транспортных и риэлтерских услуг. Отрасли промышленного производства вышли в положительную плоскость, но пока демонстрировали умеренные показатели роста (0,8% по сравнению с IV кварталом 2015 г.);
- со стороны доходов: по предварительной оценке показателей, скорректированных на дефлятор ВВП, в IV квартале 2016 г. продолжилась тенденция снижения оплаты труда (-15,1% к IV кварталу 2015 г.), а чистая прибыль и налоги на производство внесли положительный вклад в формирование ВВП;

- со стороны использования доходов: в IV квартале 2016 г. внутренний спрос главным образом был сформирован инвестиционной составляющей (4,8% г/г). Расходы на конечное потребление остаются ограниченными (1,4%). Чистый экспорт товаров и услуг сократился на 2,6% (к IV кварталу 2015 г.) в основном вследствие слабой ценовой конъюнктуры на мировых товарно-сырьевых рынках.

Разрыв выпуска в IV квартале 2016 г. находился в отрицательной зоне и оценивался на уровне -2,9%.

Структура прироста ВВП
в сопоставимых ценах по компонентам
использования доходов
(в п.п.)



Структура прироста ВВП
в сопоставимых ценах по производству
(в п.п., период к соотв. периоду
пред. года)



Источник: Национальное статистическое ведомство, расчеты авторов, ЕЭК

**Динамика
опережающих
индикаторов
свидетельствует о
продолжении роста
экономической
активности**

Ускорение роста краткосрочного экономического индикатора в январе – марте 2017 г. до 4,8% г/г свидетельствует о том, что в I квартале 2017 г. продолжился подъем деловой активности. Сводный опережающий индикатор, рассчитываемый ЕЭК, прогнозирует ускорение экономической активности в республике во II квартале 2017 г. Об этом сигнализируют позитивные сдвиги во внешнеэкономической среде, улучшение ожиданий относительно уровня занятости в промышленности, оптимистичные настроения субъектов в сфере торговли и снижение ставок по кредитам небанковским юридическим лицам. Несмотря на то, что ставки снижались, кредитный импульс в IV квартале 2016 г. и I квартале 2017 г. оставался ограниченным, на основании чего можно предположить, что внутренний спрос в ближайшей перспективе не получит значительной поддержки со стороны банковского сектора.

Инфляция

По итогам 2016 г. годовая инфляция приблизилась к верхнему порогу инфляционного коридора

В динамике инфляции IV квартала 2016 г. эффект высокой базы был исчерпан. Инфляция в годовом выражении резко замедлилась с 17,3% в III квартале 2016 г. до 9,6% по итогам IV квартала 2016 г. Об исчерпании девальвационного эффекта свидетельствует динамика цен в секторе непродовольственных товаров. Если в 2015 г. рост цен в группе непродовольственных товаров составлял 22,6% г/г, то по итогам 2016 г. – 9,5%. На конец 2016 г. общий уровень инфляции составил 8,5% г/г, максимально приблизившись к целевому коридору в 6–8%.

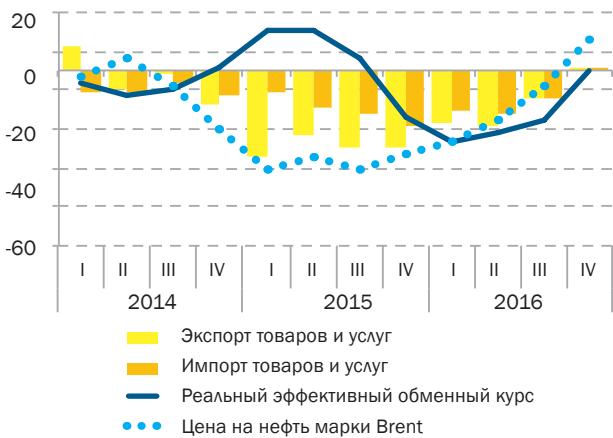
Достижение инфляционного ориентира

Ускорение роста цен на отдельных товарных рынках и на рынках платных услуг имело краткосрочный характер и не оказало существенного влияния на нисходящий тренд годовой инфляции. В январе 2017 г. инфляция пересекла верхний порог целевого коридора и продолжила снижение в последующие два месяца, составив 7,7% г/г на конец марта 2017 г.

ИПЦ и ставка рефинансирования (%)



Показатели внешней торговли и реального обменного курса (прирост квартал к соотв. кварталу пред. года, %)



Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов, ЕЭК

Обменный курс

Тенге вновь стал укрепляться в квартальном измерении

В IV квартале 2016 г. эффективный курс тенге как в номинальном, так и в реальном выражении укрепился по сравнению с III кварталом 2016 г., тем самым замедлив динамику годового обесценения индекса тенге. Если по итогам I квартала 2016 г. темпы ослабления реального эффективного курса составляли 37,0% в годовом измерении, то в IV квартале 2016 г. они замедлились до 0,5% г/г. Показатели внешней торговли вышли в положительную плоскость: рост экспорта товаров составил 2,6%, а импорта 3,5% (в сравнении с IV кварталом 2015 г.).

Расширение дефицита счета текущих операций в IV квартале 2016 г. определялось ростом процентных выплат по ранее привлеченным обязательствам. Он с запасом покрывался чистым притоком прямых иностранных инвестиций и погашением портфельных инвестиций, ранее размещенных органами государственного управления в зарубежных фондах. По итогам 2016 г. дефицит счета текущих операций составил 6,4% к ВВП (2,8% ВВП годом ранее).

В условиях относительной стабильности цен на мировых рынках энергоресурсов и восстановления экспортной выручки в номинальном исчислении тенденция укрепления тенге продолжилась в I квартале 2017 г., при этом НБ РК продолжил политику невмешательства на внутреннем валютном рынке.

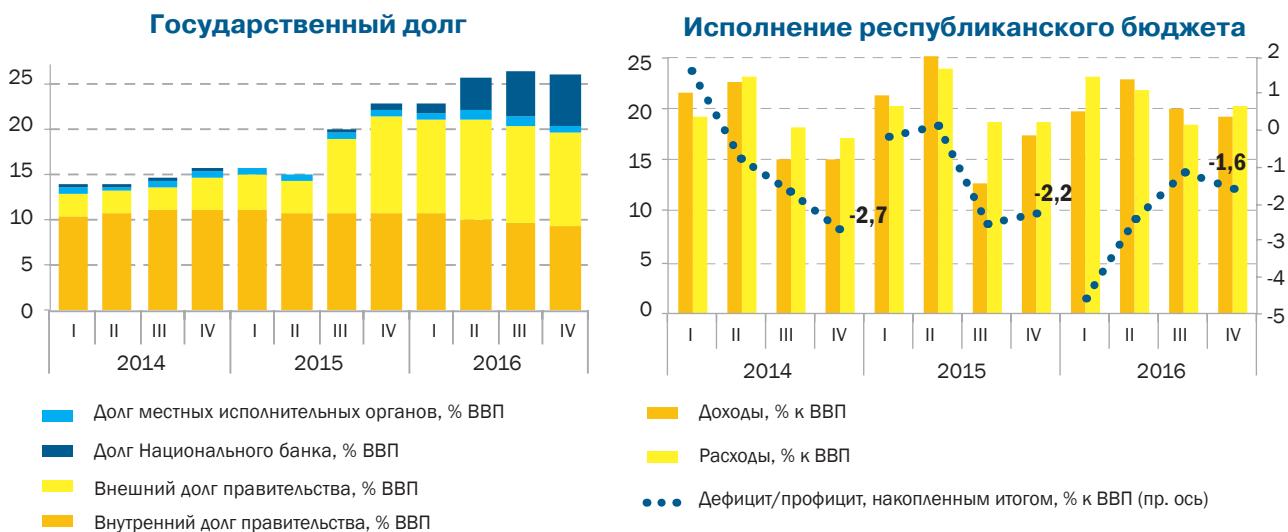
Фискальная политика

Дефицит бюджета по итогам 2016 г.

По итогам 2016 г. государственный бюджет сложился с дефицитом в 1,6% к ВВП (2,2% в 2015 г.). Восстановление деловой активности нашло свое отражение в структуре доходной части бюджета, где отмечен рост налоговых поступлений на 23,3% по сравнению с 2015 г. (годом ранее отмечено сокращение на 4,5%). Объем трансфера вырос на 16,2% г/г (25,7% в 2015 г.). В целом темпы роста доходной части бюджета ускорились до 21,9%. Наращивание расходной части было обусловлено как ростом текущих расходов (19,1%), так и ростом ассигнований, направляемых в экономику в рамках антикризисных мер и программ развития (в форме трансфертов, бюджетных кредитов и вложений в уставный капитал квазигосударственных структур). Кроме этого, возрос объем выплат по ранее привлеченным кредитам.

Умеренный уровень долга в государственном секторе

Государственный долг увеличился по итогам 2016 г. на 29,1% по сравнению с 2015 г. и составил 34,3 млрд долл. США (25,3% к ВВП) на 1 января 2017 г. Наращивание государственного долга производилось в основном за счет привлечения иностранных займов, а также за счет роста внутреннего долга Национального банка, доля которого стала активно увеличиваться со второй половины 2016 г.



Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов, ЕЭК

Денежно-кредитная политика

Поэтапное снижение базовой ставки

По мере исчерпания девальвационного эффекта, стабилизации инфляционных ожиданий и снижения долларизации банковских вкладов НБ РК поэтапно снижал базовую ставку. В течение 2016 г. базовая ставка была снижена четыре раза с 17,0% до 12,0%. Переход на новую основу денежно-кредитной политики позволил стабилизировать ставки на денежном рынке. Так, с введением процентного коридора ставка TONIA была снижена с 80,0% на начало января 2016 г. до 18% в начале февраля 2016 г. В последующие месяцы 2016 г. ставка денежного рынка колебалась внутри процентного коридора, большей частью вблизи нижней границы, тем самым отражая сохранение избытка ликвидности и побуждая НБ РК увеличивать объем нот в обращении, который за 2016 г. вырос в 7,1 раза.

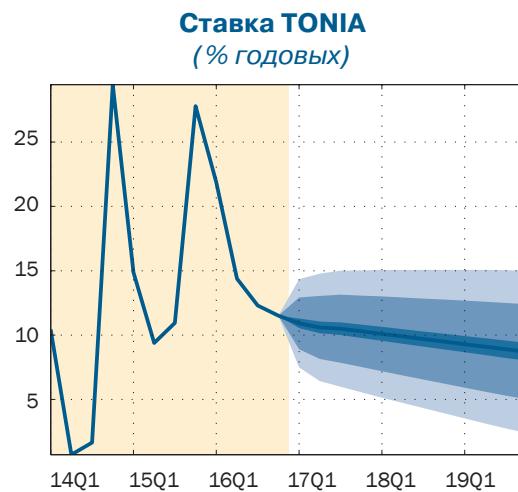
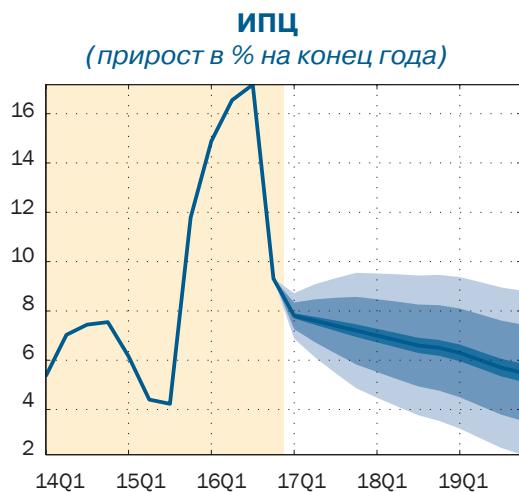
ПРОГНОЗ

Инфляция войдет в пределы целевого коридора

Благодаря проведению последовательной денежно-кредитной политики и прозрачной коммуникационной политики НБ РК инфляционные ожидания стабилизировались, что создает предпосылки вхождения инфляции в таргетируемый коридор. Проводимая работа по выстраиванию безрисковой кривой доходности послужит дальнейшей стабилизации инфляционных ожиданий и усилит работу канала процентных ставок. В течение 2017 г. инфляция будет развиваться в пределах целевого коридора 6–8%, что обусловлено умеренно жесткими денежно-кредитными условиями и исчерпанием эффекта переноса девальвации на конечные цены. В среднесрочной перспективе инфляция будет следовать тренду на понижение, что отчасти будет обусловлено стремлением монетарных властей поэтапно снижать инфляционный ориентир.

Поэтапное смягчение монетарных условий

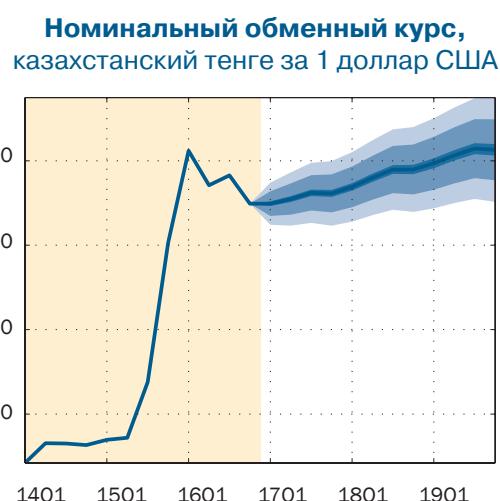
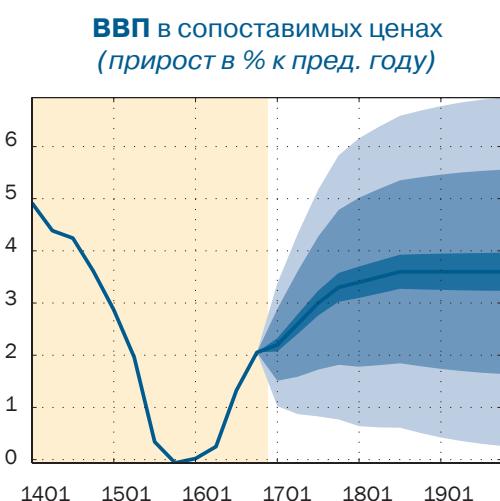
Несмотря на благоприятный прогноз по инфляции, риски усиления внешних шоков (усиление оттока капитала из развивающихся рынков, колебание цен на мировых рынках энергоносителей) остаются существенными, что обуславливает необходимость поддержания умеренно жестких монетарных условий в краткосрочной перспективе с планомерным снижением базовой ставки по мере уменьшения вероятности их реализации и укрепления каналов трансмиссии.



Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

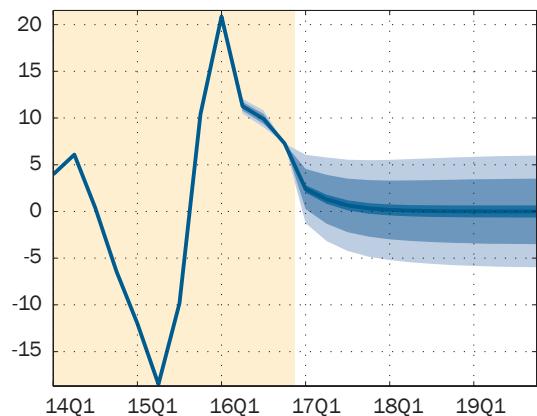
Среднесрочная динамика роста ограничена слабыми показателями в банковском секторе

Экономика Казахстана перешла в фазу восстановления роста, что является следствием нескольких факторов: стабилизации внешнеэкономического фона, положительного импульса, заданного реализацией антикризисного пакета мер правительства, перехода от валютной привязки к инфляционному таргетированию; запуска месторождения Кашаган. Все эти факторы закладывают основу для поступательного роста в среднесрочной перспективе.

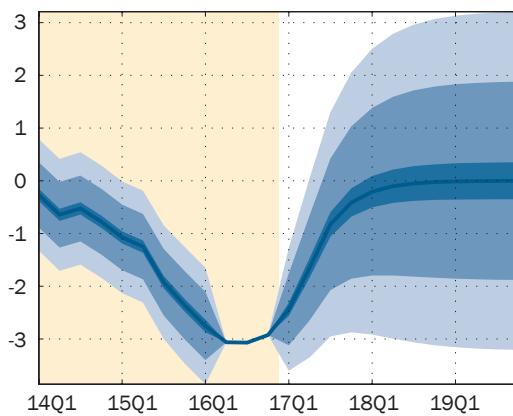


Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

Разрыв реального курса казахстанского тенге к доллару США, %



Разрыв выпуска, %



Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

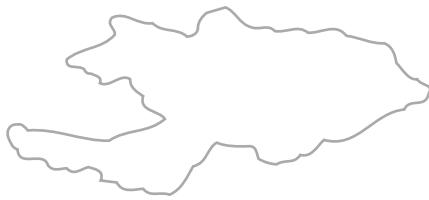
РЕЗЮМЕ

Прогноз основных макроэкономических показателей Республики Казахстан

	2017	2018	2019
ИПЦ (прирост в % на конец года)	7,2	6,5	5,5
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	2,8	3,4	3,6
Ставка TONIA (% годовых)	10,5	10,0	8,9
Обменный курс , национальная валюта к доллару США (средний по году)	315	330	346

Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА



ТЕНДЕНЦИИ ВВП

Сохранение высоких темпов роста в IV квартале 2016 г.

Низкая база предыдущего года и высокие объемы производства золота обеспечили рост ВВП на уровне 9,0% по итогам IV квартала 2016 г. Показатели второго полугодия 2016 г. с запасом компенсировали отрицательную динамику первого полугодия 2016 г., в результате чего по итогам 2016 г. ВВП вырос на 3,8% г/г (3,9% г/г в 2015 г.).

Восстановление производства золота, высокие показатели роста в розничной торговле

Экономическая активность в Кыргызстане формировалась под воздействием следующих основных факторов:

- со стороны добавленной стоимости: в IV квартале 2016 г. драйверами роста продолжали оставаться отрасли промышленности (вклад 4,6 п.п.) и сектор услуг (2,8 п.п.). Высокие показатели в отраслях промышленности были сформированы за счет роста объема произведенного золота (54% г/г), а в секторе услуг импульс был задан отраслями розничной торговли. Поддержку экономическому росту также оказали возросшие объемы выполненных работ в строительной отрасли (7,6% г/г) и сельском хозяйстве (6,6% г/г);
- со стороны доходов: на фоне низкого инфляционного фона, высоких темпов наращивания чистого притока денежных переводов был отмечен рост реальных денежных доходов;
- со стороны использования доходов: наблюдалось укрепление внутреннего потребительского спроса, восстановление инвестиционного спроса и рост экспорта товаров и услуг.

В IV квартале 2016 г. разрыв выпуска находился в отрицательной плоскости и оценивался на уровне -0,5%.

**Структура прироста ВВП
в сопоставимых ценах по компонентам
использования доходов (в п.п.)**



**Структура прироста ВВП
в сопоставимых ценах по производству
(в п.п., период к соотв. периоду пред. года)**



Источник: Национальное статистическое ведомство, расчеты авторов, ЕЭК

**Опережающие
индикаторы
сигнализируют о
замедлении роста**

По итогам I квартала 2017 г. рост ВВП составил 7,8% (по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года), однако рыночные индикаторы сигнализируют о краткосрочности столь стремительного роста и вероятном его замедлении в ближайшей перспективе. Позитивные сигналы поступают со стороны индикаторов покупательной способности населения и фискального сектора, с другой стороны, некоторое замедление в строительной отрасли сигнализирует об ограниченных возможностях роста в ближайшие два-три месяца. Кредитный импульс в IV квартале 2016 г. и I квартале 2017 г. оставался высоким, на основании чего можно предположить, что внутренний спрос получит дополнительную поддержку со стороны банковского сектора. Спрос домохозяйств также подпитывается восходящим притоком денежных переводов трудовых мигрантов (22,8% в январе-феврале 2016 г., 61,0% в январе-феврале 2017 г.).

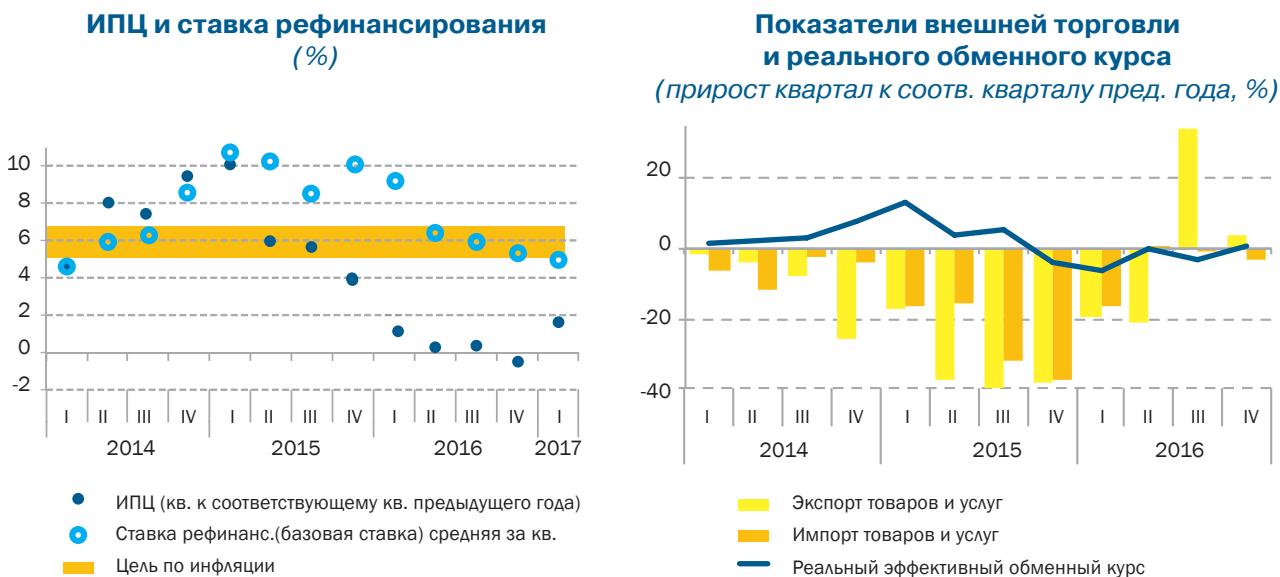
Инфляция

**Дефляция по итогам
2016 г.**

Слабая ценовая конъюнктура на мировых рынках энергоресурсов и продовольствия, а также жесткие монетарные условия, направленные на ограничение колебаний валютного курса, обусловили вхождение индекса потребительских цен в дефляционную зону. В среднем по IV кварталу 2016 г. дефляция сложилась на уровне 0,4%, а на конец 2016 г. – 0,5%. Цены на услуги и непродовольственные товары выросли на 3,6% (в сопоставлении с IV кварталом 2015 г.), в то время как по группе потребительских товаров наблюдалась дефляция в 5,6% г/г.

**В I квартале 2017 г.
ускорение инфляции**

С 2017 г. траектория годовой инфляции формируется без эффекта высокой базы, что снижает значимость одного из факторов дефляции, исчисляемой в годовом выражении. Уже в январе 2017 г. индекс потребительских цен вернулся в положительную плоскость и стал ежемесячно нарастать ускоренными темпами. В марте 2017 г. 12-месячная инфляция составила 2,8% г/г.



Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов, ЕЭК

Обменный курс

Укрепление курса в годовом измерении

Номинальное обесценение эффективного обменного курса сома в IV квартале 2016 г. в сопоставлении с III кварталом 2016 г. составило 0,7%, в реальном выражении – 0,5%. В годовом исчислении РЭОК укрепился на 0,9% (по сравнению с IV кварталом 2015 г.), а в номинальном выражении укрепление составило 5,6% г/г. Несмотря на то, что темпы роста экспорта товаров замедлились до 3,5% в IV квартале 2016 г. по сравнению с III кварталом 2016 г., сохранение высоких темпов роста чистого притока денежных переводов (27,0% г/г) позволило сократить дефицит счета текущих операций по итогам IV квартала 2016 г. Чистый приток прямых иностранных инвестиций сократился на 85,0% (к IV кварталу 2015 г.), что обусловлено высокой базой предыдущего года (в 2015 г. рост притока ПИИ был в значительной степени обеспечен созданием Российско-Кыргызского фонда, уставный капитал которого был сформирован при участии правительства РФ). Дефицит счета текущих операций по итогам 2016 г. составил 9,6% к ВВП (16,2% ВВП годом ранее).

После трех месяцев плавного ежемесячного обесценения обменный курс сома по отношению к доллару США стал ежемесячно укрепляться с февраля 2017 г. Данный фактор сыграл определяющую роль в двукратном снижении (по сравнению с IV кварталом 2016 г.) объема интервенций НБ КР на внутреннем валютном рынке, размер которых по итогам I квартала 2017 г. составил 17,7 млн долл. США.

Фискальная политика

Дефицит бюджета по итогам 2016 г.

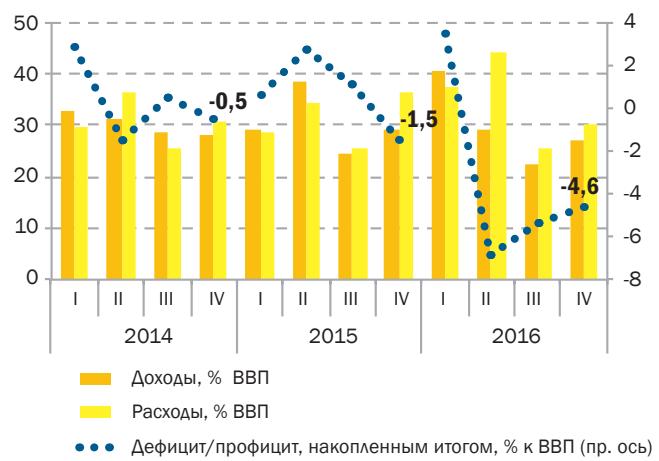
Дефицит бюджета по итогам 2016 г. составил 4,6% к ВВП (1,5% в 2015 г.). Доходы бюджета за год выросли на 1,9% (7,3% в 2015 г.). Замедлению темпов наращивания доходной части бюджета способствовало сокращение неналоговых поступлений на 21,5% г/г, в то время как объем поступивших налогов вырос на 10,8% г/г. Темпы роста текущих расходов остались на уровне 2015 г. и составили 10,2% г/г. Расходы, связанные с покупкой нефинансовых активов, выросли на 21,5% г/г (13,9% по итогам 2015 г.).

Государственный долг увеличился по итогам 2016 г. на 6,8% по сравнению с 2015 г. и составил 4,1 млрд долл. США (61,4% к ВВП) на 1 января 2017 г. Наращивание государственного долга производилось в основном за счет привлечения иностранных заемов.

Государственный долг



Исполнение республиканского бюджета



Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов, ЕЭК

Денежно-кредитная политика

Поэтапное снижение ставки рефинансирования в течение 2016 г.

Несмотря на низкий инфляционный фон в начале 2016 г., жесткие монетарные условия достигались посредством как высокой процентной ставки на уровне 10%, так и посредством ограничения обесценения курса сома по отношению к доллару США. Объем валютных интервенций в январе 2016 г. соответствовал 3,7% денежной массы. По мере ослабления давления на внутреннем валютном рынке НБ КР стал выступать в роли нетто-покупателя, расширяя объем сомовой денежной массы в экономике. Дополнительный рост денежной массы был обеспечен в рамках кредитования НБ КР реального сектора экономики, объем которого за 2016 г. соответствовал 4,7% денежной массы.

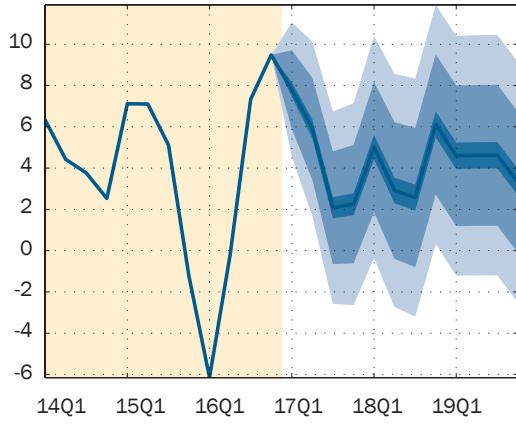
С марта 2016 г. в системе резко возрос уровень избыточной ликвидности и вырос спред между ставкой рефинансирования и ставками денежного рынка. НБ КР в течение 2016 г. четыре раза снижал размер ставки рефинансирования с 10 до 5%, а ставки денежного рынка с марта 2016 г. колебались на уровне 1,5–2,0%. Объем и количество сделок на межбанковском рынке сократились, а с июня по сентябрь 2016 г. операции не проводились.

ПРОГНОЗ

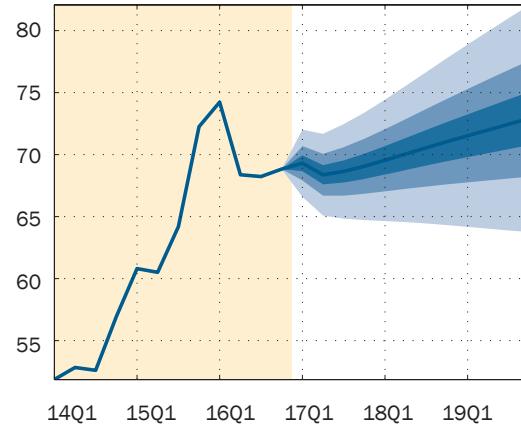
Ускорение инфляции

Учитывая, что период низких цен на мировых рынках продовольствия и энергоресурсов подходит к завершению, ожидается, что дефляционные тенденции в Кыргызстане прекратятся, и инфляция уже по итогам 2017 г. войдет в целевой коридор в 5,0–7,0%. В последующие годы она будет развиваться вблизи верхнего порога инфляционного коридора, что отчасти будет обусловлено мягкой фискальной политикой. Со стороны монетарного сектора инфляционный фон поддерживается текущей слабо отрицательной реальной ставкой в условиях отклонения ставки на денежном рынке (1,6% на конец 2016 г.) от базовой (5,0% на конец 2016 г.).

**ВВП в сопоставимых ценах
(прирост в % к пред. году)**



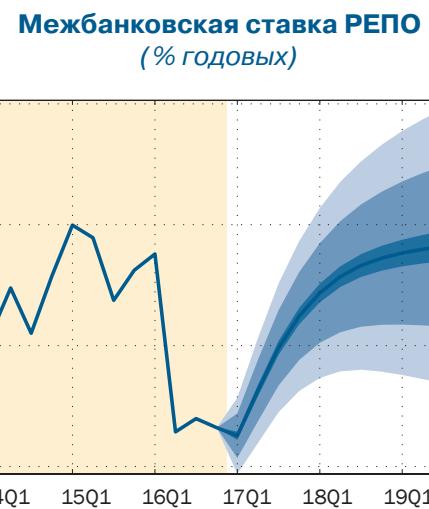
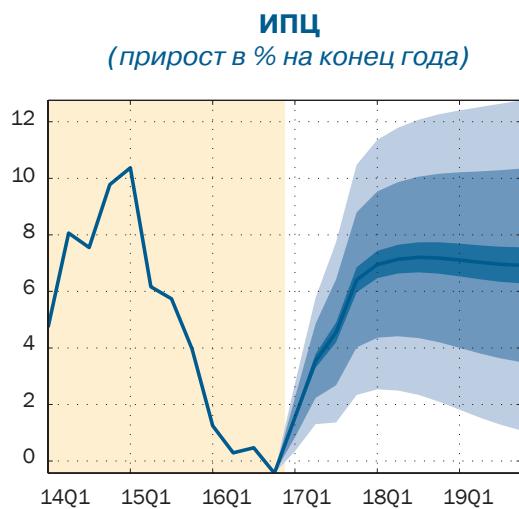
**Номинальный обменный курс
киргызского сома за 1 доллар США**



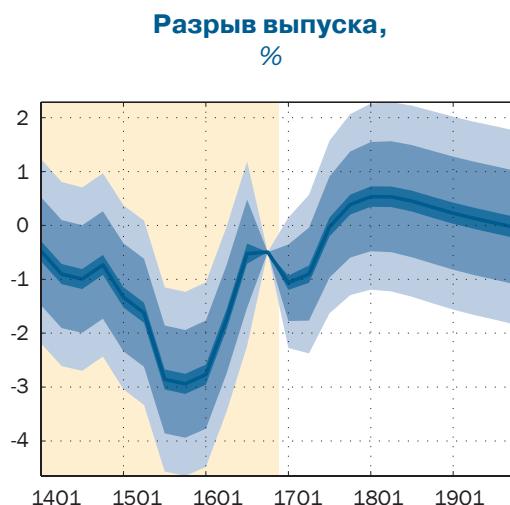
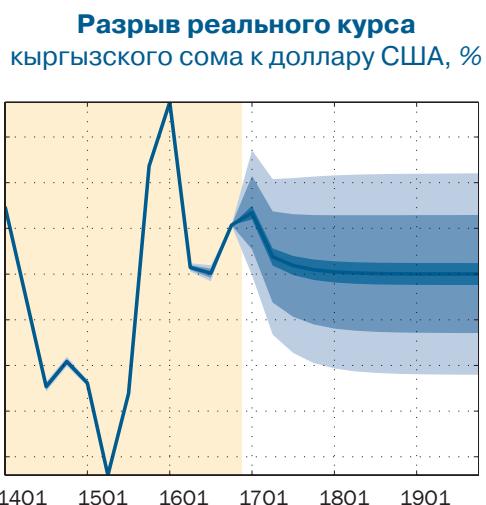
Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

Планомерный рост экономической активности

Экономика Кыргызстана прошла кризисную fazу. Ожидается, что в прогнозном периоде внешнеэкономический фон будет относительно стабильным, а восстановление роста в странах – основных торговых партнерах поддержит покупательную способность домохозяйств, в которых основным источником доходов являются денежные переводы. Дополнительный импульс экономика получит со стороны фискального сектора. В роли ограничительного фактора в среднесрочной перспективе может выступить снижение объемов производства золота на руднике Кумтор.



Источник: Расчеты авторов, ЕЭК



Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

РЕЗЮМЕ

Прогноз основных макроэкономических показателей Кыргызской Республики

	2017	2018	2019
ИПЦ (прирост в % на конец года)	6,4	7,2	6,9
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	4,0	4,2	4,2
Ставка межбанк. РЕПО (% годовых)	4,0	8,3	9,5
Обменный курс , национальная валюта к доллару США (средний по году)	68,8	70,3	72,2

Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ



ТЕНДЕНЦИИ ВВП

**Выход на
положительные темпы
роста по итогам
IV квартала 2016 г.**

Восстановление экономики России продолжилось в IV квартале 2016 г. Согласно обновленным Росстатом данным о динамике ВВП в 2015–2016 гг., прирост ВВП в IV квартале 2016 г. перешел в область положительных значений и составил 0,3% к соответствующему кварталу предыдущего года. Основным фактором, сдерживающим восстановление роста, оставался слабый внутренний спрос на фоне низкого уровня потребительской и инвестиционной активности. Поддержку же продолжила оказывать положительная динамика чистого экспорта и рост запасов материальных оборотных средств в расчете на увеличение потребительского спроса в 2017 г. По итогам 2016 г. темпы снижения ВВП России замедлились до 0,2% по сравнению с падением на 2,8% в 2015 г.

**Восстановление
потребительской
и инвестиционной
активности с начала
2017 г.**

Предпосылки восстановительной динамики внутреннего спроса наблюдаются и в I квартале 2017 г. Сохранение безработицы на низком уровне, рост реальных заработных плат, значительное замедление сокращения оборота розничной торговли свидетельствуют о постепенном восстановлении потребительской активности. Увеличение импорта и производства товаров инвестиционного назначения могут вывести рост инвестиций в основной капитал по итогам I квартала 2017 г. в область положительных значений. Вклад чистого экспорта в рост ВВП в I квартале 2017 г. может значительно уменьшиться из-за роста физических объемов импорта на фоне существенного укрепления обменного курса рубля.

**Умеренное
восстановление
промышленного
производства и
снижение роста в
сельском хозяйстве**

После пересмотра динамики индексов промышленного производства³ за 2015–2016 гг. Росстат несколько улучшил оценку на 2016 г. с прироста 1,1% до 1,3%. Наибольшее влияние на переоценку роста промышленности оказало уточнение данных по обрабатывающим производствам.

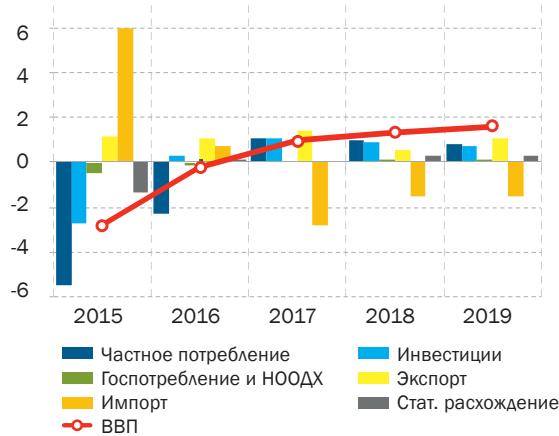
³ С января 2017 г. Росстат осуществил переход на применение в статистической практике новых версий классификаторов – ОКВЭД2 и ОКПД2.

Годовой прирост промышленного производства в IV квартале 2016 г. на 1,7% поддержала как обрабатывающая, так и добывающая промышленность. В I квартале 2017 г. положительная динамика в промышленности замедлилась до 0,1% к аналогичному периоду предыдущего года. Основным фактором снижения объемов выступил календарный фактор (на два рабочих дня в феврале меньше, чем в прошлом году).

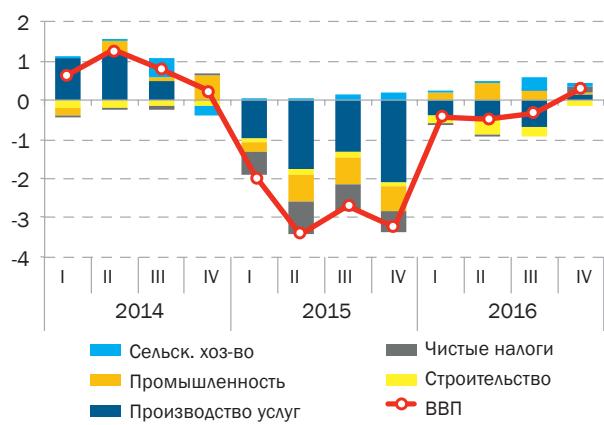
Высокие темпы прироста в сельском хозяйстве, наблюдавшиеся в IV квартале 2016 г. (прирост на 5% к IV кварталу 2015 г.) на фоне высокого урожая, сменились умеренным приростом на 0,7% в I квартале 2017 г.

Грузооборот транспорта по итогам I квартала 2017 г. показал максимальный с 2010 г. годовой прирост на 5,4% (1,5% годом ранее).

Структура прироста ВВП⁴ в сопоставимых ценах по компонентам использования доходов (в п.п.)



Структура прироста ВВП в сопоставимых ценах по производству (в п.п., период к соотв. периоду пред. года)



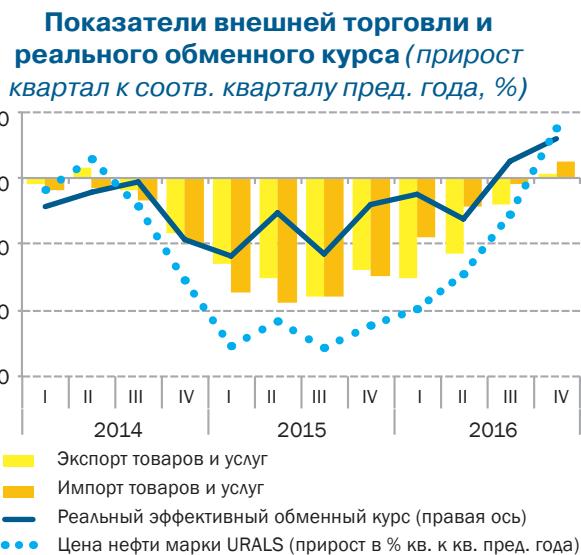
Источник: Национальное статистическое ведомство, расчеты авторов, ЕЭК

Опережающие индикаторы свидетельствуют о продолжении восстановительной динамики экономики России

Индексы PMI обрабатывающих отраслей и сферы услуг России сохранились на высоком уровне, продолжая указывать на улучшение рыночной конъюнктуры и роста деловой активности.

Опережающие индикаторы, рассчитываемые ЕЭК, свидетельствуют о сохранении восстановительной динамики экономической активности во II квартале 2017 г. Среди положительных факторов можно выделить ожидания улучшения экономической ситуации в обрабатывающей промышленности, динамику цен на нефть, высокие темпы роста грузооборота транспорта и восстановление реальных располагаемых денежных доходов населения.

⁴ Данные предоставлены до пересмотра Росстатом в январе 2017 г. динамики ВВП. Прирост ВВП за 2015 г. был пересмотрен с -3,7% до -3%.



Источник: Национальное статистическое ведомство, расчеты авторов, ЕЭК

Инфляция

Значительное замедление инфляционных процессов по итогам 2016 г.

Годовая инфляция в России к концу 2016 г. достигла уровня в 5,4% по сравнению с 12,9% в конце 2015 г. Значимый вклад в замедление инфляционных процессов внесли такие факторы, как укрепление рубля, высокий урожай и сохраняющийся слабый внутренний спрос. При этом основные инфляционные риски в течение года формировала динамика инфляционных ожиданий.

Инфляция приблизилась к своему целевому ориентиру

Темпы замедления инфляционных процессов в 2017 г. несколько превысили ожидания монетарных властей. За январь – апрель 2017 г. годовая инфляция на фоне умеренно жесткой денежно-кредитной и фискальной политики под влиянием укрепления рубля и постепенного снижения инфляционных ожиданий снизилась до 4,1%, продолжая приближаться к целевому уровню 4%. Согласно оценкам Банка России, в январе – апреле 2017 г. сохранялся тренд на снижение инфляционных ожиданий, однако их уровень продолжает оставаться повышенным и превышает среднесрочную цель по инфляции. Сохранение ограничений со стороны спроса и проведение властями умеренно жесткой денежно-кредитной и фискальной политики будут способствовать дальнейшему замедлению инфляционных процессов.

Обменный курс

Значительное укрепление курса российского рубля в I квартале 2017 г.

Тренд на укрепление курса российского рубля сохранился в I квартале 2017 г., однако темпы его изменения значительно ускорились. Реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам укрепился в I квартале 2017 г. на 33,2% по сравнению с I кварталом 2016 г. Такое укрепление рубля в основном было связано с ростом продажи валютной выручки экспортерами и интересом нерезидентов к российским финансовым активам на фоне повышенных процентных ставок и снижения страновой премии за риск. Начавшиеся в феврале операции Минфина России по покупке валюты на внутреннем рынке с целью пополнения суворенных фондов не оказали ожидаемого сдерживающего влияния на укрепление рубля.

**Сохраняются условия
для умеренного
ослабления рубля**

По нашим оценкам, в I квартале 2017 г. российский рубль был переоценен относительно своей равновесной траектории (разрыв реального эффективного курса оценивается на уровне 4,7%). Таким образом, на рынке сохраняются условия для умеренного ослабления российской валюты.

**Расширение сальдо
текущего счета на
фоне роста мировых
цен на основные
товары российского
экспорта**

По предварительной оценке Банка России, положительное сальдо текущего счета платежного баланса в I квартале 2017 г. составило 22,8 млрд долл. США (12,9 млрд долл. США годом ранее). Основным источником улучшения счета текущих операций выступило укрепление торгового баланса на фоне роста мировых цен на основные товары российского экспорта. Увеличение сальдо торгового баланса до 34,5 млрд долл. США с 22,3 млрд долл. США в I квартале 2016 г. произошло за счет увеличения экспорта на 36% при росте импорта на 25% (I квартал 2017 г. к I кварталу 2016 г.).

**По итогам I квартала
отток капитала
ускорился**

Чистый вывоз капитала частным сектором в I квартале 2017 г., по оценке Банка России, составил 15,4 млрд долл. США, что почти в два раза выше уровня предыдущего года (в I квартале 2017 г. – 8,8 млрд долл. США). Динамика оттока капитала в большей степени была связана с операциями банковского сектора, в дальнейшем в 2017 г. ожидается замедление чистого оттока частного капитала.

Фискальная политика

**Исполнение бюджета
2016 г. в рамках плана**

В бюджетной сфере рост расходов сдерживался в реальном выражении, в результате чего дефицит федерального бюджета по итогам 2016 г. составил 3,5% ВВП. Финансирование дефицита осуществлялось преимущественно за счет изменений остатков средств бюджетов и средств Резервного фонда.

По предварительным оценкам Минфина, дефицит федерального бюджета России в I квартале 2017 г. составил 274 млрд рублей, или 1,4% ВВП (3,3% ВВП в I квартале 2016 г.). В рамках исполнения федерального бюджета в 2017 г. планируется сокращение дефицита бюджета до 3,2% ВВП.

**Минфин России
начал осуществлять
валютные операции
на внутреннем рынке**

В целях повышения стабильности и предсказуемости внутренних экономических условий и снижения влияния изменчивой конъюнктуры рынка энергоносителей на российскую экономику и государственные финансы Минфин России с февраля 2017 г. начал осуществлять операции по покупке/продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке. Конвертированные дополнительные нефтегазовые поступления (доходы, поступающие в связи с превышением ценой на нефть марки Urals порога в 40 долл. за баррель) будут направляться в Резервный фонд.

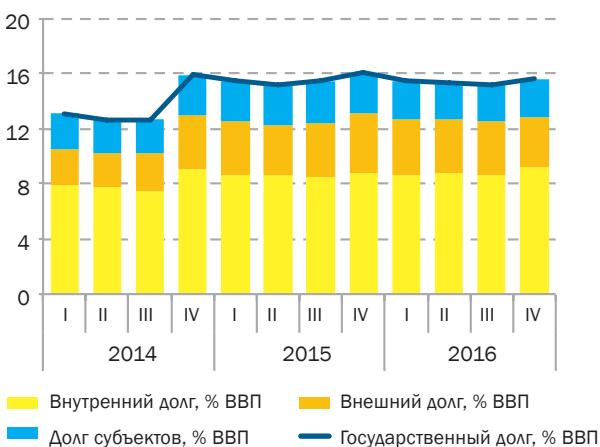
Размещение ОФЗ для населения

В качестве дополнительного инструмента сбережения для домохозяйств Минфин России 26 апреля начал размещение выпусков ОФЗ для населения. Объем выпуска составил 15 млрд рублей, срок обращения – три года. Ставка первого купона определена на уровне 7,5% годовых, далее она будет увеличиваться каждые полгода и составит 10,5% годовых.

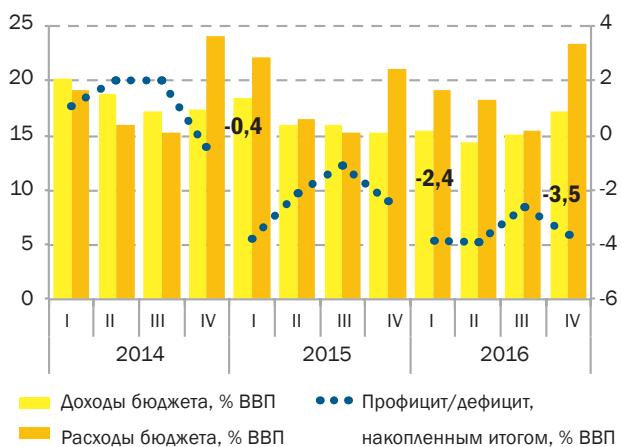
Рост внутреннего государственного долга и сокращение внешнего по итогам I квартала 2017 г.

На фоне успешной реализации программы внутренних заимствований объем внутреннего государственного долга с начала 2017 г. вырос на 0,3 трлн рублей и составил на начало апреля 8,3 трлн рублей. Внешний долг на начало апреля составил 50,6 млрд долл. США, сократившись с уровня начала текущего года на 0,6 млрд долл. США.

Государственный долг



Исполнение федерального бюджета



Источник: Национальное статистическое ведомство, расчеты авторов, ЕЭК

Денежно-кредитная политика

Сохранение умеренно жесткой денежно-кредитной политики ЦБ РФ

Снижение инфляции вплотную к 4%-ному ориентиру ЦБ РФ расширило возможности регулятора по снижению ключевой ставки, которое в конце апреля составило 50 базисных пунктов. Этот шаг ЦБ РФ стал вторым снижением ключевой ставки с уровня 10% начала 2017 г. Продолжение понижательного тренда ключевой ставки создает возможности для активизации экономического роста во втором полугодии текущего года как в потребительском секторе, так и в инвестиционной сфере.

ПРОГНОЗ

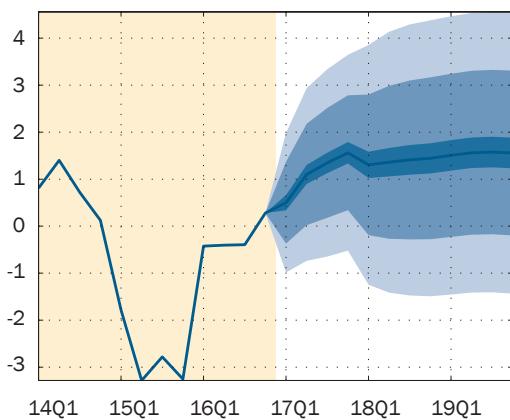
Постепенное восстановление экономического роста до 1,6% к 2019 г.

Прогноз экономического роста РФ на 2017 г. несколько изменился. На изменение прогноза повлияли данные по показателям экономической активности за I квартал и пересмотр прогноза цен на нефть с учетом сложившихся по итогам I квартала тенденций на мировых рынках энергоресурсов. На фоне ожидаемого медленного восстановления внешнего спроса основными источниками роста в среднесрочной перспективе выступят внутриэкономические факторы. Сохранение наметившейся восстановительной динамики потребительской и инвестиционной активности будет поддерживаться постепенным смягчением денежно-кредитной политики. В результате по итогам 2017 г. ожидается прирост ВВП на уровне 1,1% с постепенным восстановлением до 1,6% к 2019 г.

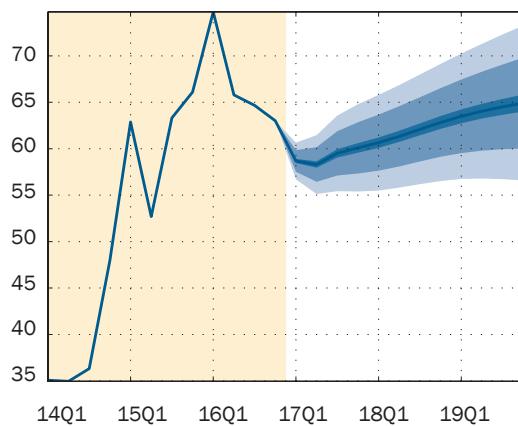
Закрытие разрыва реального обменного курса при ослаблении номинального курса рубля

Прогнозируемое закрытие существующего разрыва реального эффективного курса станет способствовать ослаблению рубля в краткосрочной перспективе. Возможное влияние на инфляцию будет нивелировано сохраняющейся умеренно жесткой денежно-кредитной политикой. При этом сохраняются риски для динамики обменного курса, связанные с коррекцией цен на нефть из-за роста добычи сланцевой нефти в США.

**ВВП в сопоставимых ценах⁵
(прирост в % к пред. году)**

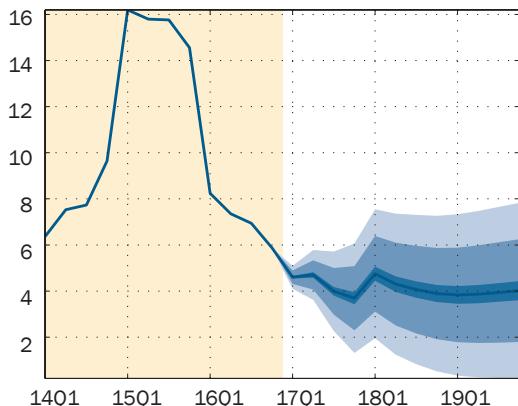


Номинальный обменный курс, российских рублей за 1 доллар США

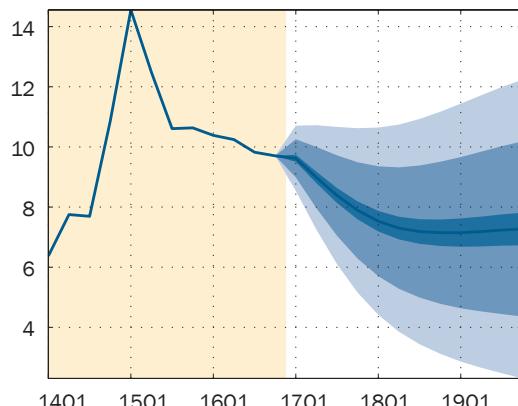
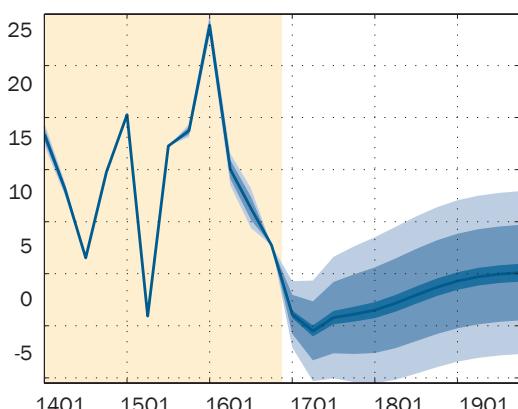


Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

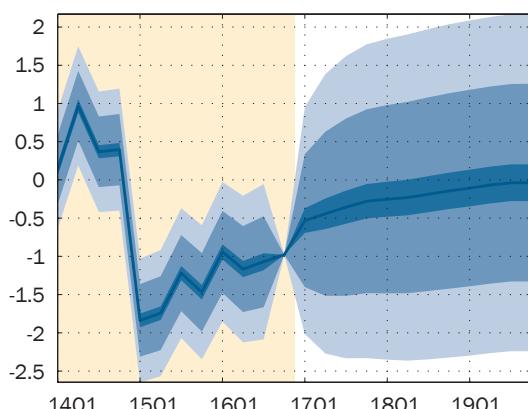
⁵ Здесь и далее диапазоны вероятных диаграмм соответствуют 10%, 50% и 75% доверительным интервалам.

ИПЦ (прирост в % на конец года)

Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

Ставка МИАСР (% годовых)**Разрыв реального курса российского рубля к доллару США, %**

Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

Разрыв выпуска, %

Развитие инфляционных процессов в рамках установленных целей ЦБ РФ

Формирование устойчивой тенденции к снижению инфляционных ожиданий при поддержке умеренно жесткой денежно-кредитной политики и сохраняющемся слабом внутреннем спросе будет способствовать дальнейшему снижению инфляции до 3,7% в 2017 г. и ее стабилизации на уровне 4% в 2018–2019 гг. По мере замедления инфляционных процессов Банк России продолжит снижение ключевой ставки, что даст дополнительные импульсы для восстановления кредитования и экономической активности.

РЕЗЮМЕ

Прогноз основных макроэкономических показателей Российской Федерации

	2017	2018	2019
ИПЦ (прирост в % на конец года)	3,7	3,9	4,0
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	1,1	1,4	1,6
Ставка МИАСР (% годовых)	9,1	7,6	7,5
Обменный курс, национальная валюта к доллару США (средний по году)	59,1	61,7	64,2

Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН



ТЕНДЕНЦИИ ВВП

**Рост ВВП по итогам
2016 г. на уровне
6,9%**

В IV квартале 2016 г. темпы роста ВВП в Республике Таджикистан составили 7,5% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года (6,9% по итогам III квартала 2016 г.). Поддержку экономическому росту оказала высокая инвестиционная активность, финансируемая за счет прямых иностранных инвестиций. По итогам 2016 г. рост ВВП ускорился с 6,0% в 2015 г. до 6,9% в 2016 г.

Экономическая активность в Таджикистане формировалась под воздействием следующих основных факторов:

- *со стороны доходов*: по итогам 11 месяцев 2016 г. ускорился рост реальных располагаемых денежных доходов населения до 10,0% г/г (в январе – сентябре 2016 г. рост составил 7,4% г/г);
- *со стороны добавленной стоимости*: в IV квартале 2016 г. высокие темпы роста концентрировались в отраслях промышленности (15,7% г/г) и строительном секторе (15,2% г/г). Замедление экономической активности отмечено в сельском хозяйстве до 0,4% г/г и розничной торговле (с 14,8% г/г в III квартале 2016 г. до 4,0% г/г в IV квартале 2016 г.).

**Замедление
активности в
потребительском
секторе**

Рост ВВП по итогам I квартала 2017 г. составил 6,5%. Отрасли добывающей и обрабатывающей промышленности, а также рост инвестиций играют ключевую роль в сохранении высоких показателей экономического роста. Проблемы в банковском секторе, затянувшееся сокращение притока денежных переводов в долларовом эквиваленте и ускорение инфляции могут стать факторами ограничения экономического роста.

Инфляция

По итогам 2016 г. инфляция составила 6,1% г/г

Политика ограничения укрепления обменного курса сомони, которую НБТ проводил во II квартале 2016 г., а также отток депозитов из проблемных банков отчасти способствовали ускорению темпов роста наличной денежной массы. Если в мае 2016 г. годовые темпы роста составляли 27,0%, то в декабре 2016 г. они достигли 65,3%. Последний фактор нивелировал слабую ценовую конъюнктуру на мировых рынках продовольствия и энергопродуктов и создал основу для повышенного инфляционного фона в III и IV кварталах 2016 г. По итогам 2016 г. инфляция ускорилась до 6,1% с 5,1% в 2015 г.

Ускорение инфляции в I квартале 2017 г.

На фоне обесценения сомони в марте 2017 г. продолжилось ускорение инфляции в месячном выражении (1,5% к февралю 2017 г.). Темпы годовой инфляции ускорились до 7,3% г/г (5,9% г/г в феврале 2017 г.), тем самым превысив целевой ориентир в 7,0%.

ИПЦ и ставка рефинансирования (%)



Показатели внешней торговли и реального обменного курса



Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов, ЕЭК

Обменный курс

Фиксация обменного курса на уровне 7,8 сомони к доллару США

В годовом измерении в IV квартале 2016 г. обесценение реального эффективного курса сомони составило 10,7%, а в квартальном измерении реальный эффективный обменный курс сомони укрепился на 1,2 % по сравнению с III кварталом 2016 г. Отчасти это обусловлено ограничением корректировки курса валютной пары сомони – доллар США, который с февраля 2016 г. оставался на уровне 7,8 сомони к доллару США.

Сокращение притока денежных переводов по итогам 2016 г. на 54,7% (по данным ЦБ РФ) в значительной степени компенсировано падением стоимостного объема импорта товаров и услуг. Чистый приток капитала по счету финансовых операций преимущественно будет определяться притоком прямых иностранных инвестиций.

Фискальная политика

Дефицит бюджета по итогам 2016 г.

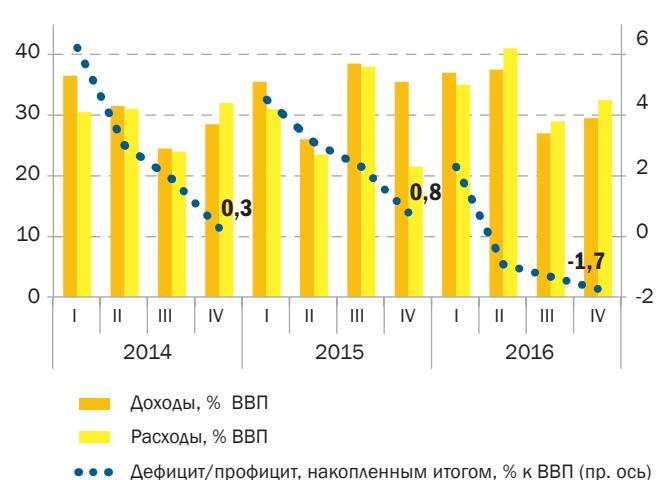
Дефицит бюджета по итогам 2016 г. составил 1,7% к ВВП, тогда как годом ранее был сформирован профицит в размере 0,8% ВВП. Доходы бюджета за год выросли на 8,9% (20,3% в 2015 г.). Замедлению темпов наращивания доходной части бюджета способствовало сокращение грантовых поступлений. Прирост налоговых поступлений оставался умеренным на уровне 5,6%. Темпы роста расходов примерно соответствовали уровню 2015 г. и составили 17,6% г/г. Наибольший рост государственных расходов отмечен в топливно-энергетическом комплексе (13,0%), в промышленности и строительстве (2,6 раза), прочие расходы (2,2 раза).

Государственный долг увеличился по итогам 2016 г. на 19,6% по сравнению с 2015 г. и составил 3,1 млрд долл. США (44,9% к ВВП) на 1 января 2017 г. Наращивание государственного долга производилось в основном за счет эмиссии ценных бумаг на сумму 3,9 млрд сомони в целях оздоровления проблемных банков.

Внешний долг



Исполнение государственного бюджета



Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов, ЕЭК

Денежно-кредитная политика

Повышение ставки рефинансирования

В условиях низких объемов золотовалютных резервов и на фоне нарастания проблем в банковском секторе НБТ стремился задействовать все рычаги для фиксирования курса на уровне 7,8 сомони за доллар США. Наряду с ужесточением административных мер в отношении обмена валюты НБТ повысил ставку рефинансирования с 9,0% до 11,0%.

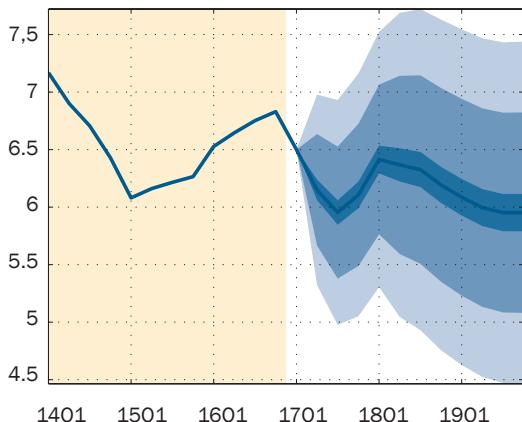
Тем не менее в экономике сохраняется высокий рост наличной денежной массы, обусловленный оттоком депозитов из проблемных банков и проведением нестерилизованных покупок иностранной валюты НБТ во II квартале 2016 г. Кредитный портфель банковской системы по состоянию на конец декабря 2016 г. сократился на 12,4% по сравнению с декабрем 2015 г. Доля необслуживаемых кредитов (включая межбанковские кредиты) на конец 2016 г. выросла до 54,0% (29,9% на конец 2015 г.).

ПРОГНОЗ

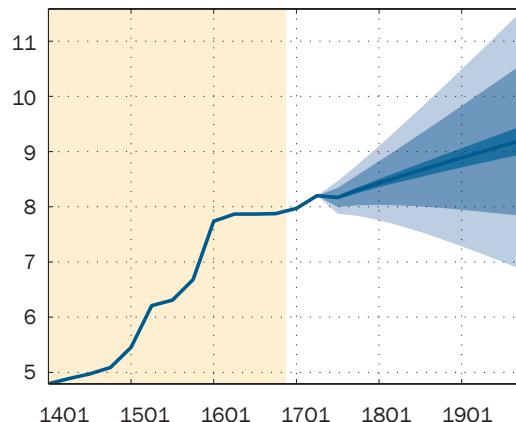
Высокая инвестиционная активность позволит поддержать экономический рост

Фактор китайских инвестиций, поступающих как в форме прямых иностранных инвестиций, так и в виде кредитования, будет играть важную роль для экономического роста в среднесрочной перспективе. Двусторонняя программа сотрудничества до 2020 г. предусматривает активное участие китайской стороны в инфраструктурных проектах Таджикистана (включая финансирование строительства транзитного трубопровода). Реализация инвестиционных проектов будет сопровождаться постепенным восстановлением притока денежных переводов. Слабые показатели в банковском секторе могут оказать негативное воздействие на экономический рост в среднесрочной перспективе.

**ВВП в сопоставимых ценах
(прирост в % к пред. году)**



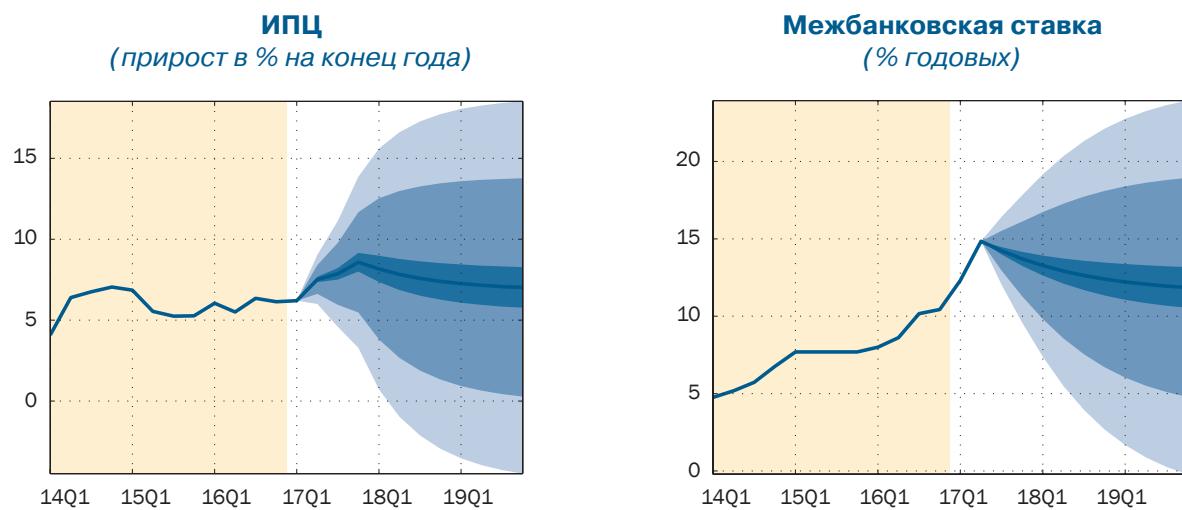
Номинальный обменный курс таджикского сомони за 1 долл. США



Источник: Расчеты авторов

Ускорение инфляции

Девальвационный шок, имевший место в начале 2017 г., и ускоренный рост денежной массы найдут свое отражение в динамике инфляции, которая будет находиться выше инфляционного ориентира в прогнозируемом периоде.



Источник: Расчеты авторов

РЕЗЮМЕ**Прогноз основных макроэкономических показателей Республики Таджикистан**

	2017	2018	2019
ИПЦ (прирост в % на конец года)	8,6	7,4	7,0
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	6,2	6,3	6,0
Ставка на межбанк. кредит. рынке (% годовых)	14,8	13,7	12,8
Обменный курс, национальная валюта к доллару США (средний по году)	8,2	8,6	9,1

Источник: Расчеты авторов, ЕЭК

СПЕЦИАЛЬНЫЙ ДОКЛАД. ОЦЕНКА ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТИ МАКРОПОКАЗАТЕЛЕЙ СТРАН ЕАБР

Лисоволик Я.Д. (д.э.н.), Кузнецов А.С., Бердигулова А.Р.

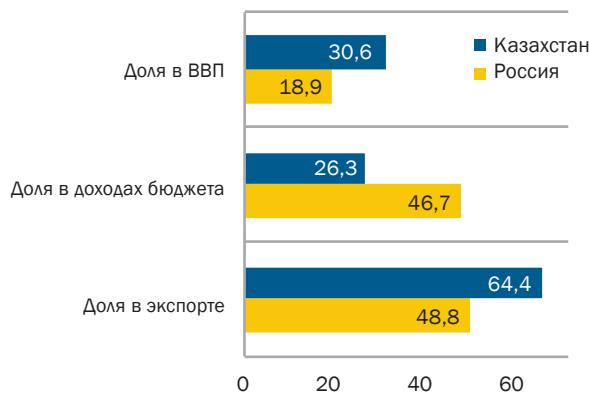
На фоне резкого сокращения мировых цен на нефть в 2015 г. экономический рост в странах ЕАБР замедлился, а в некоторых экономиках (Россия и Беларусь) перешел в область отрицательных значений. Сырьевая направленность экспорта России и Казахстана делает их уязвимыми перед внешними ценовыми шоками, которые, в свою очередь, по каналам взаимной торговли, денежных переводов и финансовых потоков оказывают влияние на экономическое положение Армении, Беларуси, Кыргызстана и Таджикистана. Существующие взаимосвязи обуславливают необходимость изучения и учета эффектов влияния цен на нефть в процессе разработки механизмов реагирования на внешние риски, с целью снижения уязвимости как отдельно взятой экономики, так и экономики региона в целом. В данной работе представлены количественные оценки влияния цен на нефть на макроэкономические показатели России и Казахстана, а также оценки влияния динамики ВВП России на экономики стран региона с использованием интегрированной системы моделей.

СЫРЬЕВАЯ НАПРАВЛЕННОСТЬ ЭКСПОРТА РОССИИ И КАЗАХСТАНА ДЕЛАЕТ ИХ УЯЗВИМЫМИ ПЕРЕД ВНЕШНИМИ ШОКАМИ

Регион операций банка представлен шестью государствами – участниками ЕАБР. С одной стороны, экономики региона разделяют общую историю и преодолевают схожие структурные проблемы. С другой стороны, экономическая география отдельного государства формирует его уникальность. В целом регион можно разделить на группу стран нетто-экспортёров нефти и газа (Россия и Казахстан) и группу стран нетто-импортеров углеводородов (Армения, Беларусь, Кыргызстан и Таджикистан). Россия является основным поставщиком нефти и нефтепродуктов на внутренний рынок Беларуси, главным импортером нефтепродуктов – для Армении (76%) и Таджикистана (88%) [НБТ (2015)]. Поставки нефтепродуктов в Кыргызстан на 72% обеспечиваются Россией и на 25% – Казахстаном⁶.

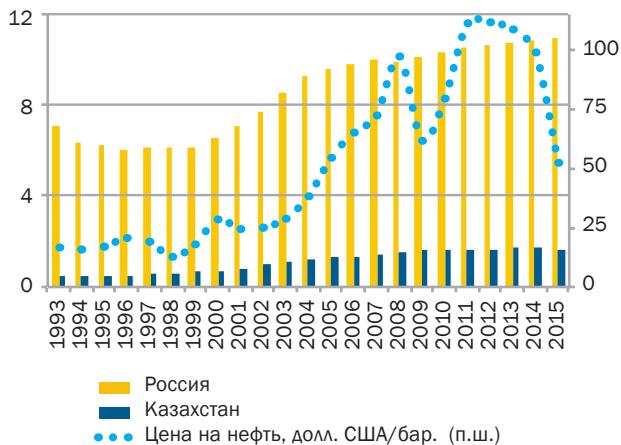
⁶ Доля России и Казахстана в общем объем импорта нефтепродуктов страны-импортера рассчитана на основе статистики базы данных UN comtrade.

График 1. Доля нефтяного сектора⁷ в экономиках России и Казахстана, средняя за период 2010–2016 гг.



Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов

График 2. Объем добычи нефти (млрд баррелей в сутки) и цена на нефть



Источник: BP Statistical Review 2016

В мировом объеме производства нефти доля России в 2015 г. составила 12,4%, Казахстана – 1,8% [BP (2016)]. При существующих различиях между экономиками этих стран ключевую роль (с точки зрения вклада в ВВП, роли в экспорте и в обеспечении доходов бюджета) играют отрасли нефтедобычи (график 1). Как в России, так и в Казахстане половину экспортных поставок составляют нефть и нефтепродукты, что обусловливает их уязвимость перед внешними ценовыми шоками, несмотря на стабильный рост объемов добычи нефти. По итогам 2015 г. объем добычи нефти в Казахстане увеличился в 3,3 раза по сравнению с 1993 г., в России – в 1,5 раза. Цены на нефть за этот период также продемонстрировали почти трехкратный рост (график 2). Однако в отличие от траектории планомерного роста объемов добываемой нефти, динамика мировых цен на нефть в рассматриваемом периоде была весьма волатильной.

Проведенные ранее исследования влияния цены на нефть на динамику экономической активности в России демонстрируют следующие результаты оценок: эластичность реального ВВП по ценам на нефть составила 0,2 (Rautava, 2013), 0,24–0,25 (Ito, 2008; Korhonen, Ledyanova, 2010), 0,15 (Kuboniwa, 2012), 0,2 (Suni, 2007). По оценкам Министерства экономического развития РФ, опубликованным в апреле 2017 г., изменение цен на нефть на 5 долл. США за баррель ведет к изменению реального ВВП на 0,4–0,5 п.п. и изменению номинального обменного курса рубля к доллару США на 5–7%. С учетом фактической цены на нефть это эквивалентно эластичности реального ВВП по ценам на нефть на уровне 0,04–0,05 и эластичности обменного курса по ценам на нефть – 0,5–0,7. Согласно оценкам М. Нурмахановой [Nurmakhanova Mira], эластичность реального ВВП Казахстана по ценам на нефть составляет 0,05.

⁷ Для расчета доли нефтяных поступлений в доходах государственного бюджета Казахстана использовалась статья «поступления трансфертов из Национального фонда».

Для проведения собственной оценки степени влияния мировых цен на нефть на показатели экономики России и Казахстана была использована внедренная в Евразийском банке развития интегрированная система моделей (ИСМ). ИСМ реализует задачи ЕАБР и Евразийской экономической комиссии в сфере анализа и прогнозирования макроэкономической ситуации в регионе, а также позволяет расширить возможности в части анализа мер реагирования ДКП на шоки и риски, связанные с мировой и национальными экономическими системами, а также изменением цен на сырьевые товары [ЕАБР, ЕЭК, 2016].

В основу ИСМ заложены полуструктурные модели с денежно-кредитными и налогово-бюджетными секторами. Модельный комплекс, используемый ЕАБР, охватывает все шесть государств – членов банка. Важным достоинством модельного комплекса является возможность осуществлять анализ и прогноз как для каждого отдельного государства – участника банка, так и одновременно для всего региона, с учетом имеющихся взаимосвязей между экономиками и внешним миром.

Для оценки влияния цен энергоносителей на макроэкономические показатели России и Казахстана был смоделирован долгосрочный шок цен на нефть посредством изменения остатков в уравнениях модели, определяющих уровень нефтяных цен.

Результаты расчетов показали, что кумулятивный эффект 10%-ного долгосрочного роста цен на нефть приводит к:

- росту ВВП России на 0,41 п.п. и укреплению номинального обменного курса рубля к доллару США на 5,6%;
- росту ВВП Казахстана на 0,8 п.п. и укреплению номинального обменного курса тенге к доллару США на 3,2%.

Таблица 1. Реакция макроэкономических показателей России и Казахстана на 10%-ный долгосрочный рост цен на нефть⁸

	Цена на нефть, %	ВВП ⁹ , п.п.	Эластичность ВВП по ценам на нефть	Национальная валюта/USD ¹⁰ , % (“+” укрепление)	Эластичность курса по ценам на нефть
Россия	10	0,41	0,04	5,6	0,056
Казахстан	10	0,8	0,08	3,2	0,032

Источник: Расчеты авторов

⁸ Все шоки в модели являются симметричными в силу ее линейности.

⁹ Реализуемый эффект в течение четырех кварталов.

¹⁰ Реализуемый эффект в течение четырех кварталов.

Полученные результаты являются отражением чистого эффекта от изменения цен на нефть и не учитывают других факторов, которые одновременно с этим могут происходить как в мировой экономике, так и внутри каждого государства. Эластичности, полученные для экономики России, совпадают с оценками Минэкономразвития РФ. Расхождение с полученными ранее альтернативными оценками может объясняться как используемыми методами оценки, так и постепенным снижением зависимости реального ВВП от динамики цен на нефть. Отметим, что данные эластичности не учитывают эффекта от применяемого с 2017 г. нового бюджетного правила. Согласно оценкам Минэкономразвития, эластичность реального ВВП по ценам на нефть с учетом бюджетного правила составляет 0,01–0,02 и обменного курса – 0,15–2,5, что более чем в три раза меньше полученных результатов без его учета.

ДЕНЕЖНЫЕ ПЕРЕВОДЫ, ТОРГОВЛЯ И ФИНАНСОВЫЕ ПОТОКИ – ОСНОВНЫЕ КАНАЛЫ ВЛИЯНИЯ ЭКОНОМИКИ РОССИИ НА СТРАНЫ РЕГИОНА

Снижение экономической активности в России в 2015 г. в первую очередь отразилось на динамике внешнего спроса стран ЕАЭС. Среди общих факторов можно выделить сокращение экспортных доходов, так как Россия является одним из основных торговых партнеров для Беларуси (доля экспорта в Россию в среднем за 2010–2015 гг. составила 40,3%), Армении (18,9%) и Киргизстана (11,2%). Снижение экспортных доходов привело к уменьшению совокупных доходов в экономике и как следствие отразилось на динамике внутреннего спроса. Значительное снижение денежных переводов трудовых мигрантов из России в Армению, Киргизстан и Таджикистан также имело отрицательное влияние на уровень внутреннего спроса и формирование долгосрочных макроэкономических трендов.

Денежные переводы имеют крайне высокое значение для экономической политики этих стран: так, их доля в ВВП в среднем за шесть лет составила 17,6%, 28,6% и 38,1% для Армении, Киргизстана и Таджикистана соответственно. Исследования по Киргизстану показали, что динамика денежных переводов, поступающих в республику, находится в процикличной зависимости от динамики реального ВВП России, и, что немаловажно, данная зависимость со временем усиливается [Бердигулова, Имаралиева, 2017]. Статистический анализ, проведенный группой экономистов МВФ, показал, что ВВП России с некоторым лагом определяет динамику денежных переводов, поступающих в Армению [Armine Ghazaryan et al, 2012].

Помимо того, что Россия является крупным рынком сбыта для стран – участниц ЕАБР, она также входит в число ключевых инвесторов, занимая ведущие позиции в списке прямых иностранных инвесторов во всех пяти странах региона. Лидером по объему полученных прямых иностранных инвестиций из России является Беларусь, за ней следует Армения, и примерно на равных позициях находятся Киргизстан и Таджикистан.

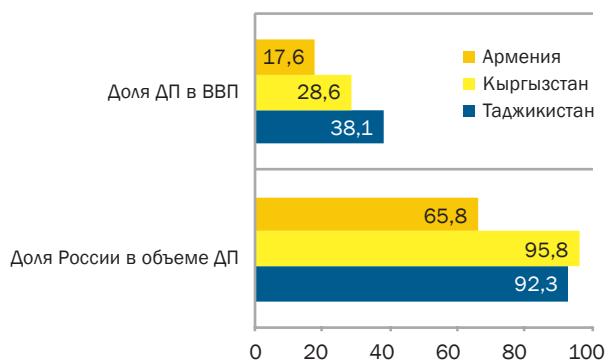
По сравнению с другими странами региона взаимосвязи Казахстана с Россией менее тесные как по торговым, так и по финансовым потокам.

График 3. Доля России в показателях стран ЕАБР (%), средняя за период 2010–2015 гг.



Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов

График 4. Доля денежных переводов (%), средняя за период 2010–2015 гг.



Источник: Национальные ведомства, Всемирный банк, расчеты авторов

Проведенные ранее исследования свидетельствуют о значительном влиянии экономического роста в России на экономики соседних стран. Так, в исследовании, посвященном влиянию экономики России на страны СНГ и Восточной Европы [Fahad Alturki et al, 2009], отмечается, что увеличение ВВП России на 1 п.п. приводит к увеличению на 0,35–0,45 п.п. реального роста ВВП стран СНГ, а среди стран СНГ – импортеров нефти – на 0,45–0,52 п.п.

В данной работе эффект влияния ВВП России на экономики стран банка рассчитывался как разница между базовым прогнозным сценарием для стран региона¹¹ на 2017 г. и альтернативным, предполагающим дополнительный рост ВВП России на 1% в 2017 г. При этом шок ВВП России задавался в I квартале 2017 г., и учитывался эффект от его реализации в течение последующих трех кварталов.

Полученные результаты приведены в таблице 2, они отражают чистый эффект от изменения реального ВВП России и не учитывают других факторов, которые одновременно с этим могут происходить в мировой и национальной экономиках.

Таблица 2. Эластичность реального ВВП стран ЕАБР по ВВП России¹²

	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Таджикистан
Эластичность	0,63	0,35	0,09	0,59	0,51

Источник: Расчеты авторов

¹¹ Макрообзор ЕАБР, январь 2017, http://www.eabr.org/r/research/publication/macroeconomics_region/makromonitor_cis/

¹² Все шоки в модели являются симметричными в силу ее линейности.

Модельные расчеты подтверждают выводы вышеприведенного статистического анализа о том, что экономика Казахстана является наиболее устойчивой к шокам, происходящим в российской экономике. Наиболее чувствительны к изменению динамики экономики РФ экономики Армении и Киргизстана.

РЕЗЮМЕ

Экономики стран региона ЕАБР остаются уязвимыми перед внешними шоками. Сырьевая направленность экспорта России и Казахстана определяет их зависимость от динамики мировых цен на нефть. Согласно нашим оценкам, эластичность ВВП России по ценам на нефть составляет 0,04, а Казахстана – 0,08.

Высокая степень интеграции стран ЕАБР, импортирующих нефтепродукты, с Россией также ставит их в зависимость от динамики цен на нефть. С одной стороны, снижение мировых цен на нефть имеет позитивное влияния на состояние внешнеторгового баланса. С другой стороны, ухудшение экономической ситуации в России, обусловленное падением мировых цен на нефть, через торговые и финансовые каналы отрицательно оказывается на экономиках Армении, Беларуси, Киргизстана и Таджикистана. По нашим оценкам, эластичность реального ВВП данной группы стран по ВВП России в среднем составляет 0,52.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Бердигулова А., Имаралиева Н. Какие макроэкономические факторы определяют объем денежных переводов трудовых мигрантов: пример Кыргызской Республики // Евразийский научный журнал. 2017. №2. С. 259–265.

Евразийский банк развития, Евразийская экономическая комиссия (ЕАБР, ЕЭК). 2016. Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза // Евразийский банк развития URL: http://eabr.org/general//upload/EDB_Centre_Report_35new_RUS.pdf

Евразийский банк развития // Макрообзор ЕАБР, январь 2017// Евразийский банк развития http://www.eabr.org/r/research/publication/macroeconomics_region/makromonitor_cis/

Национальный банк Таджикистана (НБТ). 2015. Платежный баланс и внешний долг Республики Таджикистан за 2015 год // Национальный банк Таджикистана URL: http://nbt.tj/upload/iblock/a35/pl_b1_2015.pdf

Armine Ghazaryan and Guillermo Tolosa (2012). Remittances In Armenia: Dynamic Patterns And Drivers. // IMF occasional paper URL <https://www.imf.org/external/country/arm/rr/2012/062012.pdf>

British Petroleum (BP 2016). Bp Statistical Review Of The World Energy 2016. // URL <http://www.bp.com/content/dam/bp/pdf/energy-economics/statistical-review-2016/bp-statistical-review-of-world-energy-2016-full-report.pdf>

Fahad Alturki, Jaime Espinosa-Bowen, and Nadeem Ilahi (2009). How Russia Affects the Neighborhood: Trade, Financial, and Remittance Channels // IMF Working Paper. No /09/277

Ito K. (2008). Oil Price and Macroeconomy in Russia // Economics Bulletin. Vol. 17, No 17. P. 1–9.

Korhonen I., Ledyayeva S. (2010). Trade Linkages and Macroeconomic Effects of the Price of Oil // Energy Economics. Vol. 32, No 4. P. 848–856.

Kuboniwa M. (2012). Diagnosing the ‘Russian Disease’: Growth and Structure of the Russian Economy / Institute of Economic Research, Hitotsubashi University // Japan Comparative Economic Studies. Vol. 54, No 1. P. 121–148.

Nurmakhanova Mira. Oil and growth challenge in Kazakhstan. // Economic education and research center. Working paper No E16/06

Rautava J. (2013). Oil Prices, Excess Uncertainty and Trend Growth. A Forecasting Model for Russia’s Economy // Focus on European Economic Integration. Q4/13. P. 77–87.

Suni P. (2007). Oil Prices and the Russian Economy: Some Simulation Studies with NiGEM. Helsinki: The Research Institute of the Finnish Economy.

United Nations Commodity Trade Statistics Database. // URL <https://comtrade.un.org/db>

ГЛОССАРИЙ

Базовая инфляция. Инфляция, измеренная на основе базового индекса потребительских цен (БИПЦ). Отличие БИПЦ от индекса потребительских цен (ИПЦ) состоит в исключении при расчете БИПЦ изменения цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят административный, а также сезонный характер (плодоовощная продукция, топливо, отдельные услуги пассажирского транспорта, услуги связи, большинство жилищно-коммунальных услуг).

Базисный пункт. Одна сотая процентного пункта.

Долларизация. Доля депозитов/кредитов в иностранной валюте в общем объеме депозитов/кредитов банковского сектора.

Индекс потребительских цен (ИПЦ). ИПЦ характеризует изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для непроизводственного потребления. Рассчитывается национальным статистическим ведомством как отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. ИПЦ рассчитывается на основе данных о фактической структуре потребительских расходов и поэтому является основным индикатором стоимости жизни населения.

Индекс номинального эффективного курса страны i . Индекс номинального эффективного курса отражает динамику курса валюты страны i к валютам стран – основных торговых партнеров. Рассчитывается как средневзвешенное изменение номинальных курсов национальной валюты к валютам стран – основных торговых партнеров страны i . В качестве весов используются доли внешнеторгового оборота страны i с каждой из стран – основных торговых партнеров в совокупном внешнеторговом обороте страны i с этими странами.

Индекс реального эффективного курса национальной валюты страны i . Рассчитывается как средневзвешенное изменение реальных курсов национальной валюты к валютам стран – основных торговых партнеров страны i . При этом билатеральный реальный курс валюты страны i к валюте страны j рассчитывается с учетом номинального курса валюты i к валюте j и соотношения уровня цен в стране i и стране j . В качестве весов используются доли внешнеторгового оборота страны i с каждой из стран – основных торговых партнеров в совокупном внешнеторговом обороте страны i с этими странами. Индекс реального эффективного курса отражает изменение конкурентоспособности товаров страны i относительно товаров стран – основных торговых партнеров.

Индекс РТС. Фондовый индекс, основной индикатор фондового рынка России, расчет которого производится на основе 50 ликвидных акций крупнейших и динамично развивающихся российских эмитентов, виды экономической деятельности которых относятся к основным секторам экономики, представленным в ЗАО «Фондовая биржа ММВБ». Перечень эмитентов и их вес в индексе пересматривается раз в квартал. Рассчитывается в долларах США.

Индекс KASE представляет собой отношение рыночных цен акций, входящих в представительский список индекса на дату его составления, к ценам акций этого списка на определенную дату, которое взвешено по капитализации с учетом акций, находящихся в свободном обращении.

Краткосрочный экономический индикатор Казахстана отражает тенденции развития экономики страны. Расчет краткосрочного экономического индикатора реализуется в целях обеспечения оперативности и базируется на изменении индексов выпуска по базовым отраслям: сельское хозяйство, промышленность, строительство, торговля, транспорт и связь. Удельный вес указанных отраслей в объеме ВВП составляет 67–68%.

Потенциальный (инфляционно нейтральный) выпуск. Совокупный уровень выпуска в экономике, который может быть произведен и реализован без создания предпосылок к изменению темпов роста цен. При этом уровень инфляционно нейтрального выпуска не связан с каким-либо определенным уровнем инфляции, а лишь свидетельствует о наличии или отсутствии условий для ее ускорения или замедления.

Разрыв выпуска. Процентное отклонение ВВП от потенциального выпуска. Характеризует соотношение спроса и предложения, является агрегированным индикатором влияния факторов спроса на инфляцию. В случае превышения фактическим выпуском потенциального (положительный разрыв выпуска) при прочих равных условиях ожидается формирование тенденции к ускорению темпов роста цен. Наличие отрицательного разрыва указывает на ожидаемое замедление темпов роста цен.

Режим плавающего валютного курса. По действующей классификации Международного валютного фонда в рамках режима плавающего валютного курса центральный банк не устанавливает ориентиров, в том числе операционных, для уровня или изменения курса, позволяя курсообразованию происходить под влиянием рыночных факторов. При этом центральный банк оставляет за собой право осуществлять покупки иностранной валюты для пополнения международных резервов либо нерегулярное воздействие на внутренний валютный рынок для сглаживания волатильности курса национальной валюты или предотвращения его чрезмерных изменений.

Режим таргетирования инфляции. Режим денежно-кредитной политики, при котором установлено, что главной целью центрального банка является обеспечение ценовой стабильности. В рамках данного режима устанавливается и объявляется количественная цель по инфляции, за достижение которой ответственен центральный банк. Обычно в рамках режима таргетирования инфляции воздействие денежно-кредитной политики на экономику осуществляется через процентные ставки. Решения принимаются в первую очередь на основе прогноза развития экономики и динамики инфляции. При этом важным элементом данного режима является практика регулярного разъяснения общественности принимаемых центральным банком решений, что обеспечивает подотчетность и информационную открытость центрального банка.

Режим управляемого плавания валютного курса. В условиях режима управляемого плавания валютного курса центральный банк не препятствует формированию тенденций в динамике курса национальной валюты, обусловленных действием фундаментальных макроэкономических факторов. Фиксированные ограничения на уровень курса национальной валюты или целевые значения его изменения не устанавливаются: центральный банк сглаживает колебания валютного курса для обеспечения постепенной адаптации экономических агентов к изменению внешнеэкономической конъюнктуры.

Структурный дефицит ликвидности банковского сектора. Состояние банковского сектора, характеризующееся существованием устойчивой потребности у кредитных организаций в привлечении ликвидности за счет операций с центральным банком. Обратная ситуация – наличие устойчивой потребности у кредитных организаций в размещении средств в центральном банке – представляет собой структурный профицит ликвидности. Расчетный уровень структурного дефицита/профицита ликвидности представляет собой разницу между задолженностью по операциям рефинансирования и операциям абсорбирования центрального банка.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. Процесс воздействия решений в области денежно-кредитной политики (в частности, решений центрального банка относительно изменения процентных ставок по своим операциям) на экономику в целом и прежде всего на ценовую динамику. Важнейшим каналом трансмиссии денежно-кредитной политики является процентный канал, действие которого основано на влиянии политики центрального банка на изменения процентных ставок, по которым субъекты экономики могут размещать и привлекать средства, а через них – на решения о потреблении, сбережении и инвестировании и, таким образом, на уровень совокупного спроса, экономическую активность и инфляцию.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АБР – Азиатский банк развития

БИПЦ – базовый индекс потребительских цен

ВБ – Всемирный банк

ВВП – валовой внутренний продукт

ВНОК – валовое накопление основного капитала

ЕАБР – Евразийский банк развития

ЕАЭС – Евразийский экономический союз

ЕБРР – Европейский банк реконструкции и развития

ЕК – Европейская комиссия

ЕС – Европейский союз

ЕЦБ – Европейский центральный банк

ЕЭК – Евразийская экономическая комиссия

ИПЦ – индекс потребительских цен

ИСМ – интегрированная система моделей

ИЦП – индекс цен производителей

ИЦПП – индекс цен производителей промышленной продукции

МВФ – Международный валютный фонд

МНЭ РК – Министерство национальной экономики Республики Казахстан

МЭ КР – Министерство экономики Кыргызской Республики

МЭ РБ – Министерство экономики Республики Беларусь

МЭРТ РТ – Министерство экономического развития и торговли Республики Таджикистан

МЭР РФ – Министерство экономического развития Российской Федерации

НБ КР – Национальный банк Кыргызской Республики

НБ РБ – Национальный банк Республики Беларусь

НБ РК – Национальный банк Республики Казахстан

НБТ – Национальный банк Таджикистана

ОФЗ – облигации федерального займа

ОЭСР – Организация экономического сотрудничества и развития

РТС – Российская торговая система

СНГ – Содружество Независимых Государств

СНС – система национальных счетов

ТИ – режим таргетирования инфляции

ФРС – Федеральная резервная система США

ЦБ РА – Центральный банк Республики Армении

ЦИИ – Центр интеграционных исследований ЕАБР

DSGE – Dynamic Stochastic General Equilibrium (модели динамического стохастического общего равновесия)

KASE – акционерное общество «Казахстанская фондовая биржа»

Основные макроэкономические показатели стран ЕАБР

	2014	2015	2016	2017 П	2018 П	2019 П
Россия						
ИПЦ (прирост в % на конец года)	11,4	12,9	5,4	3,7	3,9	4,0
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	0,7	-2,8	-0,2	1,1	1,4	1,6
Ставка MIACR (% годовых)	8,5	12,8	10,6	9,1	7,6	7,5
Обменный курс , национальная валюта к доллару США (средний по году)	38,4	60,9	67,1	59,1	61,7	64,2
Армения						
ИПЦ (прирост в % на конец года)	4,6	-0,1	-1,1	1,7	3,6	4,1
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	3,6	3,0	0,2	2,9	3,8	3,6
Ставка межбанковского РЕПО (% годовых)	7,25	10,1	7,8	6,2	7,1	7,9
Обменный курс , национальная валюта к доллару США (средний по году)	416	478	480	484	486	494
Беларусь						
ИПЦ (прирост в % на конец года)	16,2	12,0	10,6	8,4	7,3	6,1
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	1,7	-3,8	-2,6	1,3	0,8	1,0
Ставка по однодневным МБК (% годовых)	23,2	29,9	19,2	11,8	12,1	11,2
Обменный курс , белорусский рубль за 1 долл. США (средний по году)	1,02	1,59	1,989	1,942	2,042	2,161
Казахстан						
ИПЦ (прирост в % на конец года)	7,4	13,6	8,5	7,2	6,5	5,5
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	4,2	1,2	1,0	2,8	3,4	3,6
Ставка TONIA (% годовых)	10,6	15,7	15,6	10,5	10,0	8,9
Обменный курс , национальная валюта к доллару США (средний по году)	180	223	342	315	330	346
Кыргызстан						
ИПЦ (прирост в % на конец года)	10,5	3,4	-0,5	6,4	7,2	6,9
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	4,0	3,9	3,8	4,0	4,2	4,2
Ставка межбанк. РЕПО (% годовых)	6,8	9,0	3,7	4,0	8,3	9,5
Обменный курс , национальная валюта к доллару США (средний по году)	53,7	64,5	69,9	68,8	70,3	72,2
Таджикистан						
ИПЦ (прирост в % на конец года)	6,1	5,8	6,1	8,6	7,4	7,0
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	6,7	6,0	6,9	6,2	6,3	6,0
Ставка на межбанк. кредит. рынке (% годовых)		20,4	9,8	14,8	13,7	12,8
Обменный курс , национальная валюта к доллару США (средний по году)	4,9	6,2	7,8	8,2	8,6	9,1

Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов



Евразийский Банк Развития

ГРУППА ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА ЕВРАЗИЙСКОГО БАНКА РАЗВИТИЯ

Лисоволик Ярослав Дмитриевич | (+7) 495 258 27 60 (вн. 2750) | lisovolik_yd@eabr.org

Кузнецов Алексей Сергеевич | (+7) 495 258 27 60 (вн. 2743) | kuznetsov_as@eabr.org

Бердигулова Айгуль Рыскуловна | (+996) 312 66 04 04 (вн. 2315) | berdigulova_ar@eabr.org

www.eabr.org