



Евразийский Банк Развития

ГРУППА ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

МАКРООБЗОР ЕАБР

ИЮЛЬ 2016



СТРАНЫ ЕАБР:
ЗА АДАПТАЦИЕЙ РОСТ?

СОДЕРЖАНИЕ

Вступительное слово Главного экономиста	2
Раскрытие информации	4
Внешние условия	5
Российская Федерация	6
Республика Армения	15
Республика Беларусь	21
Республика Казахстан	28
Кыргызская Республика	36
Республика Таджикистан	44
Приложение	49

ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

Изрядно затянувшиеся «поиски дна» пока не дают оснований для однозначных выводов о неизбежном и скором восстановлении экономик ЕАЭС, однако итоги первого полугодия 2016 г. все же дают возможность говорить о постепенной адаптации к шокам последних нескольких лет. Негативные тенденции в экономиках государств – участников ЕАБР, усилившиеся на фоне падения цен на сырьевые товары, несколько ослабли, а экономики стран ЕАЭС стали демонстрировать некоторое улучшение макроэкономических показателей в первом полугодии 2016 г., в том числе:

- улучшение опережающих индикаторов;
- укрепление валютных курсов;
- снижение инфляционных ожиданий;
- стабилизацию финансовых рынков.

На фоне существенного падения экономической активности в регионе с IV квартала 2014 г. стали резко снижаться объемы денежных переводов из РФ, однако негативные тенденции стали ослабевать к последнему кварталу прошлого года. Сокращение денежных переводов из РФ в страны ЕАБР в IV квартале 2015 г. превышало 30% в долларовом выражении, однако квартальные темпы падения были самыми низкими за год. Стабилизация обменных курсов стран – членов ЕАБР и экономической динамики в регионе будет способствовать дальнейшему замедлению спада в объеме денежных переводов.

Несмотря на восстановление потоков денежных переводов из России в Кыргызстан в I квартале 2016 г., продолжается сокращение денежных переводов из РФ в Армению и Таджикистан. В то же время данный фактор отчасти компенсируется значительным ростом экспорта Таджикистана, Армении и Кыргызстана в РФ и в целом в страны – партнеры по ЕАЭС. Так, прирост экспорта в стоимостном выражении из Армении в Россию в январе – апреле 2016 г. составил 95,8% к соответствующему периоду 2015 г., увеличив долю стран ЕАЭС в экспорте Армении с 12% в январе – апреле 2015 г. до 19,5% в январе – апреле 2016 г.

Улучшение внешних условий, в том числе за счет снижения волатильности на мировых финансовых рынках, а также сокращение оттока капитала и рост экспорта будут способствовать стабилизации валютных курсов стран региона. Это в свою очередь будет существенным фактором дальнейшего замедления инфляции и снижения инфляционных ожиданий в странах региона. В условиях снижения инфляционного давления Центральные банки стран ЕАЭС сохраняли или снижали ключевую ставку в первом полугодии 2016 г.; при этом мы ожидаем, что ценовая и курсовая стабилизация во II квартале 2016 г. на фоне слабой экономической активности может способствовать дальнейшему смягчению денежно-кредитных условий.

Возможно, одним из откровений этого года станет именно масштабное замедление инфляции в государствах региона – мы прогнозируем замедление инфляции в странах – участницах ЕАБР с 12,8% до 6,3%. Снижение ставок в свою очередь может оказать положительное воздействие на ускорение роста кредитования, что станет импульсом для восстановления как инвестиций, так и потребления домохозяйств.

В среднесрочной перспективе нами прогнозируется восстановление ВВП¹ государств – участников ЕАБР с -3,1% в 2015 г. до -0,9% в 2016-м и до положительного роста на уровне 0,8% в 2017 г. Таким образом, несмотря на неспокойное начало января 2016 г., первое полугодие дает основания для осторожного оптимизма относительно дальнейшей динамики восстановления роста экономики и товарооборота. Post tenebras lux!

Ярослав Лисоволик,
Главный экономист Евразийского банка развития

¹ Показатель рассчитан как средневзвешенное значение на основе весов, соответствующих доле реального ВВП по паритету покупательной способности в суммарном ВВП государств – участников ЕАБР (источник: МВФ).

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ

Данная работа представляет собой первый и единственный 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 многосторонняя 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://eabr.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

Ожидается постепенное восстановление мировой экономики

Темпы прироста мирового ВВП в 2016 г. незначительно превышают 3%. Негативные тенденции в динамике мирового экономического роста связаны с нестабильностью на мировых финансовых рынках; продолжающейся рецессией в ряде стран – экспортеров сырьевых товаров и ожиданиями замедления роста экономики Китая.

Продолжение мягкой денежно-кредитной политики ФРС США и ЕЦБ

Экономика еврозоны в 2016 г. продолжает демонстрировать умеренный рост (1,7% в I квартале 2016 г. к соответствующему кварталу 2015 г.). Среди положительных факторов роста можно выделить восстановление потребления на фоне низких ставок, рост кредитования, заработных плат и снижение безработицы. ВВП США в I квартале 2016 г. вырос на 2% к I кварталу 2015 г., продолжая тенденцию к замедлению роста, связанную с ухудшением внешнего спроса и сокращением инвестиций в результате падения сырьевых цен.

Восстановление цен на основные биржевые товары

Цены на нефть после падения до многолетних минимумов в январе 2016 г. продемонстрировали практически двукратный рост к концу II квартала на фоне большей сбалансированности спроса и предложения на рынке нефти. В 2016 г. наблюдается постепенное восстановление продовольственных цен. С ожидаемым восстановлением спроса на мировых рынках прогнозируется продолжение их восстановительной динамики. На фоне падения цен на нефть и ослабления доллара в феврале 2016 г. цены на золото показали резкий рост, вернувшись к уровню начала 2015 г., и закрепились на нем до конца II квартала.

Прогнозные значения основных внешнеэкономических показателей

	Среднегодовая цена нефти марки URALS (долл. США/барр.)	Среднегодовая цена золота (долл. США/унц.)	Цены на продо- вольственные товары, индекс 2010=100	Номинальный курс EUR/USD (средний за год)	Ставка Fed Funds , % (средн. за год)
2016	40,8	1215	87,7	1,12	0,6
2017	46,8	1231	89,5	1,12	1,8
2018	49,0	1244	91,4	1,11	2,6

Источник: Расчеты авторов

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ



ТЕНДЕНЦИИ ВВП

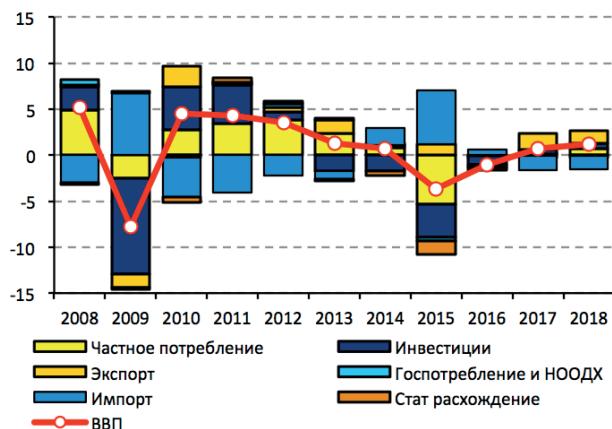
Замедление темпов падения реального ВВП и адаптация экономики к новым условиям

В начале 2016 г. негативные тенденции в экономике России, усилившиеся на фоне резкого падения цен на нефть, несколько ослабли, а экономика постепенно смогла адаптироваться к новым экономическим условиям. Вместе с тем внутренний спрос по-прежнему остается слабым, отражая как сокращение реальных доходов домашних хозяйств, так и инвестиций частного сектора. Это, в свою очередь, должно способствовать снижению инфляции в среднесрочной перспективе. По данным Росстата, по итогам 2015 г. реальный ВВП снизился на 3,7% по сравнению с предыдущим годом. В I квартале 2016 г. снижение составило 1,2% (по отношению к соответствующему периоду предыдущего года). Таким образом, начиная с III квартала 2015 г. стали наблюдаться признаки стабилизации динамики ВВП после его значительного падения во II квартале. В целом темпы роста ВВП с исключением сезонного фактора в I квартале 2016 г. по отношению к предыдущему кварталу близки к нулю.

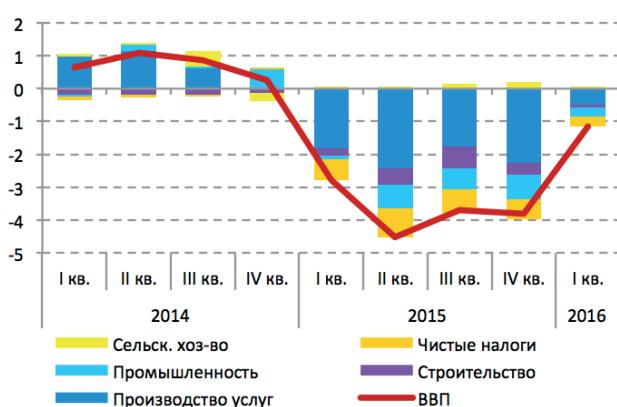
Наблюдаются признаки восстановления роста промышленного производства

Промышленное производство в феврале 2016 г. впервые с января 2015 г. показало рост на 1% (по отношению к соответствующему периоду предыдущего года). В целом в I квартале 2016 г. в годовом выражении выпуск в промышленности снизился на 0,6%, а в апреле показал рост на 0,5%, что также свидетельствует о тенденции к восстановлению (за 2015 г. падение индекса промышленного производства составило 3,4%). В апреле 2016 г. впервые с 2014-го показал рост (на 0,6%) выпуск в обрабатывающих производствах. Выпуск в этих отраслях поддерживался как импортозамещением, так и увеличением поставок продукции на экспорт. Объем работ, выполненных по виду деятельности «Строительство», в апреле 2016 г. составил 392,0 млрд рублей, или 94,1% (в сопоставимых ценах) к уровню соответствующего периода предыдущего года.

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, ЕЭК, расчеты авторов

В целом за I квартал (по отношению к I кварталу 2015 г.) производство в строительстве снизилось на 1,6%. Динамика грузооборота транспорта находится в положительной области с III квартала 2015 г. В I квартале 2016 г. грузооборот транспорта, по предварительным данным, вырос на 1,5% в I квартале 2016 г. по сравнению с I кварталом 2015-го.

Динамика внутреннего спроса остается слабой ввиду негативного внешнего фона, а также низкого уровня потребительской и инвестиционной уверенности

Спрос, как инвестиционный, так и потребительский, остается достаточно слабым. По итогам I квартала 2016 г. снижение инвестиций в основной капитал составило 4,8% к соответствующему кварталу предыдущего года (6,4% кварталом ранее). Однако улучшение динамики инвестиций связано во многом с эффектом базы. Среди факторов, формирующих слабое восстановление внутреннего спроса, остаются негативные ожидания инвесторов, связанные как с действием секторальных санкций, так и с сохранением на низком уровне потребительской и предпринимательской уверенности. Потребительская активность в первой половине 2016 г. оставалась сдержанной. Оборот розничной торговли в апреле 2016 г. составил 95,2% к соответствующему периоду предыдущего года, в январе – апреле 2016 г. – 94,8%. Уровень безработицы, по данным Банка России, (с учетом коррекции на сезонность) в марте-апреле 2016 г. несколько повысился относительно начала года (с 5,5 до 5,7%), вернувшись на уровни второй половины 2015 г. Слабая динамика потребительского спроса во многом определялась снижением реальных доходов домашних хозяйств, а также повышением нормы сбережений в условиях ухудшения потребительской уверенности.

**Положительная
динамика
опережающих
индикаторов
и ожидаемое
улучшение
внешних условий
предполагают
восстановление
экономики в
среднесрочной
перспективе**

В результате умеренного роста цен на нефть в течение всего прогнозного периода, а также адаптации экономики к их более низкому уровню ожидается увеличение спроса на отечественную продукцию в ряде отраслей обрабатывающей промышленности вследствие повышения ценовой конкурентоспособности. Опережающие индикаторы, рассчитываемые ЕЭК, свидетельствуют о некоторой стабилизации темпов падения ВВП в России во второй половине 2016 г. Сводный опережающий индикатор (СОИ) увеличивается в течение последних месяцев после периода стабилизации в конце 2015 г., что свидетельствует о положительной тенденции в развитии экономической активности в краткосрочной перспективе. На улучшение (в сравнении с аналогичным периодом 2015 г.) указывают практически все компоненты СОИ, характеризующие внешний, внутренний и финансовый сектора экономики. Улучшилась динамика индексов предпринимательской уверенности в обрабатывающей и добывающей промышленности в апреле 2016 г. (с исключением сезонности).

Инфляция

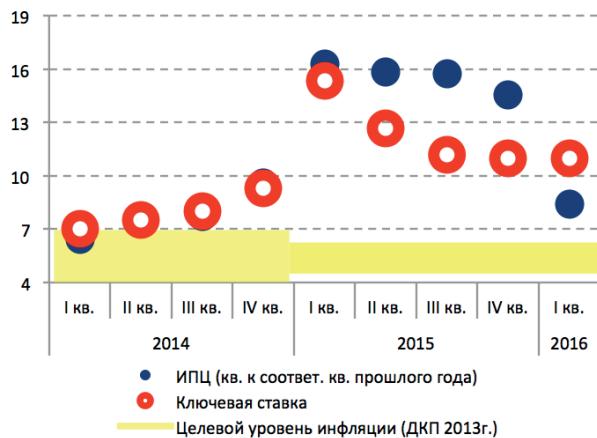
**С конца 2015 г.
наметилась тенденция
к замедлению
инфляции**

Инфляция в 2016 г. снижалась несколько быстрее, чем ожидалось ранее. Ряд внешних и внутренних факторов оказывал существенное понижающее давление. К таким факторам можно отнести сокращение внутреннего спроса и снижение мировых цен на продовольствие и энергоносители. Со стороны затрат также наблюдалось уменьшение давления на инфляцию, в частности, имело место снижение темпов роста цен производителей в промышленности. В апреле годовой прирост цен производителей в промышленности составил 0,9% против 12,1% в апреле 2015 г. В начале 2016 г. также наблюдалось замедление темпов роста цен производителей сельскохозяйственной продукции – до 3,7% в январе 2016 г. против 5,7% за аналогичный период 2015 г.

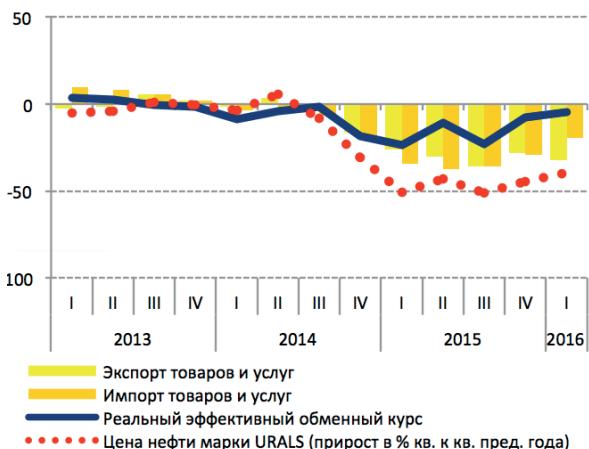
**Слабый спрос и
жесткая монетарная
политика создают
условия для
дальнейшего
замедления
инфляции**

В мае годовая инфляция снизилась до 7,3%. Базовая инфляция снизилась с 8,9% к соответствующему периоду предыдущего года в феврале до 7,5% в мае. При этом темпы прироста цен к предыдущему месяцу с учетом коррекции на сезонность стабилизировались на сравнительно низких уровнях. В июне, по нашим оценкам, годовая инфляция останется на уровне 7,5%. Сохранение ограничений со стороны спроса, а также проведение Банком России и правительством умеренно жесткой монетарной и бюджетной политики будет способствовать дальнейшему замедлению инфляционных процессов. Наш прогноз на III квартал составляет 6,6% к соответствующему кварталу предыдущего года. Как и ранее, основные инфляционные риски в среднесрочной перспективе связаны с неопределенностью внешнеэкономической конъюнктуры и динамикой инфляционных ожиданий, которые остаются повышенными, согласно оценке Банка России.

ИПЦ и ставка рефинансирования (%)



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



Источник: Национальное статистическое ведомство, ЕЭК, расчеты авторов

Обменный курс

Динамика цен на нефть остается доминирующим фактором на валютном рынке

Динамика номинального курса российского рубля начиная с середины 2014 г. (переход к режиму свободного плавания) определяется в основном ценами на нефть. За 2015 г. рубль обесценился к доллару более чем на 31% (декабрь 2015 к декабрю 2014 г.). После обвального падения в конце 2014 г. рубль начал отыгрывать позиции, чему способствовал рост нефтяных котировок. Реальное укрепление российской валюты продолжалось всю первую половину 2015 г. и привело к тому, что реальный эффективный курс рубля оказался вблизи своей равновесной траектории к концу II квартала. Однако в дальнейшем цены на нефть снова пошли вниз, что было отражено в динамике курса. В результате в 2015 г. реальный эффективный курс российской валюты ослаб на 10,8%.

Рубль остается недооцененным

В 2016 г. рубль практически постоянно укреплялся вслед за ростом нефтяных котировок. Реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам укрепился в I квартале 2016 г. на 10,9% к IV кварталу 2015 г. На начало прогнозного периода, по нашим оценкам, российский рубль недооценен относительно своей равновесной траектории (разрыв реального эффективного курса оценивается на уровне 17%). Таким образом, на рынке сохраняются условия для укрепления российской валюты в краткосрочной перспективе.

Фискальная политика

Дефицит бюджетной системы РФ увеличился в январе – апреле 2016 г., составив 4,3% к ВВП

По данным Федерального казначейства России, дефицит бюджетной системы Российской Федерации в январе – апреле 2016 г. составил 0,7 трлн рублей, или 2,7% ВВП (в январе – апреле 2015 г. – 3,7% ВВП). Дефицит федерального бюджета составил 1,1 трлн рублей (4,3% ВВП), увеличившись на 0,2 трлн рублей по сравнению с аналогичным периодом 2015 г. Доходы бюджетной системы за январь – апрель 2016 г. снизились на 4,3% в годовом выражении и составили 8,3 трлн рублей (31,7% ВВП), доходы федерального бюджета – на 14,1%, до 3,9 трлн рублей (14,9% ВВП).

Сокращение доходов и расходов бюджета за счет снижения нефтегазовых поступлений и более равномерного расходования средств

Основным фактором сокращения доходов стало сокращение поступлений нефтегазовых доходов, для расходов – более равномерное освоение средств по статье «Национальная оборона и безопасность», чем в прошлом году, и сдерживание расходов по статье «Национальная экономика». Основной прирост социальных расходов связан с индексацией пенсий в феврале. Расходование средств было интенсифицировано в марте-апреле, что привело к существенному расширению дефицита бюджета. Дефицит федерального бюджета профинансируется за счет изменений остатков средств бюджетов.

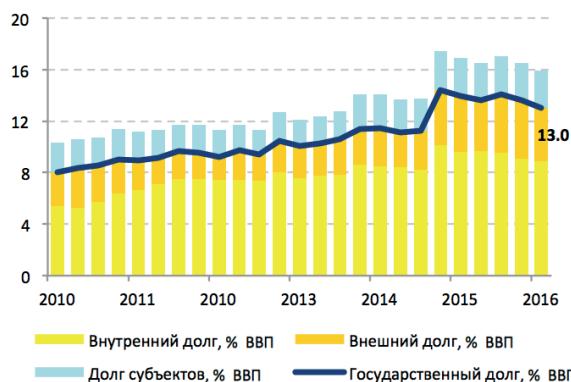
Успешное выполнение программы госзаимствований

Минфин России успешно выполняет программу государственных заимствований – чистое размещение портфеля ОФЗ в январе – апреле 2016 г. составило 185,5 млрд рублей. В конце мая Минфин России также привлек 1,75 млрд долларов США от размещения 10-летних еврооблигаций. Объем совокупного государственного долга на начало апреля 2016 г. составил 13,3 трлн рублей, несколько снизившись по отношению к началу года за счет валютной переоценки внешней задолженности.

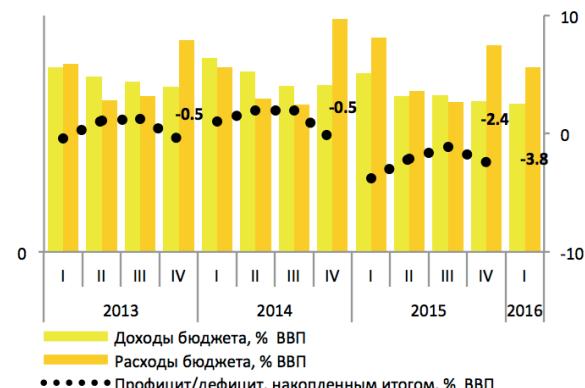
Ориентиром по дефициту на 2016 г. остается уровень в 3% ВВП

Согласно последним заявлениям Минфина России, ориентиром на 2016 г. остается дефицит в размере 3% ВВП. Пересмотр бюджетных параметров на фоне роста цен на нефть перенесен на осень.

Государственный долг



Исполнение республиканского бюджета



Источник: Национальное статистическое ведомство, ЕЭК, расчеты авторов

Денежно-кредитная политика

Снижение процентных ставок на протяжении 2015 г.

В целом процентная политика Банка России в 2015 г. оценивается как умеренно жесткая, что являлось необходимой мерой для стабилизации инфляционных и девальвационных ожиданий. При этом после всплеска процентных ставок в конце 2014 г. на протяжении всего 2015 г. наблюдалось их постепенное снижение.

Снижение ключевой ставки Банка России в июне 2016 г.

На последнем заседании 10 июня 2016 г. совет директоров Банка России принял решение снизить ключевую ставку до 10,50% годовых, отмечая позитивные процессы стабилизации инфляции, снижения инфляционных ожиданий и инфляционных рисков на фоне признаков приближающегося вхождения экономики в фазу восстановительного роста. Денежно-кредитные условия остаются умеренно жесткими, несмотря на их некоторое смягчение в связи со снижением дефицита ликвидности банковского сектора. Реальные процентные ставки в экономике сохраняются на уровне, стимулирующем сбережения.

Прогноз по ставке – дальнейшее снижение во второй половине 2016 г.

По нашему мнению, ЦБ продолжит постепенное снижение ключевой ставки во второй половине 2016 г., сигнализируя рынку об улучшающейся макроэкономической ситуации и снижении инфляционных ожиданий.

2016 г.

В заявлениях Банка России в течение 2016 г. неоднократно отмечался тренд на постепенный переход от дефицита к профициту ликвидности банковского сектора, то есть к превышению спроса банков на размещение средств в центральном банке над спросом на рефинансирование. В ситуации профицита ликвидности ставка центрального банка становится ориентиром скорее для ставок по размещению, а не по заимствованию средств банками. В результате может происходить некоторое смягчение денежно-кредитных условий даже при неизменной ключевой ставке. Однако, согласно последним оценкам Банка России, окончательный переход банковского сектора к структурному профициту ликвидности прогнозируется в начале 2017 г., в то время как ранее ожидалось, что он произойдет уже в конце 2016 г.

В 2017 г. возможен переход от дефицита к профициту ликвидности

ПРОГНОЗ

Внешние условия остаются неблагоприятными, однако влияние негативных шоков постепенно ослабевает

Сохранение санкционного режима, в том числе на импорт технологий в ключевых отраслях экономики, наряду с сохраняющимися неблагоприятным внешним фоном и низкой инвестиционной активностью обусловят восстановление экономического роста в 2017–2018 гг. более медленными темпами, чем в 2010–2011 гг. Тем не менее влияние негативных шоков постепенно ослабевает: восстановление на фондовых рынках способствовало сокращению оттока капитала в частном секторе. С учетом этих тенденций в 2016 г. мы ожидаем замедления снижения ВВП до 1%. В среднесрочной перспективе ожидается слабое восстановление в 2017–2018 гг. (0,7–1,2%) после рецессии в 2015–2016 гг.

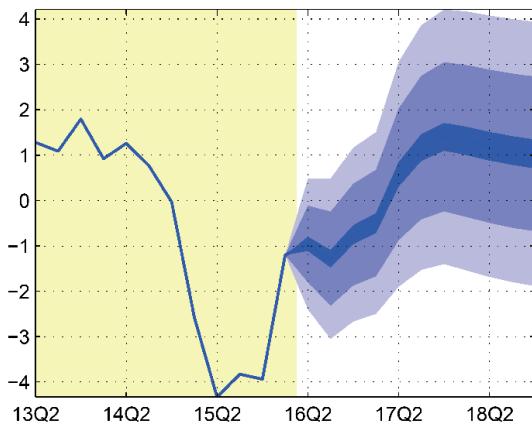
Циклическая и равновесная компоненты вносят отрицательный вклад в динамику выпуска

В 2016 г. падение выпуска будет обусловлено как динамикой равновесного выпуска, так и вкладом циклической компоненты. Падению темпов роста равновесного выпуска (восстановление ожидается лишь к 2018 г.) способствуют снижение равновесной цены на нефть, физическая и моральная изношенность капитала (инвестиции продолжают падение); низкие перспективы роста человеческого капитала (снижение финансирования в результате сокращения); сокращение экономически активного населения (возможность смягчения за счет притока мигрантов); технологические ограничения (санкции на экспорт технологий). Большой отрицательный вклад циклической компоненты (разрыв выпуска останется в отрицательной области до середины 2018 г.) обусловлен влиянием циклической компоненты цены нефти, сохранением умеренно-отрицательного влияния внешнего спроса и ограничениями на иностранное финансирование.

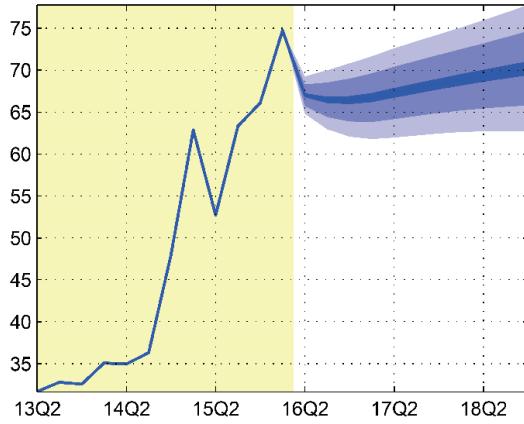
Закрытие разрыва по реальному курсу может оказать поддержку спросу

С другой стороны, постепенное восстановление цены нефти в среднесрочной перспективе, а также закрытие разрыва по реальному курсу будут в 2016 г. создавать условия для укрепления рубля, что может положительно сказаться на внутреннем спросе и способствовать частичному закрытию разрыва выпуска. Однако продолжение спада инвестиционной активности, сохранение оттока капитала и возможные действия со стороны Банка России по пополнению резервов могут изменить направление курсовой динамики.

**ВВП в сопоставимых ценах²
(прирост в % к пред. году)**



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

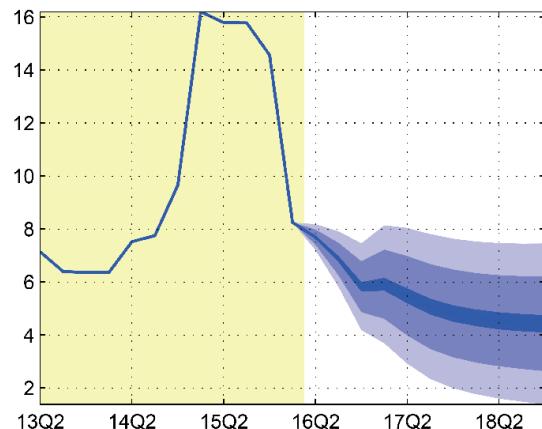


Источник: Расчеты авторов

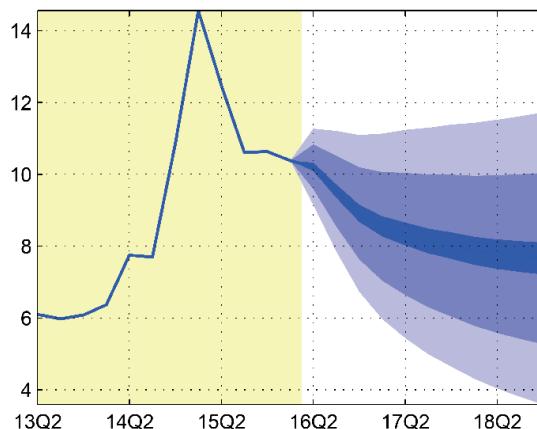
**Инфляция взяла курс
на снижение**

С начала 2016 г. инфляция постепенно снижается. По прогнозу в 2016 г. среднегодовой темп прироста потребительских цен составит 7,2%, что отражает слабый внутренний спрос. Вместе с тем возможно небольшое усиление инфляции во втором полугодии текущего года из-за повышения тарифов на жилищно-коммунальные услуги. Однако общая тенденция к снижению инфляции до конца года сохранится. При поддержании в 2017–2018 гг. действующей направленности монетарной политики ожидается снижение инфляции до 5,3% в 2017 г. и 4,5% в 2018 г.

ИПЦ (прирост в % на конец года)



Ставка MIACR (% годовых)



Источник: Расчеты авторов

² Здесь и далее диапазоны веерных диаграмм соответствуют 10%, 50% и 75% доверительным интервалам.

РЕЗЮМЕ

Прогноз основных макроэкономических показателей Российской Федерации

	2016	2017	2018
ИПЦ (прирост в % на конец года)	5,8	4,8	4,4
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	-1,0	0,7	1,2
Ставка MIACR (% годовых)	10,3	8,6	8,1
Обменный курс, национальная валюта к доллару США (средний по году)	68,7	67,5	69,5

Источник: Расчеты авторов

Прогнозы международных организаций по ВВП России (прирост в % к пред. году)

	2016						2017					
	ВБ	ЕБРР	ЕАБР	МВФ	ОЭСР	МЭР РФ	ВБ	ЕБРР	ЕАБР	МВФ	ОЭСР	МЭР РФ
I кв. 15	0,1		0,0	-1,0					0,8			
II кв. 15	-0,3	-1,8		-1,1	0,8	2,3				-1,0		2,3
III кв. 15	-0,6		0,0				1,5		1,1			
IV кв. 15		-1,2	0,1	-0,6		0,7			1,1			
I кв. 16	-0,7		-1,6	-1,0		-0,8	1,3		0,8	1,0		
II кв. 16	-1,2	-1,2	-1,0	-1,8	-1,7	-0,2	1,4	1,0	0,7	0,8	0,5	0,8
Факт												

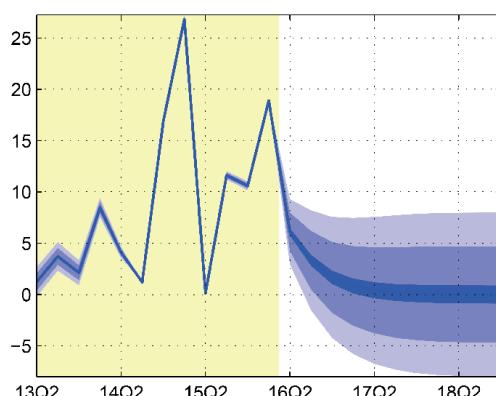
Источник: Расчеты авторов, ВБ, ЕБРР, МВФ, Центральный (национальный) банк

Прогнозы международных организаций по инфляции в России (прирост в % на конец года)

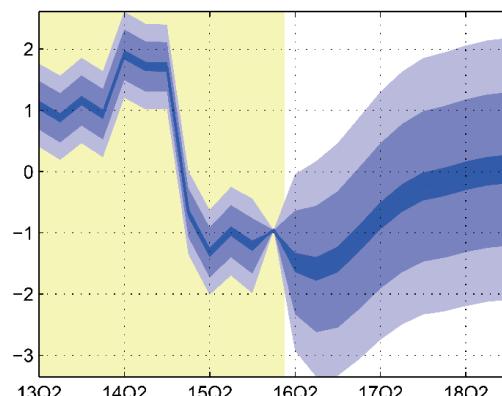
	2016						2017					
	ЕК	ВБ	ЕАБР	МВФ	ОЭСР	МЭР РФ	ВБ	ЕБРР	ЕАБР	МВФ	ОЭСР	МЭР РФ
I кв. 15	7,0		8,9						7,4			
II кв. 15	8,0	8,5		5,0						5,0		
III кв. 15			7,3						5,5			
IV кв. 15	7,0		9,4	6,0		7,4			7,0	6,0		
I кв. 16	8,5		7,2			9,3		6,2	5,4			
II кв. 16			5,8	8,4	7,3	6,5			4,8	6,5		4,9
Факт												

Источник: Расчеты авторов, ВБ, ЕБРР, МВФ, Центральный (национальный) банк

Разрыв реального курса российского рубля к доллару США, %



Разрыв выпуска, %



Источник: Расчеты авторов

РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ



ТЕНДЕНЦИИ ВВП

Ускорение темпов прироста ВВП по итогам I квартала 2016 г. до 4,4%

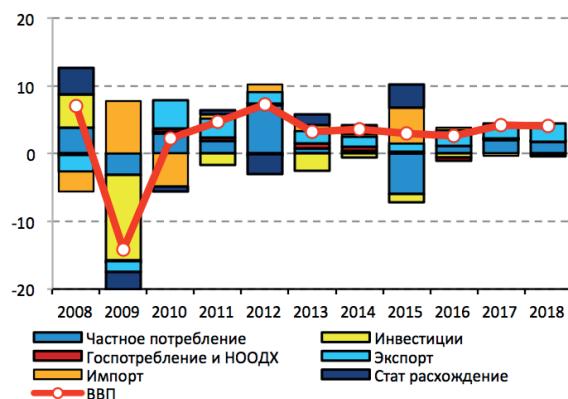
На фоне замедления роста большинства стран ЕАЭС динамика экономической активности и как следствие темпов роста экономики Республики Армении в I квартале 2016 г. оказалась выше ожиданий. Наращивание производственных мощностей и увеличение поставок по основным товарным группам экспорта, несмотря на неблагоприятные ценовые условия и слабый внешний спрос, позволили достичь по итогам I квартала 2016 г. прироста ВВП на уровне 4,4% к I кварталу 2015 г. При этом показатель экономической активности в апреле 2016 г. ускорился до 6,8% к апрелю 2015 г., составив в целом за январь – апрель 2016 г. 6% в годовом выражении.

Среди лидеров роста по секторам экономики в I квартале 2016 г. можно выделить горнодобывающую промышленность и производство услуг

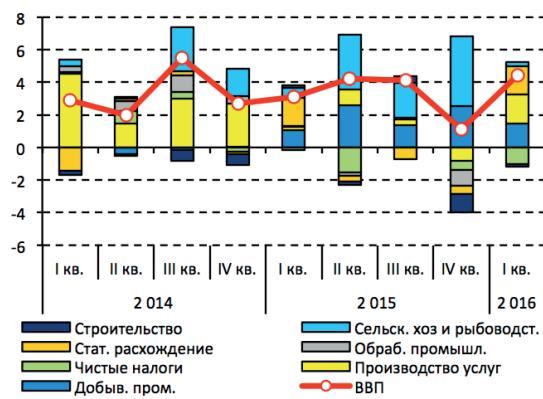
Основными факторами экономической активности в Армении в I квартале 2016 г. выступили:

- *со стороны использования доходов:* основным источником роста остается экспорт, темпы прироста которого за I квартал 2016 г. составили 26,2% к I кварталу 2015 г. при сокращении импорта за аналогичный период на 5%. Одним из основных направлений роста экспорта в январе – апреле 2016 г. являются страны ЕАЭС. В том числе прирост экспорта в стоимостном выражении в Россию составил 95,8% к соответствующему периоду 2015 г., увеличив долю стран ЕАЭС в экспорте Армении с 12,5% в январе – апреле 2015 г. до 19,5% в январе – апреле 2016 г.;
- *со стороны добавленной стоимости:* негативный вклад в темпы роста ВВП вносила динамика оптовой и розничной торговли – снижение на 1,9% к I кварталу 2015 г., снижение экономической активности в секторе строительства на 2,4% и обрабатывающей промышленности на 1,8%. В I квартале 2016 г. положительное влияние на экономический рост имело сельское хозяйство (прирост на 3,8% к I кварталу 2015 г.) и горнодобывающая промышленность (прирост 36,4% к I кварталу 2015 г.).

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



Структура прироста ВВП
в сопоставимых ценах по производству
(%)



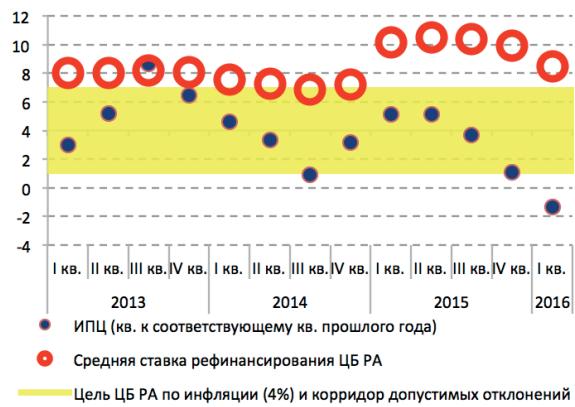
Источник: Национальное статистическое ведомство, ЕЭК, расчеты авторов

Инфляция

**Отклонение от
цели по инфляции
увеличивается с
начала 2016 г.**

Внешний фон, сформировавшийся в результате снижения цен на сырьевые и продовольственные товары, наряду со слабым восстановлением потребительской активности и низкими ценами на сельскохозяйственную продукцию продолжили оказывать в первой половине 2016 г. дефляционное давление на экономику Армении. В результате по итогам января – мая 2016 г. дефляция в годовом выражении сложилась на уровне 2,1%. Таким образом, фактическая инфляция продолжает оставаться ниже целевого показателя Центрального банка 2,5–5,5%.

ИПЦ и ставка рефинансирования (%)



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



Источник: Национальное статистическое ведомство, ЕЭК, расчеты авторов

Обменный курс

Тенденции 2015 г. сохранились на валютном рынке и в начале 2016 г.

С начала текущего года номинальный и реальный эффективный курсы драма ослабли на 2,0% и 2,9% соответственно (по данным за апрель 2016 г.). При этом национальная валюта Армении укрепилась к доллару США на 0,9% (апрель 2016 г. к декабрю 2015 г.) на фоне обесценения к российскому рублю на 5,2% (апрель 2016 г. к декабрю 2015 г.), что способствовало восстановлению конкурентоспособности внешнеторгового сектора экономики на российском рынке. Снижение денежных переводов из России по итогам января – мая 2016 г. составило 13% к соответствующему периоду предыдущего года (снижение на 44% в январе – мае 2015 г.). Международные резервные активы сократились на 208,2 млн долларов США (или на 12,0% с начала года) и составили 1532,0 млн долларов США по данным на 1 мая 2016 г.

По итогам I квартала 2016 г. реальный эффективный курс драма был незначительно переоцененным (на 1,7%) относительно своего равновесного уровня, в то время как реальный курс драма к доллару США недооценен на 3,5% и имеет потенциал для укрепления.

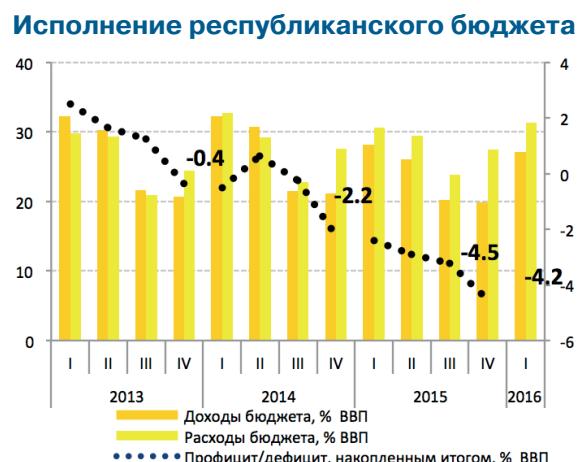
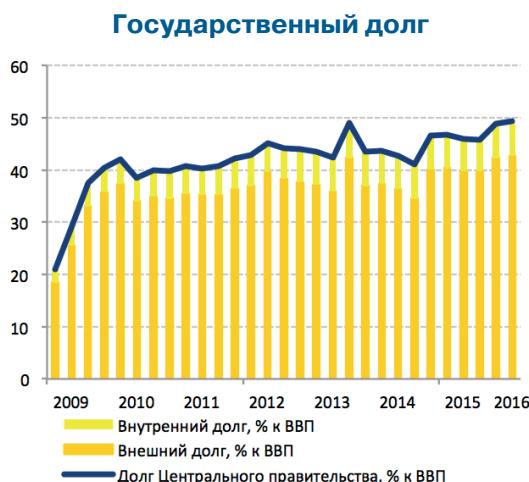
Фискальная политика

Снижение экономической активности в сферах, формирующих доходную часть бюджета

В I квартале 2016 г. фискальная политика сохранила экспансионистский характер. Дефицит государственного бюджета составил 31,1 млрд драмов и был профинансирован за счет внутренних источников. Продолжился рост социальных расходов и расходов на государственную службу. Обеспечение доходной части бюджета в I квартале 2016 г. находилось под влиянием неблагоприятных внешних и внутренних факторов, среди которых спад в сферах импорта (25,9% год к году по итогам I квартала 2016 г.) и строительства (2,2% год к году), являющихся важными источниками налоговых поступлений в бюджет Армении. По итогам 2016 г. дефицит государственного бюджета ожидается на уровне 3,5% ВВП.

Рост государственного долга до 50,1% ВВП

Государственный долг Армении вырос на 3,8% и составил 5270,6 млн долларов США по данным на конец мая 2016 г. Его основное увеличение произошло за счет роста (на 2,7%) внешнего долга. В результате наблюдается увеличение долговой нагрузки на экономику до 50,1% ВВП (48,7% ВВП на конец 2015 г.). Превышение порогового значения по государственному долгу 50% ВВП увеличивает макроэкономические риски, ограничивая возможности фискального маневра для абсорбирования внутренних и внешних шоков.



Источник: Национальное статистическое ведомство, ЕЭК, расчеты авторов

Денежно-кредитная политика

Снижение процентных ставок в январе – мае 2016 г. в целях стимулирования экономической активности

С начала 2016 г. на фоне слабого внутреннего спроса и дефляционных процессов в экономике денежно-кредитная политика Центрального банка Армении была направлена на смягчение монетарных условий для поддержания экономической активности и снижения дефляционного навеса. В январе – мае 2016 г. монетарные власти Армении трижды снижали ставку рефинансирования (с 8,75% до 7,75% годовых). Соответственно, ставки по инструментам регулирования ликвидности банковской системы также снижались на аналогичную величину. Ожидается, что в текущем году данная направленность монетарной политики сохранится.

В экономике сохраняется высокий уровень долларизации

Необходимо отметить, что в текущих условиях остаются риски увеличения уровня долларизации. По итогам апреля 2016 г. его значение, рассчитанное по удельному весу депозитов резидентов в иностранной валюте в общем объеме депозитов резидентов, составило 62,5%. На этом основании монетарные власти заявляют об осмотрительном смягчении монетарных условий.

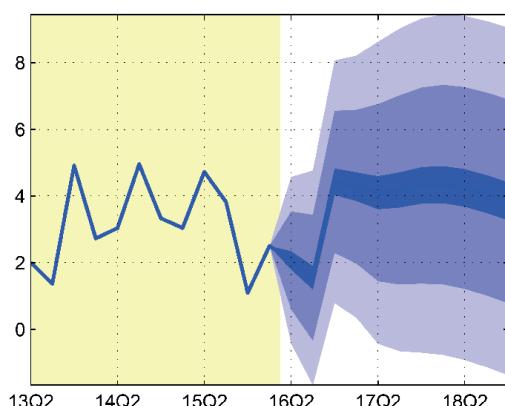
Прогноз

Восстановление экономического роста на фоне постепенной активизации внутреннего спроса

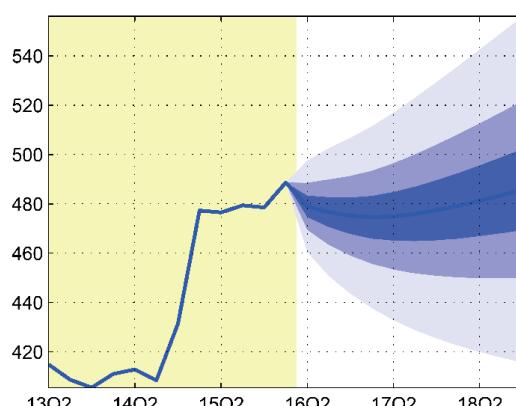
Несмотря на рост реальных заработных плат в государственном и частном секторах, рецессия в Российской Федерации будет сдерживать восстановление потребительского спроса ввиду сокращения факторных доходов и денежных переводов. В условиях слабого внутреннего спроса рост выпуска в добывающей промышленности и увеличение экспорта останутся основной движущей силой экономического роста Армении в 2016 г. Продолжение снижения ставки рефинансирования в мае 2016 г. до 7,75%, направленное на поддержку внутреннего спроса, наряду с предпринимаемыми правительством мерами по стимулированию инвестиций призвано расширить кредитование для формирования базы устойчивого экономического роста.

В целом, принимая во внимание рост показателей экономической активности, среднегодовой прирост ВВП в 2016 г. ожидается на уровне 2,6%. В среднесрочной перспективе, по мере активизации внутреннего спроса и реализации инфраструктурных проектов, темпы экономического роста увеличиваются до 4,2% в 2017 г. и 4,1% в 2018 г.

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



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

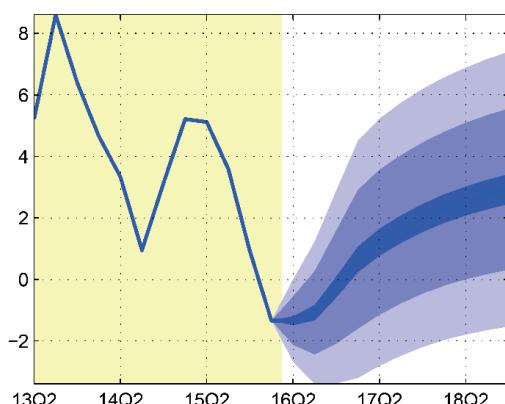


Источник: Расчеты авторов

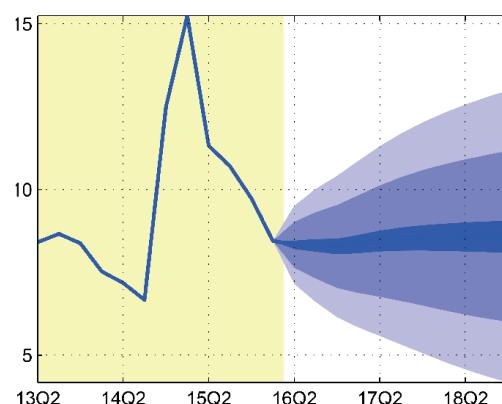
**Ожидается
постепенный рост
инфляции до
целевого уровня
ЦБ РА**

Динамика потребительских цен находится под влиянием продолжительного падения цен на энергоносители и продовольственные товары. Инфляция несколько увеличится, но в течение 2016 г. будет находиться ниже диапазона допустимых отклонений, установленного Центральным банком. Ожидается, что прирост цен в текущем году в отсутствие новых шоков составит -0,3% на конец 2016 г. В результате увеличения внутреннего спроса, постепенного ослабления реального эффективного курса, а также роста цен на импортируемое сырье и товары ожидается увеличение инфляции до 2,0% и 2,9% в 2017 и 2018 гг. соответственно.

ИПЦ (прирост в % на конец года)



Ставка межбанковского РЕПО (% годовых)



Источник: Расчеты авторов

РЕЗЮМЕ

Прогноз основных макроэкономических показателей Республики Армении

	2016	2017	2018
ИПЦ (прирост в % на конец года)	-0,3	2,0	2,9
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	2,6	4,2	4,1
Ставка межбанковского РЕПО (% годовых)	8,7	8,8	8,9
Обменный курс, национальная валюта к доллару США (средний по году)	480	476	482

Источник: Расчеты авторов

Прогнозы международных организаций по ВВП РА (прирост в % к пред. году)

	2016						2017					
	АБР	ВБ	ЕБРР	ЕАБР	МВФ	ЦБ РА	АБР	ВБ	ЕБРР	ЕАБР	МВФ	ЦБ РА
I кв. 15		3,7		2,2				4,1		3,2		
II кв. 15		2,7	1,0		0,0	1,6–2,6		3				
III кв. 15				3,6						3,8		
IV кв. 15			2,0	1,6	2,2					3,6	2,7	
I кв. 16	2,0	2,2		1,9		1,5–2,6	2,3	2,8		3,9		3,0–4,5
II кв. 16		1,9	2,0	2,6	1,9			2,8	2	4,2	2,5	
Факт												

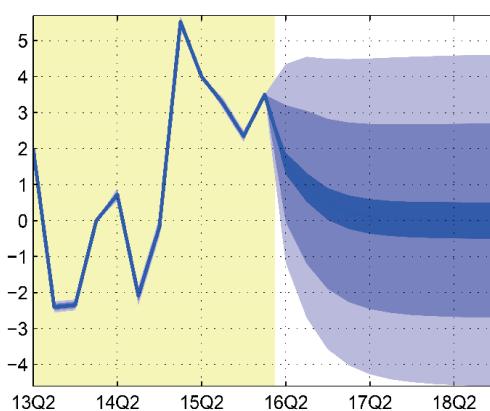
Источник: Расчеты авторов, ВБ, ЕБРР, МВФ, Центральный (национальный) банк

Прогнозы международных организаций по инфляции в РА (прирост в % на конец года)

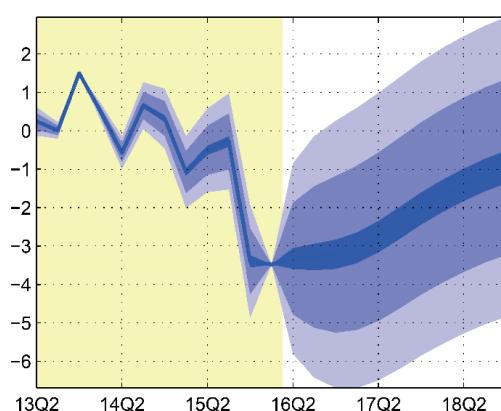
	2016				2017			
	АБР	ЕАБР	МВФ	ЦБ РА	АБР	ЕАБР	МВФ	ЦБ РА
I кв. 15		4,0					3,5	
II кв. 15			4,0	2,5–5,5				4,0
III кв. 15		4,0				4,2		
IV кв. 15		3,9	4,0			3,8	4,0	
I кв. 16	3,8	1,5		1,0–2,5	4,0	3,1		
II кв. 16		-0,3	2,6			2,0	4,0	
Факт								

Источник: Расчеты авторов, ВБ, ЕБРР, МВФ, Центральный (национальный) банк

Разрыв реального курса армянского драма к доллару США, %



Разрыв выпуска, %



Источник: Расчеты авторов

РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ



ТЕНДЕНЦИИ ВВП

Сокращение ВВП в январе – мае 2016 г. в отсутствие возможностей для стимулирования экономики

По итогам января – мая 2016 г. ВВП Беларуси снизился по сравнению с предыдущим годом на 2,8%. Такое сокращение экономического роста проходило на фоне слабого внутреннего спроса и спроса со стороны стран – основных торговых партнеров при отсутствии возможности реализации экспансионистской макроэкономической политики фискальными и монетарными органами.

Основными факторами снижения экономической активности в Беларуси выступили:

Замедление сокращения объемов производства в большинстве видов экономической деятельности

- *со стороны доходов:* сокращение реальных располагаемых доходов населения в январе – апреле 2016 г. на 6,9% к январю – апрелю 2015 г. вследствие жесткой привязки роста заработной платы к росту производительности;
- *со стороны использования доходов:* сжатие валового накопления основного капитала в I квартале 2016 г. (сокращение по сравнению с I кварталом 2015 г. на 21,7%) и расходов на конечное потребление домашних хозяйств (снижение по сравнению с I кварталом 2015 г. на 1,1%);
- *со стороны добавленной стоимости:* в целом за январь – апрель 2016 г. падение промышленного производства сократилось до 2,5% к соответствующему периоду прошлого года, падение строительства – до 22,2% и торговли – до 2,7%. Положительная динамика продолжается в сельском хозяйстве, где темпы роста выпуска по итогам января – апреля 2016 г. в годовом выражении составили 1,5%. При этом стоит отметить рост промышленного производства в апреле 2016 г. на 2,9% к апрелю 2015 г. Положительная динамика в промышленности наблюдается впервые с конца 2014 г.

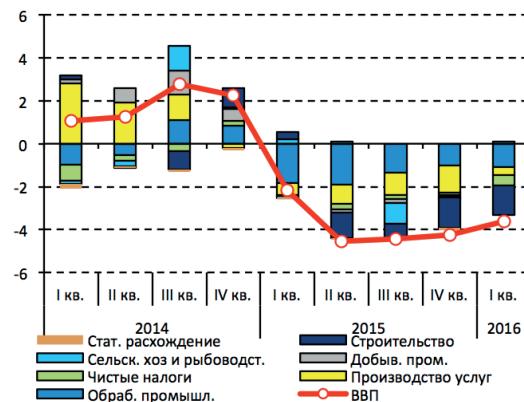
Сохранение высоких ставок по кредитам ограничивает инвестиции

В апреле 2016 г. инвестиции в основной капитал замедлили падение, сократившись на 18,9% к соответствующему периоду предыдущего года (падение в марте – 27,8%). По итогам января – апреля 2016 г. сокращение инвестиций в годовом выражении составило 24%. Разрыв выпуска, характеризующий разность между экономической активностью и потенциальным уровнем ВВП, остается отрицательным, достигнув в I квартале 2016 г. уровня -4%.

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, ЕЭК, расчеты авторов

**Положительная
динамика
опережающих
индикаторов
экономического
развития**

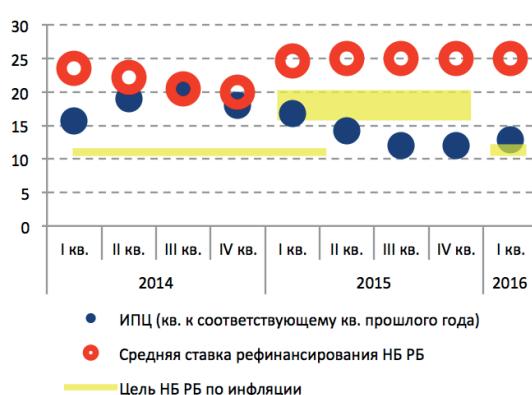
Опережающие индикаторы, рассчитываемые ЕЭК, продолжают свидетельствовать о замедлении темпов падения ВВП в Республике Беларусь во II квартале 2016 г. Сводный опережающий индикатор (СОИ) увеличивается шесть месяцев подряд, что указывает на формирование положительной тенденции в развитии экономической активности в краткосрочной перспективе.

Инфляция

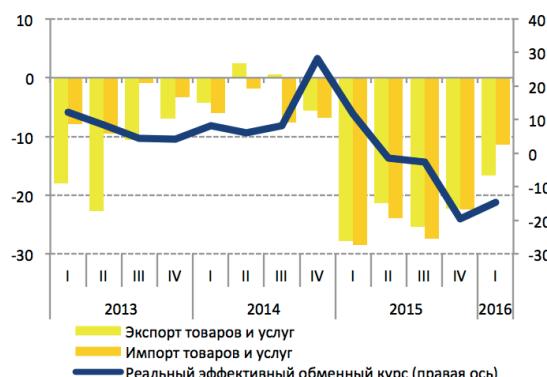
**Достижение цели
по инфляции в
2016 г. осложняется
ростом тарифов на
регулируемые услуги
и акцизов**

По итогам мая 2016 г. инфляция в годовом выражении составила 12,4%. Прирост индекса потребительских цен к декабрю 2015-го достиг уровня 7,0% при цели по инфляции НБ РБ в целом по 2016 г. 12%. Основной рост уровня цен реализован в феврале 2016 г. в результате повышения тарифов на услуги жилищно-коммунального хозяйства. Также среди факторов инфляционного давления в январе – мае можно выделить повышение ставок косвенных налогов на отдельные группы товаров (автомобильное топливо, сигареты, услуги связи) и ослабление номинального обменного курса белорусского рубля в начале 2016 г. Такая динамика цен ставит под угрозу достижение цели по инфляции в 12% по итогам года.

ИПЦ и ставка рефинансирования (%)



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



Источник: Национальное статистическое ведомство, ЕЭК, расчеты авторов

Обменный курс

В начале 2016 г. ситуация на валютном рынке стабилизировалась в связи с положительной динамикой со стороны внешнего сектора

В январе 2016 г. номинальный эффективный обменный курс белорусского рубля снова оказался под давлением со стороны курса российского рубля, что привело к его ослаблению на 3,8% к декабрю 2015 г. (при этом в январе текущего года международные резервы Беларуси сократились на 149 млн долларов США). Начиная со второй половины февраля на фоне роста цен на нефть и укрепления курса российского рубля на международных рынках ситуация на валютном рынке Беларуси стабилизировалась (последовало укрепление национальной валюты). Гибкое курсообразование способствовало поддержанию реального эффективного обменного курса белорусского рубля вблизи его фундаментального уровня, что содействовало поддержанию конкурентоспособности внешнего сектора экономики и снижению инфляционных ожиданий. Дефицит счета текущих операций по итогам I квартала 2016 г. составил 14% ВВП (в I квартале 2015 г. – 10% ВВП). Недостаток притока иностранного капитала для финансирования текущего счета в I квартале 2016 г. привел к снижению международных резервных активов на 282,2 млн долларов США. В целом за февраль – май, с учетом поступления первого транша кредита Евразийского фонда стабилизации и развития (ЕФСР) в размере 500 млн долларов США, рост международных резервов составил 244,8 млн долларов США.

Фискальная политика

Сокращение исполнения доходной части бюджета требует консолидации расходов

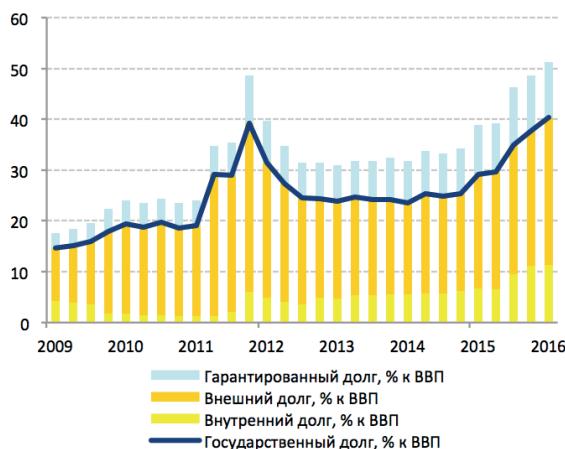
Власти Беларуси продолжают исполнять сальдо республиканского бюджета с профицитом (в январе – апреле 2016 г. его размер составил 723,5 млн рублей³, или 2,5% к ВВП). В 2016 г. планируется сохранение профицита государственного бюджета для осуществления выплат по внутренним и внешним обязательствам, что при существующих изменениях во внешних условиях требует пересмотра расходной части бюджета в сторону консолидации.

³ С учетом проведенной 1 июля 2016 г. деноминации.

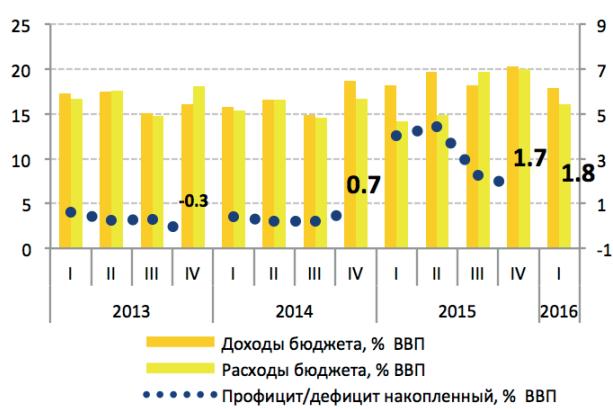
**Увеличение
внешнего долга при
незначительном
сокращении
внутреннего**

Внешний государственный долг в долларовом эквиваленте увеличился на 5,2% (с учетом курсовых разниц) и на 1 мая 2016 г. составил 13,1 млрд долларов США. Основным источником роста внешнего долга стал первый транш ЕФСР в размере 500 млн долларов США. Внутренний государственный долг уменьшился с начала года на 2,6%. В целом на 1 мая 2016 г. государственный долг (долг центрального правительства и долг, гарантированный центральным правительством) составил 48,3% ВВП. Увеличение государственного долга до уровня порогового значения 50% ВВП требует дополнительных мер по рационализации бюджета, прежде всего на стороне расходов.

Государственный долг



Исполнение республиканского бюджета



Источник: Национальное статистическое ведомство, ЕЭК, расчеты авторов

Денежно-кредитная политика

**Снижение
процентных ставок
на фоне замедления
инфляционных
процессов в
апреле-мае 2016 г.**

В целом процентная политика Национального банка Республики Беларусь в начале 2016 г. продолжала оставаться рестрикционной, что являлось необходимой мерой для стабилизации инфляционных и девальвационных ожиданий. При этом тенденция к замедлению инфляционных процессов в апреле-мае 2016 г. обеспечила возможность снижения ставки рефинансирования и, соответственно, номинальных ставок кредитно-депозитного рынка для стимулирования экономической активности. Ставка рефинансирования в апреле-мае 2016 г. снижалась дважды с 24% до 22% (с 1 июля 2016 г. ставка рефинансирования составит 20%).

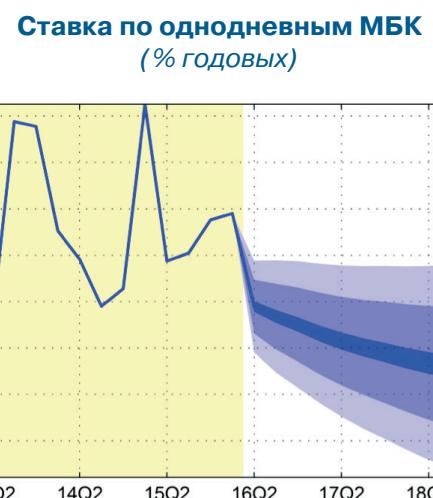
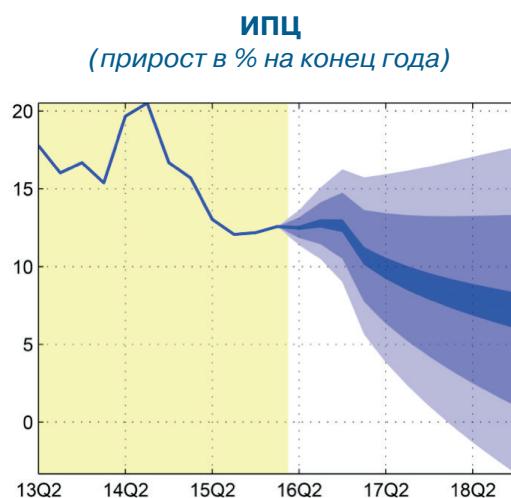
Долларизация остается на высоком уровне

Несмотря на некоторое снижение долларизации экономики во II квартале, ее уровень остается высоким: по депозитам физических и юридических лиц – на уровне 75%, по кредитам – около 58% (данные за май 2016 г.). Политика сохранения высоких процентных ставок в реальном выражении на кредитно-депозитном рынке Беларусь способствует поддержанию положительной разности между доходностью по депозитам в национальной и иностранной валютах.

ПРОГНОЗ

Слабый внутренний спрос ограничивает рост инфляции

Прогнозируется, что слабая экономическая активность в странах – основных торговых партнерах в 2016 г. будет сдерживать восстановление как внутреннего, так и внешнего спроса в Республике Беларусь. В то же время снижение волатильности цен на энергоресурсы на мировых рынках во второй половине 2016 г. обеспечит стабилизацию российского рубля на международном валютном рынке, что может стать важным фактором для стабилизации белорусского рубля. Это в свою очередь компенсирует навес девальвационных ожиданий и обеспечит рост индекса потребительских цен в границах допустимых значений для улучшения макроэкономических условий. В 2016 г. инфляция прогнозируется на уровне 12,6% (декабрь к декабрю предыдущего года), что несколько выше целевого ориентира монетарных властей Беларусь, с последующим снижением до 8,8% в 2017 г. и 7,4% в 2018 г. В среднесрочной перспективе ожидается планомерное ослабление белорусского рубля при общей тенденции к ослаблению валют развивающихся рынков.



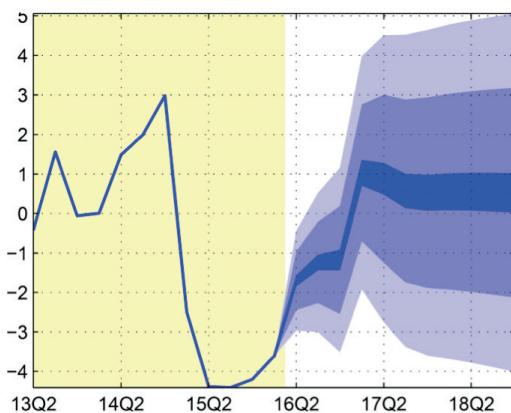
Источник: Расчеты авторов

Слабый внешний и внутренний спрос, а также жесткие фискальные условия сдерживают восстановление роста

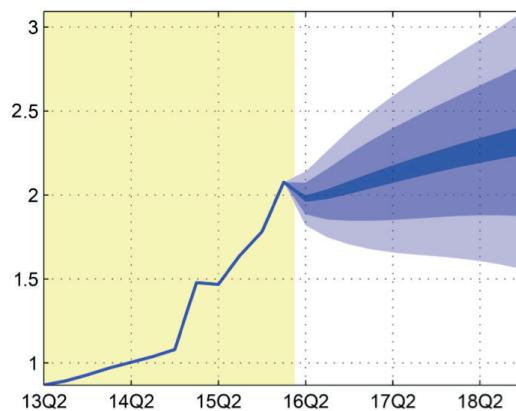
Умеренно жесткие монетарные и фискальные условия, а также слабое восстановление экономической активности выступают внутренними факторами, сдерживающими рост выпуска в 2016 г. При этом фискальные власти ограничены в заимствовании для поддержания экономического роста. В частности, сокращение доходов реального сектора экономики не позволит эффективно заимствовать на внутреннем рынке. Учитывая данные ограничения и сложившуюся ситуацию в экономике Республики Беларусь, следует отметить значимость принятого ЕФСР решения о выделении кредита в размере 2 млрд долларов США.

Получение дополнительного финансирования поддержит восстановление экономического роста и проведение рыночных реформ, нацеленных на обеспечение его устойчивости. В 2016 г. ожидается замедление темпов падения ВВП до -1,9% с постепенным восстановлением темпов роста в 2018 г. до 0,5%. Выход из рецессии осложнится в случае дальнейшего ухудшения внешних условий. В связи с существенным замедлением потенциальных темпов экономического роста сохраняется риск смены рецессии периодом продолжительной стагнации экономики. По мере замедления инфляционных процессов в 2016 г. 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**



Источник: Расчеты авторов

РЕЗЮМЕ

Прогноз основных макроэкономических показателей Республики Беларусь

	2016	2017	2018
ИПЦ (прирост в % на конец года)	12,6	8,7	7,2
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	-1,9	0,8	0,5
Ставка по однодневным МБК (% годовых)	21,2	15,5	13,2
Обменный курс⁴, белорусский рубль за 1 доллар США (средний по году)	2,03	2,14	2,28

Источник: Расчеты авторов

Прогнозы международных организаций по ВВП РБ (прирост в % к пред. году)

	2016					2017				
	ВБ	ЕБРР	ЕАБР	МВФ	МЭРБ	ВБ	ЕБРР	ЕАБР	МВФ	МЭРБ
I кв. 15	2,0		2,2					2,4		
II кв. 15	-1,0	0,0		-0,1		2,0			0,2	
III кв. 15	-1,0		0,7			1,0		0,9		
IV кв. 15		-1,0	0,6	-2,2				1,2	0,6	
I кв. 16	-0,5		-2,0		0,3	1,0		1,5		
II кв. 16	-3,0	-3,0	-1,9	-2,7		-1,0	1,0	0,8	0,4	
Факт										

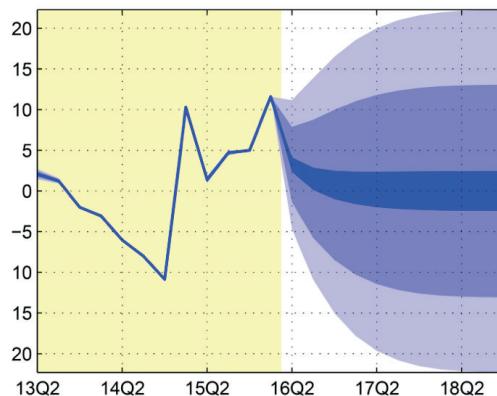
Источник: Расчеты авторов, ВБ, ЕБРР, МВФ, Центральный (национальный) банк

Прогнозы международных организаций по инфляции в РБ (прирост в % на конец года)

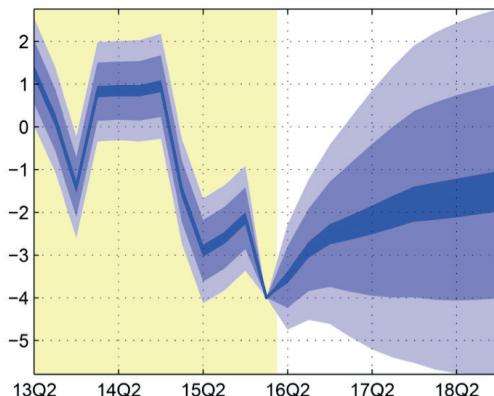
	2016				2017			
	ВБ	ЕАБР	МВФ	МЭРБ	ВБ	ЕАБР	МВФ	МЭРБ
I кв. 15		17,9				13,1		
II кв. 15	16,4		18,1		14,7		16,5	
III кв. 15		11,8				8,7		
IV кв. 15	15,2	10,2	12,3		13	8	11,6	
I кв. 16		13,4		12,0		9,1		
II кв. 16		12,6	13,6			8,7	12,1	
Факт								

Источник: Расчеты авторов, ВБ, ЕБРР, МВФ, Центральный (национальный) банк

Разрыв реального курса белорусского рубля к доллару США, %



Разрыв выпуска, %



Источник: Расчеты авторов

⁴ С учетом проведенной 1 июля 2016 г. деноминации.

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН



ТЕНДЕНЦИИ ВВП

Снижение ВВП в I квартале 2016 г. на фоне неблагоприятных внешних условий

Отрицательные темперы прироста в базовых отраслях экономики

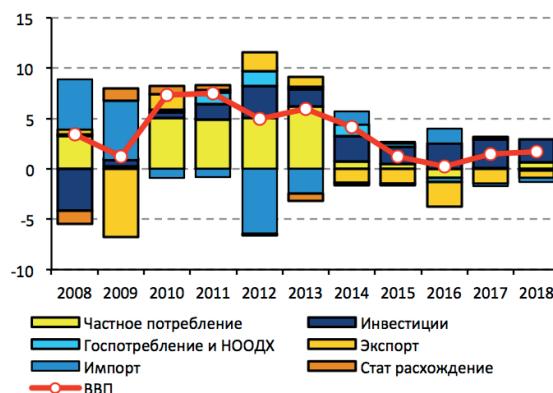
По предварительным данным падение экономики Казахстана в I квартале 2016 г. составило 0,2% (годом ранее – рост 2,3%) вследствие ухудшения условий торговли, продолжившегося падения цен на нефть и металлы, снижения внешнего и более медленного роста внутреннего спроса.

Основными факторами снижения экономической активности в Казахстане выступили:

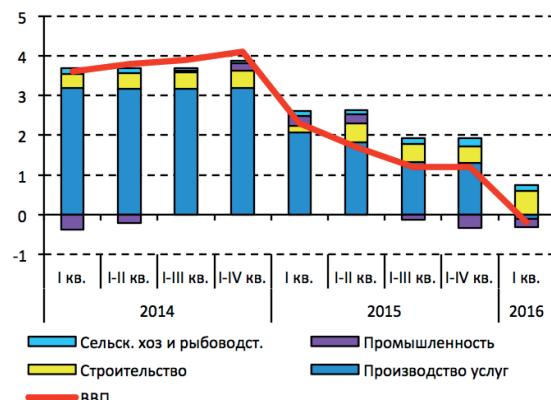
- *со стороны доходов*: сокращение реальных доходов населения на 0,3% г/г в результате всплеска инфляции, вызванного обесценением обменного курса национальной валюты;
- *со стороны использования доходов*: в 2015 г. вслед за снижением реальной заработной платы на 2,7% (по сравнению с предыдущим годом) отмечается замедление прироста внутреннего спроса до 1,4%, в то время как прирост инвестиций в основной капитал ускорился до 4,1%;
- *со стороны добавленной стоимости*: ухудшение конъюнктуры на энергетическом рынке товаров и снижение деловой активности в Китае и России обусловили падение объемов промышленности (наблюдавшееся в основном в добывающих отраслях) на 0,8% за I квартал 2016 г. Темп падения индекса физических объемов оптовой и розничной торговли за I квартал 2016 г. к I кварталу 2015 г. составил 3,1%. В сельском хозяйстве прирост составил 2,9%, в строительстве – 6,0%.

Разрыв выпуска в I квартале 2016 г. находился в отрицательной зоне: в начале II квартала 2016 г. разрыв выпуска оценивается в -1,9%.

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, ЕЭК, расчеты авторов

**Сохранение
отрицательной
динамики
экономической
активности в начале
II квартала 2016 г.**

В январе – апреле 2016 г. краткосрочный экономический индикатор⁵, отражающий тенденции развития экономики Казахстана, составил 99,1% (период к соответствующему периоду предыдущего года), что является следствием сокращения промышленного производства на 1,4% г/г. Однако в других отраслях наблюдаются признаки восстановления экономической активности. За январь – апрель 2016 г. к соответствующему периоду 2015 г. рост в сельском хозяйстве и строительстве составил 2,6% и 6,3% соответственно.

**Ожидание
восстановления
экономического
роста на фоне роста
инвестиций**

Положительную динамику демонстрируют и инвестиции в основной капитал, темп прироста которых за четыре месяца 2016 г. составил 14,9% (к соответствующему периоду предыдущего года). В технологической структуре инвестиций в январе – апреле текущего года по сравнению с соответствующим периодом 2015 г. наблюдается увеличение на 3,7 п.п. доли инвестиционных вложений, направленных на строительство и капитальный ремонт.

⁵ 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%.

**Положительная
динамика
опережающих
индикаторов
экономического
развития**

Динамика сводного опережающего индикатора (СОИ)⁶ указывает на восстановление роста ВВП во II квартале 2016 г., при этом с учетом данных за апрель это восстановление будет слабым. На улучшение (в сравнении с аналогичным периодом 2015 г.) указывают в основном индикаторы, характеризующие внешний сектор и настроение инвесторов: курс рубля к тенге (RUR/KZT), индексы KASE и РТС. Индекс добычи природного газа вносит отрицательный вклад в формирование СОИ.

Инфляция

**Инфляция на конец
I квартала 2016 г.
увеличилась до
15,7%, превысив
целевой показатель
НБ РК**

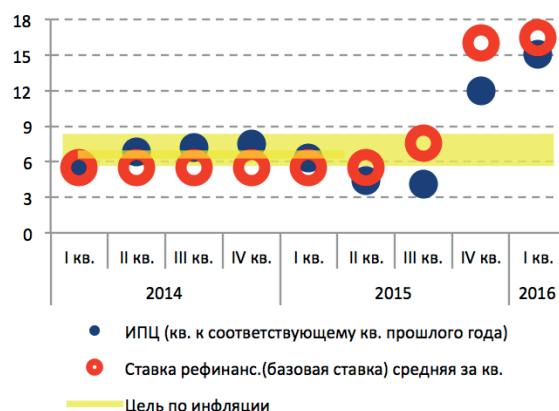
На конец I квартала 2016 г. инфляция ускорилась до 15,7% в годовом выражении (в декабре 2015 г. она составила 13,6%), что существенно выше целевого показателя Национального банка Казахстана. Однако интенсивность ускорения инфляционных процессов несколько ослабла в I квартале. Среди определяющих факторов можно указать стабилизацию обменного курса на фоне начала восстановления цен на нефть, а также поддержание более жестких монетарных условий. Необходимо отметить, что индекс цен производителей промышленной продукции снизился на 3,3% (март 2016 г. к декабрю 2015 г.), оказывая понижательное давление на уровень цен товаров потребительского рынка.

**Продолжение
эффекта переноса
девальвации на
инфляцию во
II квартале 2016 г.**

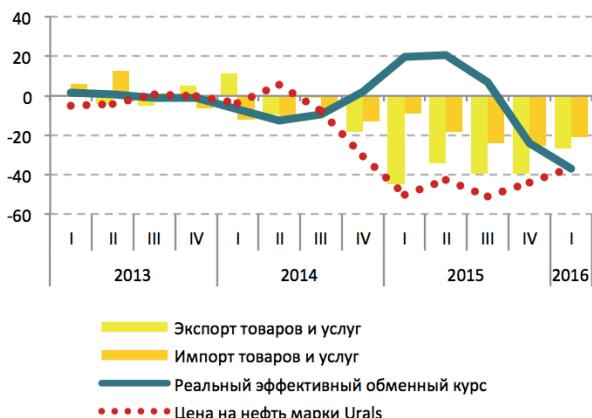
Во II квартале рост инфляции продолжился: годовой темп прироста инфляции увеличился с 16,3% в апреле 2016 г. до 16,7% по итогам мая 2016 г. С начала года основными драйверами роста цен выступили платные услуги населению (прежде всего услуги жилищно-коммунального хозяйства и транспортные услуги), продовольственные товары, а также отложенный эффект обесценения обменного курса национальной валюты в конце 2015 – начале 2016 г. Ожидается, что эффект переноса прошедшей девальвации тенге на конечные цены сохранится в первой половине текущего года. В 2016 г. Национальным банком Казахстана установлена цель по инфляции в 6–8%.

⁶ Евразийская экономическая комиссия. Опережающие индикаторы для государств – членов ЕАЭС: прогноз до июля 2016 г. [Электронный ресурс] // eurasiancommission.org: Евразийская экономическая комиссия (дата обращения 10.06.2016).

ИПЦ и ставка рефинансирования (%)



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



Источник: Национальное статистическое ведомство, ЕЭК, расчеты авторов

Обменный курс

Снижение девальвационного давления способствовало стабилизации на внутреннем валютном рынке

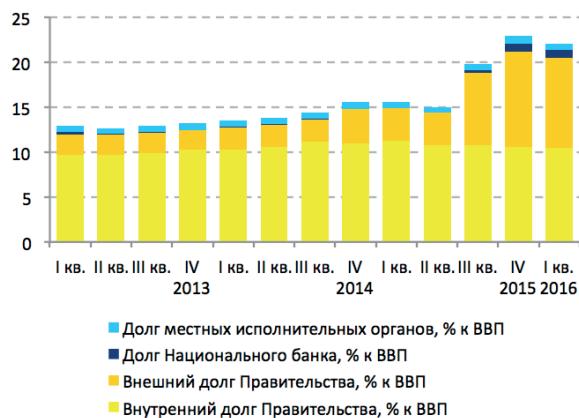
Снизившееся девальвационное давление способствовало некоторой стабилизации ситуации на внутреннем валютном рынке, что позволило снизить темпы обесценения номинального эффективного обменного курса тенге в I квартале 2016 г. до 13,4% к IV кварталу 2015 г. (27,3% в IV квартале 2015 г. к III кварталу 2015 г.). В свою очередь, реальный эффективный курс тенге обесценился на 8,2% в квартальном выражении. Тем не менее дефицит счета текущих операций по итогам I квартала 2016 г. расширился до 3,5% ВВП, что было вызвано значительным сокращением объемов экспорта товаров и услуг. Увеличение притока прямых инвестиций было компенсировано оттоком портфельных инвестиций, в результате чего в I квартале 2016 г. отрицательное сальдо финансового счета расширилось (по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года). Вследствие сформировавшегося в I квартале 2016 г. отрицательного сальдо платежного баланса резервы сократились на 1,0 млрд долларов США. Вместе с тем, с марта началось восстановление резервов благодаря стабилизации валютного курса и росту цен на нефть.

Фискальная политика

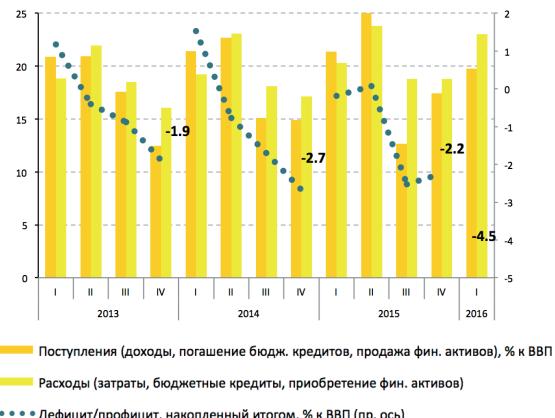
Дефицит бюджета по итогам I квартала 2016 г.

По итогам I квартала 2016 г. дефицит государственного бюджета сложился на уровне 4,5% к ВВП (в I квартале 2015 г. профицит составил 0,2% ВВП). Уровень дефицита практически соответствует первоначальному проекту бюджета: доходная и расходная части исполнены на 100%. При этом структура доходной части бюджета была скорректирована в связи с увеличением поступлений НДС и снижением вклада трансфертов Нацфонда. Расходы в I квартале 2016 г. выросли на 28,2% по сравнению с I кварталом 2015 г., но, учитывая параметры бюджета на текущий год, это временный рост. Дефицит госбюджета профинансируется в основном внутренними источниками и по итогам 2016 г. запланирован на уровне 1,6% ВВП.

Государственный долг



Исполнение республиканского бюджета



Источник: Национальное статистическое ведомство, ЕЭК, расчеты авторов

Улучшение относительных показателей внешнего долга по итогам I квартала 2016 г.

Государственный долг увеличился в I квартале 2016 г. на 1,4% (по сравнению с началом года) и составил 26,9 млрд долларов США (14,5% к ВВП) на 1 апреля 2016 г. Внутренний государственный долг (правительства и Национального банка) в долларовом эквиваленте сократился на 2,5% (14,2 млрд долларов США на 1 апреля 2016 г.). В свою очередь, внешний долг правительства РК практически не изменился и составил 12,7 млрд долларов США. Улучшение относительных показателей внешнего долга объясняется более низким в сравнении с 2015 г. номинальным объемом ВВП, прогнозируемым по итогам 2016 г.

Денежно-кредитная политика

Национальный банк приступил к раунду смягчения денежно-кредитной политики

В мае 2016 г. базовая ставка Национального банка Казахстана была понижена на 200 базисных пунктов до 15,0%. Избыток ликвидности, наблюдаемый на фоне снижения долларизации в экономике, привел к снижению ставок денежного рынка до уровня нижней границы коридора базовой ставки, что побудило НБ РК перейти к более активной политике управления ликвидностью в банковском секторе. Требования коммерческих банков к экономике без учета курсовой переоценки сокращаются, что вызвано как слабой экономической активностью, так и высокими процентными ставками. С другой стороны, последний фактор является определяющим в динамике роста депозитов в тенге, а это в свою очередь воздействует на темпы наращивания объемов денежного агрегата М3.

ПРОГНОЗ

**Ожидается
стабилизация
инфляционных
процессов во второй
половине 2016 г.**

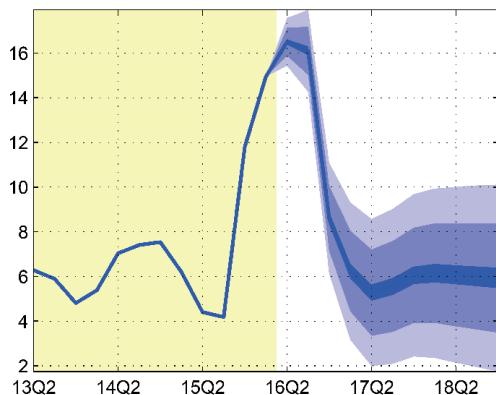
Влияние эффекта девальвации обменного курса на инфляцию сохранится в первой половине 2016 г. На фоне низкой базы I-II кварталов 2015 г. инфляция достигнет пика во II квартале 2016 г. Исчерпание эффекта обесценения тенге и слабый внутренний спрос во второй половине 2016 г. будут способствовать замедлению инфляционных процессов и достижению инфляцией уровня 8,5% на конец года. Сохранение отрицательного разрыва выпуска, относительно низких цен на продовольствие на мировых рынках, а также стабилизация валютного курса будут способствовать снижению инфляции в 2017–2018 гг. до 5,5–6,0%.

**Жесткая
денежно-кредитная
политика
в 2016 г.**

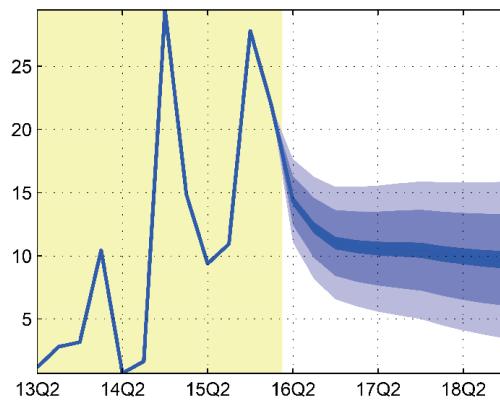
Необходимость повышения привлекательности активов, номинированных в тенге, в условиях высокого уровня долларизации, возросшей премии за риск и высоких инфляционных ожиданий потребует сохранения процентных ставок на денежном рынке в 2016 г. на повышенном уровне. В дальнейшем по мере стабилизации инфляционных процессов ожидается планомерное смягчение денежно-кредитных условий.

В 2016 г. возможно небольшое укрепление курса в результате ослабления девальвационных ожиданий. Впоследствии тенге будет плавно ослабляться в условиях отсутствия существенного роста нефтяных цен и общей тенденции к ослаблению валют развивающихся рынков.

**ИПЦ
(прирост в % на конец года)**



**Ставка TONIA
(% годовых)**



Источник: Расчеты авторов

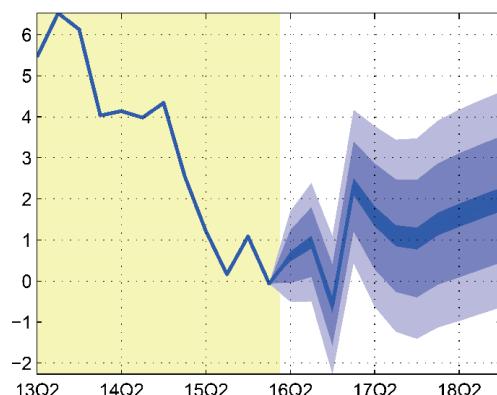
Использование внебюджетных средств для поддержания экономики позволит сохранить экономический рост в положительной плоскости по итогам 2016 г.

Слабое восстановление цен на сырьевые товары не позволит выйти в среднесрочной перспективе на темпы роста ВВП уровня 2010–2014 гг.

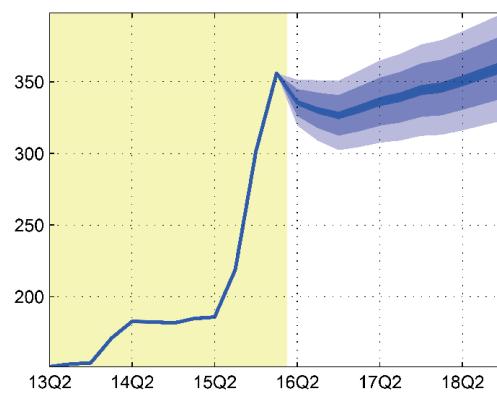
В 2016 г. сохранится положительный эффект ослабления тенге для обрабатывающей промышленности. Дополнительным фактором поддержки внутреннего спроса стало повышение в начале 2016 г. заработной платы в бюджетном секторе (на 30–40%). Кроме того, помимо реализации среднесрочной государственной программы «Нурлы жол» в 2016 г. в рамках Плана оперативных антикризисных мер планируется выделение дополнительных внебюджетных средств в размере 2,8% ВВП, что может привести к дополнительному приросту ВВП в текущем году на 0,4 п.п. Однако ожидаемое снижение физических объемов нефтедобычи и нахождение нефтяных цен на низком уровне в течение продолжительного времени обусловит дальнейшее сокращение экспортных доходов и снижение внутреннего спроса в 2016 г. В целом по 2016 г. прирост ВВП прогнозируется на уровне 0,2%.

В 2017–2018 гг. на фоне восстановления внешнего спроса со стороны России и Евросоюза, постепенного роста нефтяных цен, а также начала эксплуатации шельфового нефтегазового месторождения в Каспийском море ожидается положительный рост экспорта и частного потребления. Реализация государственных проектов поддержки инфраструктурных инвестиций, программы индустриально-инновационного развития на 2015–2019 гг. будут способствовать ускорению роста экономики. В то же время вероятное нахождение нефтяных цен на уровне 40–50 долларов за баррель в течение продолжительного времени ограничит возможности бюджетно-налоговой политики по стимулированию внутреннего спроса. В этих условиях в среднесрочном периоде ожидается усиление бюджетной консолидации, а среднегодовой прирост ВВП в 2017–2018 гг. прогнозируется на уровне 1,5–1,7%.

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



Номинальный обменный курс, казахстанский тенге за 1 доллар США



Источник: Расчеты авторов

РЕЗЮМЕ

Прогноз основных макроэкономических показателей Республики Казахстан

	2016	2017	2018
ИПЦ (прирост в % на конец года)	8,6	6,1	5,9
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	0,2	1,5	1,7
Ставка TONIA (% годовых)	14,9	10,6	9,9
Обменный курс, национальная валюта к доллару США (средний по году)	337	338	353

Источник: Расчеты авторов

Прогнозы международных организаций по ВВП РК (прирост в % к пред. году)

	2016						2017					
	АБР	ВБ	ЕБРР	ЕАБР	МВФ	МНЭ	АБР	ВБ	ЕБРР	ЕАБР	МВФ	МНЭ
I кв. 15		3,2		3,7				4,7		4,6		
II кв. 15		2,8	2,0		3,1			3,9			4,8	
III кв. 15		2,9		2,1		2,1		4,1		2,2		3,6
IV кв. 15			1,5	1,7	2,4	2,1				2,3	3,8	3,6
I кв. 16	0,7	1,1		0,8		0,5	1,0	3,3		1,8		
II кв. 16		0,1	1,1	0,2	0,1			1,9	2,4	1,5	1,1	
Факт												

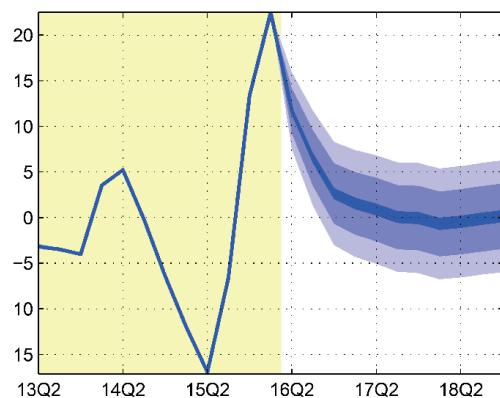
Источник: Расчеты авторов, международные организации, национальные ведомства

Прогнозы международных организаций по инфляции в РК (прирост в % на конец года)

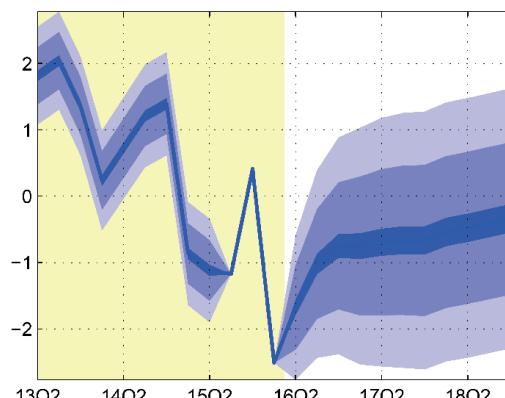
	2016					2017				
	АБР	ВБ	ЕАБР	МВФ	МНЭ	АБР	ВБ	ЕАБР	МВФ	МНЭ
I кв. 15			5,9					6,6		
II кв. 15	7,8	7,8		5,4			8,5		5,7	
III кв. 15			6,5					6,3		
IV кв. 15			11,0	8,0	6,0–8,0			5,8	7,0	6,0–8,0
I кв. 16	12,6		8,6			4,6		6,0		
II кв. 16			8,6	13,1				6,1	9,3	
Факт										

Источник: Расчеты авторов, международные организации, национальные ведомства

Разрыв реального курса казахстанского тенге к доллару США, %

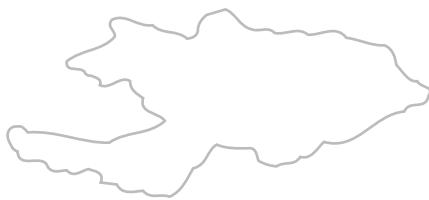


Разрыв выпуска, %



Источник: Расчеты авторов

КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА



ТЕНДЕНЦИИ ВВП

Сокращение ВВП в I квартале 2016 г.

Рецессия, начавшаяся в IV квартале 2015 г., получила дальнейшее развитие в начале 2016 г. По итогам I квартала 2016 г. ВВП Кыргызской Республики сократился на 4,9%, что в первую очередь обусловлено сокращением производства золота. Прочие сектора экономики продолжали оставаться под воздействием слабой внешнеэкономической конъюнктуры и жестких монетарных условий. Как следствие, рост в секторах экономики, не связанных с производством золота, замедлился с 4,5% по итогам 2015 г. до 2,1% в I квартале 2016 г.

Сжатие внутреннего спроса, сокращение объема золотодобычи и текстильной продукции

Основными факторами снижения экономической активности в Кыргызстане выступили:

- со стороны доходов⁷: сокращение реальных денежных доходов на 1,7% вследствие снижения в сомовом выражении притока денежных переводов трудовых мигрантов, зафиксированные по итогам IV квартала 2015 г.;
- со стороны использования доходов⁸: сжатие внутреннего потребительского спроса, в особенности расходов домашних хозяйств, снижение которых по итогам 2015 г. составило 6,5%. В то же время рост притока денежных переводов на 15,9% в I квартале 2016 г. на фоне низкой инфляции свидетельствует о возможном восстановлении реальных доходов населения и внутреннего потребительского спроса. Следует отметить, что формирование положительной динамики денежных переводов во многом обусловлено либерализацией условий труда для граждан Кыргызской Республики, работающих в государствах ЕАЭС;
- со стороны добавленной стоимости: сокращение производства в промышленном секторе (25,7%), что вызвано сокращением объема добываемого золота, а также выпуска текстильной продукции. Кроме этого, наблюдалось замедление экономической активности в сельском хозяйстве, розничной торговле и строительной отрасли.

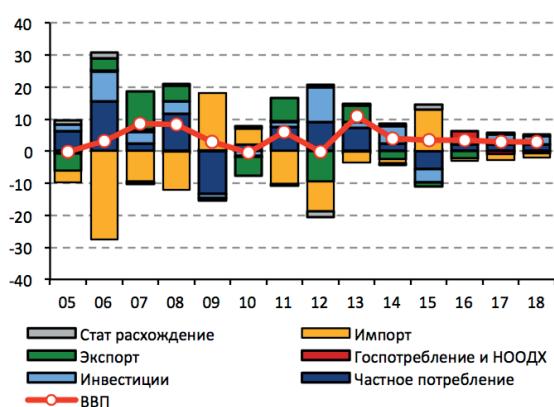
⁷ По данным за 2015 г.

⁸ По данным за 2015 г.

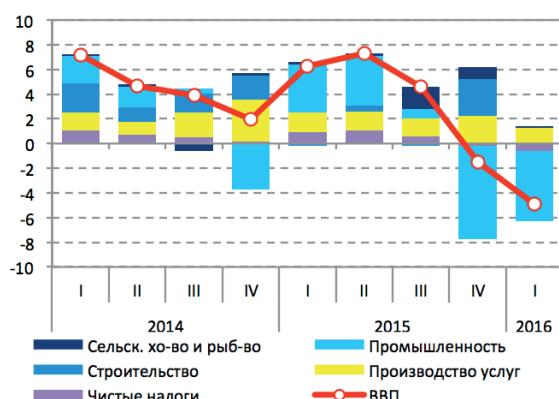
В I квартале 2016 г. разрыв выпуска оставался отрицательным и составил -1,4%.

По результатам обследования деловой активности промышленных предприятий в I квартале 2016 г. доля руководителей, отметивших снижение спроса на продукцию своего предприятия, составила 22,6% (21,6% в IV квартале 2015 г.), а доля респондентов, ожидающих роста платежеспособного спроса, снизилась до 6,2% (8,8% в IV квартале 2015 г.).

**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, ЕЭК, расчеты авторов

**Восстановление
экономического
роста может быть
затяжным**

Данные за апрель-май 2016 г. указывают на то, что восстановление экономической активности в секторах, не связанных с производством золота, может быть затяжным и неустойчивым. По итогам января – мая 2016 г. падение экономики Кыргызстана замедлилось до 4,0% в годовом выражении, а в несырьевых секторах рост составил 0,5%. Относительно низкие темпы роста в сельскохозяйственном и строительном секторах были компенсированы сокращением производства текстильной продукции и снижением объема выработки электроэнергии и газа.

**По итогам пяти
месяцев 2016 г.
наметилась тенденция
к восстановлению
инвестиций**

По итогам пяти месяцев 2016 г. инвестиции в основной капитал увеличились на 0,3% к соответствующему периоду предыдущего года (в I квартале 2016 г. их снижение составило 0,7%). Восстановление инвестиций происходило на фоне формирования восходящего тренда сомовых денежных агрегатов, который в феврале 2016 г. впервые за 16 месяцев отрицательного роста перешел в положительную плоскость. Годовой рост денежного агрегата M2 в апреле 2016 г. составил 21,6%, в то время как годом ранее данный показатель сократился на 12,5%.

Инфляция

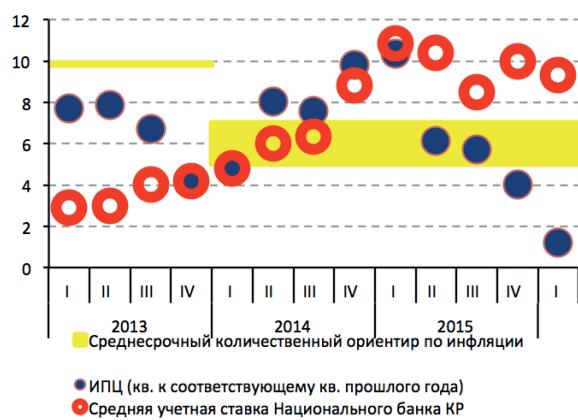
В I квартале 2016 г. наблюдалось резкое замедление инфляции

Инфляция по итогам I квартала 2016 г. замедлилась до 1,2% в годовом выражении, в то время как в IV квартале 2015 г. данный показатель составлял 3,9%. В условиях глобального снижения цен на энергоресурсы и продовольствие постдевальвационные эффекты были отчасти нивелированы снижением внутренних цен на горюче-смазочные материалы и продукты питания. Стремление монетарных властей ограничить волатильность обменного курса посредством активного участия на межбанковском валютном рынке в течение 2014–2015 гг. и сохранения высокого уровня учетной ставки также оказало влияние на резкое замедление инфляционных процессов в экономике Кыргызстана.

Во II квартале 2016 г. сохраняется тенденция замедления инфляционных процессов

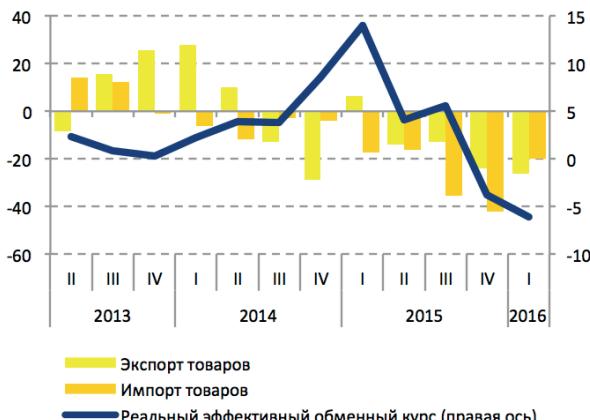
По итогам января – мая 2016 г. инфляция замедлилась до 0,7% в годовом выражении (ИПЦ к декабрю 2015 г. составил 98,2%). Дефляционными факторами по-прежнему оставались падающие цены на продовольствие и горюче-смазочные материалы, по всей вероятности, они и будут определять общий инфляционный фон в течение II квартала 2016 г. При этом следует отметить, что базовая инфляция по-прежнему превышает целевой ориентир в 5,0–7,0%.

ИПЦ и ставка рефинансирования (%)



Показатели внешней торговли и реального обменного курса

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



Источник: Национальное статистическое ведомство, ЕЭК, расчеты авторов

Обменный курс

В I квартале 2016 г. девальвационное давление на внутреннем валютном рынке было исчерпано

В I квартале 2016 г. девальвационное давление на внутреннем валютном рынке было исчерпано. Номинальный эффективный обменный курс сома укрепился на 3,6% по сравнению с IV кварталом 2015 г. Учитывая, что уровень инфляции в Кыргызстане был ниже, чем в России и Казахстане, укрепление сома в реальном выражении было менее значительным (2,2%). Несмотря на ухудшение ценовой конкурентоспособности кыргызских товаропроизводителей, экспорт товаров без учета золота в I квартале 2016 г. вырос на 43,5% г/г. В частности, отмечен рост стоимостного объема экспорта товаров в страны СНГ на 22,5% (в сравнении с I кварталом 2015 г.), из них в государства – члены ЕАЭС – на 22,8%, что обусловлено увеличением экспорта товаров в Россию в 2,2 раза.

На фоне сохранения тенденции сокращения импорта в ценах с.и.ф. торговый дефицит сузился до 372,6 млн долларов США (453,9 млн долларов США в I квартале 2015 г.). Рост притока денежных переводов также сыграл свою роль в снижении дефицита счета текущих операций. Положительную роль в ослаблении давления на внутреннем валютном рынке также сыграл тот факт, что процессы долларизации в I квартале 2016 г. приняли нисходящий тренд. Все эти факторы позволили НБ КР сменить роль чистого продавца иностранной валюты на чистого покупателя. Объем валовых международных резервов по состоянию на конец I квартала 2016 г. вырос на 9,4% в сравнении с декабрем 2015 г.

За пять месяцев 2016 г. курс сома к доллару США укрепился на 10,0%

Отсутствие шоков на внешних финансовых рынках на фоне восстановления мировых цен на нефть способствовало дальнейшему формированию тренда к укреплению кыргызского сома по отношению к доллару США. Темпы укрепления сома в данной валютной паре ускорились с 5,1% по итогам марта до 10,0% в мае 2016 г. в сравнении с началом года. Как следствие НБ КР нарастил объем чистой покупки иностранной валюты с 9,8 млн долларов США в I квартале 2016 г. до 30,3 млн долларов США по итогам апреля-мая 2016 г., что способствовало наращиванию международных резервов, которые за два месяца пополнились на 17,2 млн долларов США.

Фискальная политика

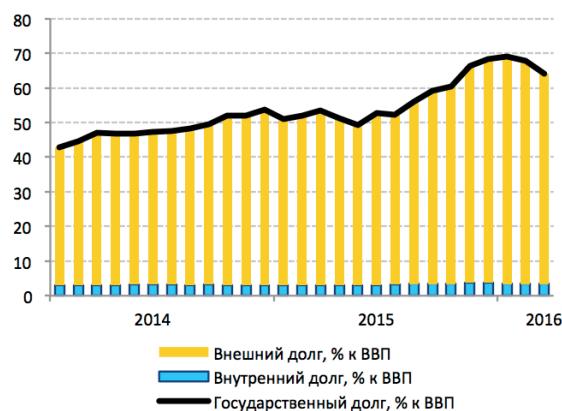
Профицит бюджета по итогам I квартала 2016 г. составил 3,4% ВВП

Профицит бюджета по итогам I квартала 2016 г. составил 3,4% ВВП. Рост доходов на 37,3% г/г был в большей степени обеспечен поступлением в бюджет прибыли Национального банка КР, внешних трансфертов и таможенных пошлин в рамках ЕАЭС. Расходы выросли на 14,2% в годовом выражении, что связано с приобретением нефинансовых активов, увеличением отчислений на оплату труда и социальную защиту, ростом расходов, связанных с обслуживанием внешнего государственного долга, а также увеличением субсидий экономике. Несмотря на формирование профицита, в рамках Программы государственных инвестиций осуществлялись внешние заимствования, что привело к увеличению государственного внешнего долга в долларовом эквиваленте на 1,2% по состоянию на 1 апреля 2016 г.

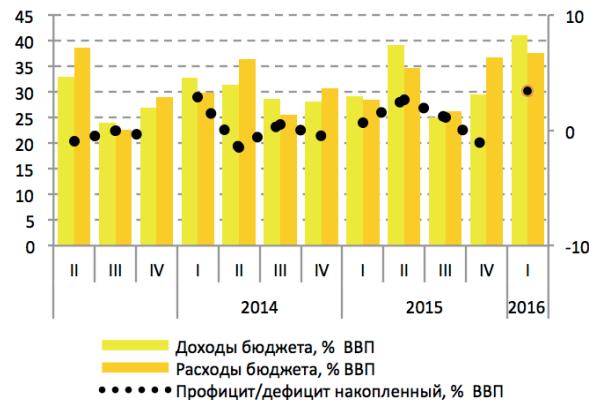
Ухудшение состояния бюджета по итогам января – апреля 2016 г.

В апреле 2016 г. бюджетная ситуация резко изменилась и стала менее благоприятной. Доходы сократились на 31,0% г/г на фоне роста текущих расходов на 22,4% г/г и роста затрат, направляемых на приобретение нефинансовых активов в рамках реализации государственных инвестиционных программ (увеличение в 3,8 раза по сравнению с апрелем 2015 г.). Таким образом, по итогам четырех месяцев 2016 г. государственный бюджет сформировался с дефицитом в 5,4% к ВВП.

Государственный долг



Исполнение республиканского бюджета



Источник: Национальное статистическое ведомство, ЕЭК, расчеты авторов

Денежно-кредитная политика

В мае 2016 г. НБ КР продолжил раунд смягчения ДКП

На фоне снижения внутреннего и внешнего девальвационного давления, а также роста рисков развития дефляции Национальный банк принял решение с 31 мая 2016 г. снизить учетную ставку на 200 базисных пунктов до 6,0%.

Ставки межбанковского кредитного рынка в январе – мае 2016 г. находились вблизи нижней границы установленного Национальным банком процентного коридора. По сделкам репо наблюдалась тенденция снижения процентных ставок. Если в январе 2016 г. средневзвешенная процентная ставка по сделкам репо составляла 9,96%, то в мае она составила 1,51%. Такое сокращение ставки обусловлено ростом избыточной ликвидности, которая сформировалась под воздействием операций НБ КР, связанных с покупкой иностранной валюты, предоставлением кредитов как коммерческим банкам в рамках кредитных аукционов сроком до шести месяцев, так и международным организациям, создаваемым Кыргызской Республикой совместно с другими государствами в рамках ЕАЭС, а также операций, связанных с конвертацией ипотечных кредитов из иностранной валюты в национальную.

ПРОГНОЗ

Внешний фон будет являться причиной слабого экономического роста и низкой инфляции

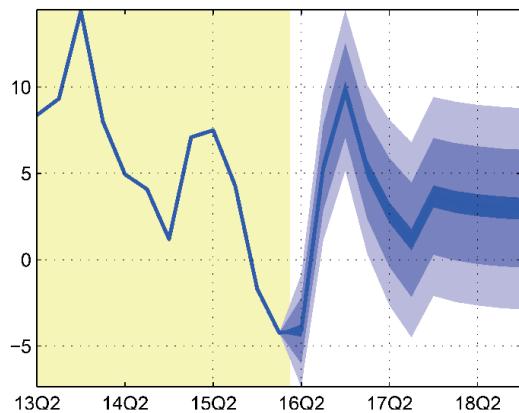
Замедление темпов экономического роста до 1,5% в 2016 г.

В 2016 г. внешнеэкономический фон будет характеризоваться низкими темпами роста мировой экономики и слабым восстановлением цен на глобальных рынках энергоресурсов и продовольствия.

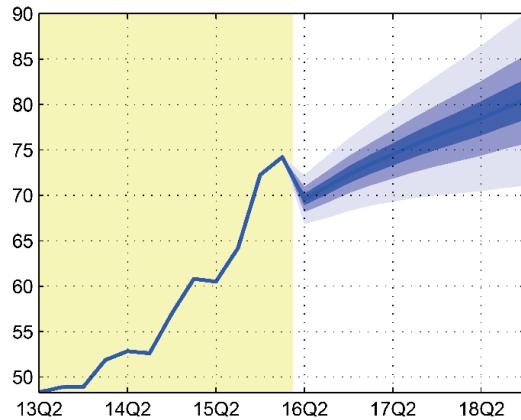
Ослабление экономической активности в странах – основных торговых партнерах приведет к снижению как внутреннего, так и внешнего спроса на кыргызские товары. Так, прогнозируемый рост объема денежных переводов мигрантов на 3,6% в 2016 г. найдет свое отражение в ограниченном внутреннем потребительском спросе. Рецессия в России и замедление экономического роста в Казахстане скажутся на объемах кыргызского экспорта в эти страны. К тому же номинальный объем экспортной выручки будет формироваться на фоне слабого роста мировых цен на золото.

Среди внутренних факторов, которые могут сдерживать экономический рост, необходимо отметить достаточно жесткие монетарные условия, имевшие место в конце 2015 г. и начале 2016 г., а также низкие темпы наращивания производства золота. Ослабление курса в IV квартале 2015 г. позволило сгладить нараставшее давление, улучшив торговый баланс и ценовую конкурентоспособность. В результате в 2016 г. ожидается частичное переключение потребительского спроса на продукцию отечественных производителей, а также увеличение экспорта продовольственных товаров. Дополнительный импульс внутреннему спросу в 2016 и 2017 гг. придаст планируемое увеличение дефицита консолидированного бюджета. Ожидается, что в 2016 г. темпы экономического роста Кыргызстана замедлятся до 1,5%, а в 2017–2018 гг. стабилизируются на уровне 3,2%.

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



Номинальный обменный курс киргызского сома за 1 доллар США

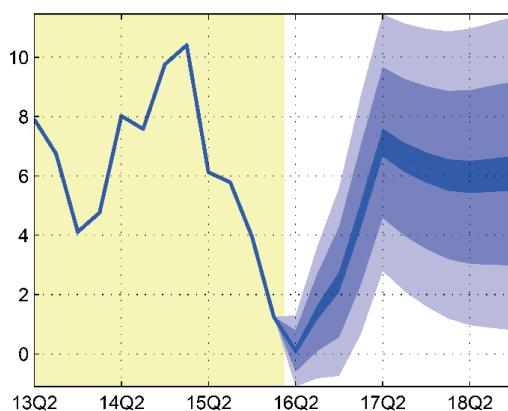


Источник: Расчеты авторов

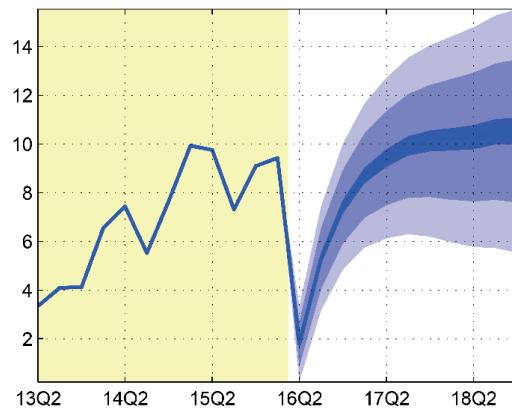
Инфляция ожидается в пределах целевого коридора в 2017–2018 гг.

В 2017–2018 гг. ожидается повышение тарифов на электрическую и тепловую энергию в размере 20–30%. Однако жесткие монетарные условия, а также слабый внутренний спрос и низкие мировые цены на продовольствие и топливо будут способствовать тому, что в 2017–2018 гг. динамика инфляции будет развиваться в пределах целевого коридора 5–7%.

ИПЦ



Межбанковская ставка РЕПО (% годовых)



Источник: Расчеты авторов

РЕЗЮМЕ

Прогноз основных макроэкономических показателей Кыргызской Республики

	2016	2017	2018
ИПЦ (прирост в % на конец года)	2,4	6,0	5,9
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	1,5	3,2	3,1
Ставка межбанк. РЕПО (% годовых)	6,2	9,7	10,7
Обменный курс, национальная валюта к доллару США (средний по году)	71,7	74,8	78,6

Источник: Расчеты авторов

Прогнозы международных организаций по ВВП КР (прирост в % к пред. году)

	2016							2017						
	АБР	ВБ	ЕБРР	ЕАБР	МВФ	НБ КР	МЭ КР	АБР	ВБ	ЕБРР	ЕАБР	МВФ	НБ КР	МЭ КР
I кв. 15	2,0	4,0				7,0			5,0					
II кв. 15		3,2	3,1		3,4	3,8	4,1		4,0			5,2		3,4
III кв. 15	2,0					2,3	5,2							3,9
IV кв. 15			3,9		3,6	4,0						4,6	3,5	
I кв. 16	1,0	4,2		2,8		2,5		2,0	3,4		3,2			
II кв. 16		3,4	1,0	1,5	3,5	1,2			3,1	2,6	3,2	2,7	5,7	
Факт														

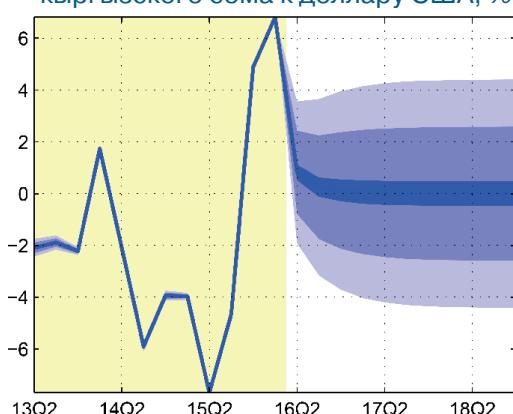
Источник: Расчеты авторов, международные организации, национальные ведомства

Прогнозы международных организаций по инфляции в КР (прирост в % на конец года)

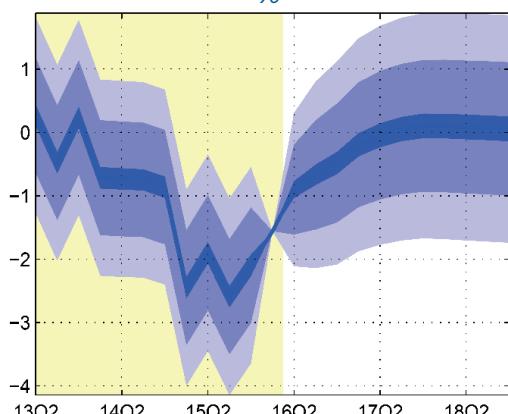
	2016					2017					
	АБР	ЕАБР	МВФ	НБ КР*	МЭ КР	АБР	ЕБРР	ЕАБР	МВФ	НБ КР*	МЭ КР
I кв. 15	10,0			3,9							
II кв. 15			8,6	9,4	9,4				7,1		8,5
III кв. 15	11,5			7,9	7,9						8,3
IV кв. 15			9,0	6,7					6,7		
I кв. 16	10,0	3,5		3,0		8,0		4,6		3,2	
II кв. 16		2,4	5,5	1,3				6,0	6,9	5,7	
Факт											

Источник: Расчеты авторов, международные организации, национальные ведомства; *- в среднем по году

Разрыв реального курса
киргызского сома к доллару США, %



Разрыв выпуска,
%



Источник: Расчеты авторов

РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН



ТЕНДЕНЦИИ ВВП

Активная инвестиционная деятельность поддержала экономический рост

В I квартале 2016 г. темпы роста ВВП в Республике Таджикистан составили 6,5% (5,3% по итогам I квартала 2015 г.). Поддержку экономическому росту оказала высокая инвестиционная активность, что позволило компенсировать влияние неблагоприятной внешней конъюнктуры. К основным факторам, сформировавшим экономический рост в Республике Таджикистан, можно отнести:

- *со стороны доходов*: сокращение реальных располагаемых денежных доходов населения за I квартал 2016 г. на 0,2% вследствие сокращения притока денежных переводов трудовых мигрантов, работающих в России, где наблюдался спад в экономике. По данным ЦБ РФ, чистый объем трансфертов, направляемых в Таджикистан через системы денежных переводов, сократился в 3,5 раза по сравнению с I кварталом 2015 г.;
- *со стороны добавленной стоимости* поддержку экономическому росту оказали растущие объемы выполненных работ в строительной отрасли (18,3%) и промышленном секторе (13,1%). Замедление экономической активности наблюдалось в отраслях сельского хозяйства и розничной торговле.

Сохранение высоких показателей экономического роста

По итогам января – мая 2016 г. слабый внутренний спрос, формируемый на фоне сокращения трансфертов, отправляемых трудовыми мигрантами, компенсирован высокими показателями в строительной отрасли, промышленном и сельскохозяйственном секторах. Кроме этого, рост экспорта на 42,5% в мае 2016 г. к аналогичному месяцу 2015 г. позволил вывести показатели экспортной выручки за пять месяцев 2016 г. в положительную плоскость. Таким образом, восстановление экспортной выручки также поддерживало показатели экономического роста на высоком уровне. Вероятнее всего, данные факторы продолжат оказывать поддержку экономическому росту.

Инфляция

В I квартале 2016 г. прирост ИПЦ составил 6,0% г/г

В среднем за I квартал 2016 г. прирост индекса потребительских цен составил 6,0% в годовом выражении. Девальвационные шоки, реализовавшиеся в ценах на непродовольственную группу товаров, были нивелированы слабой ценовой конъюнктурой на глобальном рынке продовольствия и энергоресурсов.

Плавное замедление инфляционных процессов

В апреле-мае 2016 г. продолжилось действие эффекта второго раунда девальвационного шока, который имел место в конце 2015 г. – начале 2016 г., что отразилось в ускорении инфляции в непродовольственной группе товаров. Темпы роста цен на продовольствие замедлились, что сыграло определяющую роль в снижении общего инфляционного фона. По итогам января – мая 2016 г. инфляция составила 5,7%.

ИПЦ и ставка рефинансирования (%)



Показатели внешней торговли и реального обменного курса

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



Источник: Национальное статистическое ведомство, расчеты авторов

Обменный курс

Стабилизация обменного курса сомони на уровне 7,8% к доллару США

По итогам I квартала 2016 г. таджикский сомони обесценился по отношению к доллару США на 14,8% по сравнению с началом года, а к российскому рублю на 7,6%. Обесценение индекса сомони в реальном выражении составило 8,4%. Однако данное преимущество было компенсировано низкими мировыми ценами на основную экспортную продукцию Таджикистана: хлопок и алюминий. Таким образом, сокращение экспорта по итогам I квартала 2016 г. составило 8,2%. Снижение импорта на 9,9% в годовом выражении обусловлено слабым внутренним потребительским спросом, который основывается на денежных переводах трудовых мигрантов.

В апреле-мае 2016 г. курс сомони был практически закреплен на уровне 7,8 сомони за доллар США. Вероятнее всего, это обусловлено операциями Национального банка Таджикистана, направленными на пополнение международных резервов, увеличение которых наблюдалось в марте и апреле 2016 г.

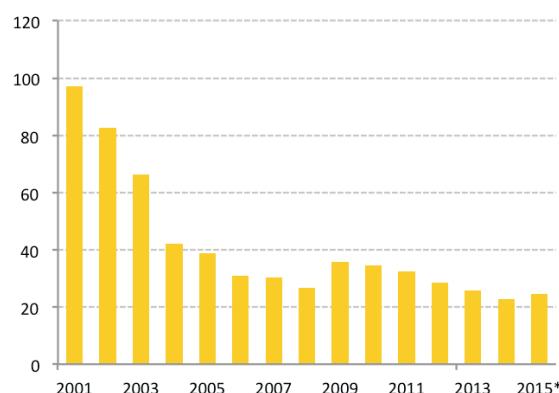
Кроме этого, стабилизации ситуации на внутреннем валютном рынке способствовала возросшая в мае 2016 г. экспортная выручка. В январе – мае 2016 г. по сравнению с январем – маев 2015 г. в основном увеличился экспорт транспортных средств – в 8,3 раза, инструментов оптических и медицинских – в 16,1 раза, минеральных продуктов – на 13,2%, готовых пищевых продуктов в 2,3 раза.

Фискальная политика

В I квартале 2016 г. государственный бюджет сформирован с профицитом

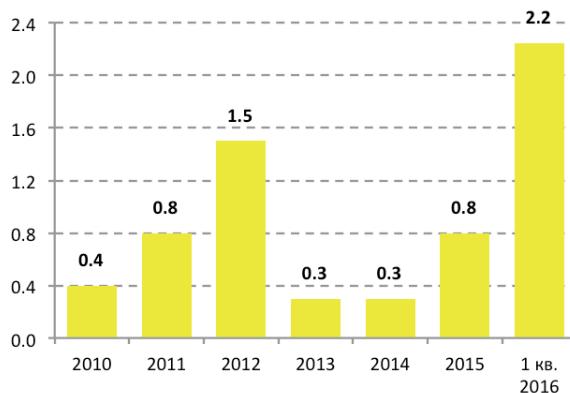
Государственный бюджет по итогам I квартала 2016 г. сложился с профицитом в размере 2,2% к ВВП. Рост доходов государственного бюджета в 17,7% был обеспечен налоговыми поступлениями. Расходная часть бюджета формировалась в основном за счет наращивания государственных инвестиций, направляемых в топливно-энергетический комплекс. Ремонт, реконструкция и строительство энергетических объектов проводятся в рамках реализации правительенной программы, нацеленной на обеспечение энергетической независимости, в сотрудничестве с международными партнерами. Вторая статья затрат, внесшая наибольший вклад в ускорение темпов расходования бюджетных средств, относится к финансированию сектора государственной власти и управления. Государственные расходы в I квартале 2016 г. увеличились на 26,5%.

Внешний долг, % к ВВП



*-данные на 01.10.2015

Сальдо государственного бюджета, % к ВВП



Источник: Национальное статистическое ведомство, расчеты авторов

В апреле 2016 г. ухудшение бюджета

В январе – апреле 2016 г. в секторе государственных финансов сформировался дефицит в размере 112,8 млн сомони вследствие ускорения темпов наращивания расходов до 34,8%, в первую очередь государственных инвестиций.

Денежно-кредитная политика

Процентная политика НБТ оценивается как рестрикционная

Процентная политика Национального банка Таджикистана оценивается как рестрикционная. Несмотря на то, что ставка рефинансирования НБТ с 1 марта 2016 г. оставалась на уровне 9,0%, процентная ставка по кредитам для обеспечения ликвидности сохранялась на уровне в 18,0% с марта по май 2016 г., а средневзвешенная ставка межбанковских кредитов в мае 2016 г. составила 24,42%.

Темпы роста денежного агрегата М3 ускорились до 14,1% в сравнении с декабрем 2015 г. (в январе 2016 г. сокращение составило 4,1%).

ПРОГНОЗ

Внутренний потребительский спрос будет оставаться слабым

В прогнозируемом периоде для экономики Таджикистана сохраняется неблагоприятная внешняя среда. Наибольший риск для роста ВВП республики представляет продолжение рецессии в России, что может привести к падению экспортной выручки и денежных переводов мигрантов. В совокупности данные факторы будут усиливать давление на внутреннем валютном рынке, что скажется на ускорении темпов обесценения таджикского сомони. Кроме этого, сжатие внутреннего потребительского спроса приведет к дальнейшему замедлению роста в секторе услуг и сохранению низких объемов импорта потребительских товаров. Слабая ценовая конъюнктура на мировых рынках алюминия, хлопка и золота будет сказываться на снижении стоимостного объема выручки, получаемой от экспорта данных товаров, несмотря на намерения правительства наращивать физические объемы их производства. Дополнительный риск может создать продолжение цикла повышения учетной ставки ФРС США, так как это может ужесточить внешние условия финансирования.

Рост инвестиций из Китая частично компенсирует сжатие потребительского спроса

В роли драйвера экономического роста будут выступать инвестиции, поступающие из Китая. Исходя из заявлений, сделанных в марте 2016 г. на Всекитайском собрании народных представителей, несмотря на прогнозируемое замедление темпов экономического роста, правительство Китая планирует в 2016 г. на 10% нарастить объем предоставляемых прямых иностранных инвестиций. Отдельным пунктом в общем внешнем потоке представлен проект «Новый шелковый путь», который географически включает в себя Таджикистан.

Таким образом, в течение 2016 г. сжатие внутреннего спроса будет компенсировано высокой инвестиционной активностью. В результате по итогам текущего года экономический рост Таджикистана составит 6,4%, а инфляция ускорится до 7,5% на фоне обесценения таджикского сомони.

РЕЗЮМЕ

Прогноз основных макроэкономических показателей Республики Таджикистан

	2016	2017	2018
ИПЦ (прирост в % на конец года)	7,5	7,9	7,9
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году)	6,4	6,7	5,0
Ставка на межбанк. кредит. рынке (% годовых)	9,8	12,2	12,7
Обменный курс, национальная валюта к доллару США (средний по году)	8,0	8,6	9,1

Прогнозы международных организаций по ВВП РТ (прирост в % к пред. году)

	2016						2017					
	АБР	ВБ	ЕБРР	ЕАБР	МВФ	МЭРТ	АБР	ВБ	ЕБРР	ЕАБР	МВФ	МЭРТ
I кв. 15		5,3						6,2				
II кв. 15		4,4	3,8		4,1			5,2			5,0	
III кв. 15						7,2						7,2
IV кв. 15			4,5		3,4							4,1
I кв. 16	3,8	4,8		4,3			4,0	5,5		5,0		
II кв. 16		4,0	4,5	6,4	3,0			4,8	4,1	6,7	3,5	
Факт												

Источник: Расчеты авторов, международные организации, национальные ведомства

Прогнозы международных организаций по инфляции в РТ (прирост в % на конец года)

	2016				2017			
	АБР	ЕАБР	МВФ	МЭРТ РТ	АБР	ЕАБР	МВФ	МЭРТ
I кв. 15								
II кв. 15			6,5					6,4
III кв. 15				7,0				7,7
IV кв. 15			6,5					6,4
I кв. 16	8,5	10,8			7,5	9,0		
II кв. 16		7,5	9,2			7,9	8,5	
Факт								

Источник: Расчеты авторов, международные организации, национальные ведомства

ПРИЛОЖЕНИЕ

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 (плодоовоощная 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.

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 выпуска 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 РК – Национальный банк Республики Казахстан

ОЭСР – Организация экономического сотрудничества и развития

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)