

Belarusian Economic Research  
and Outreach Center



# Экономический обзор

4-й квартал 2016

Основные тренды

Информационный фон

Выпуск и спрос

Монетарная среда

Фискальная среда

Внешняя среда

Внешние операции

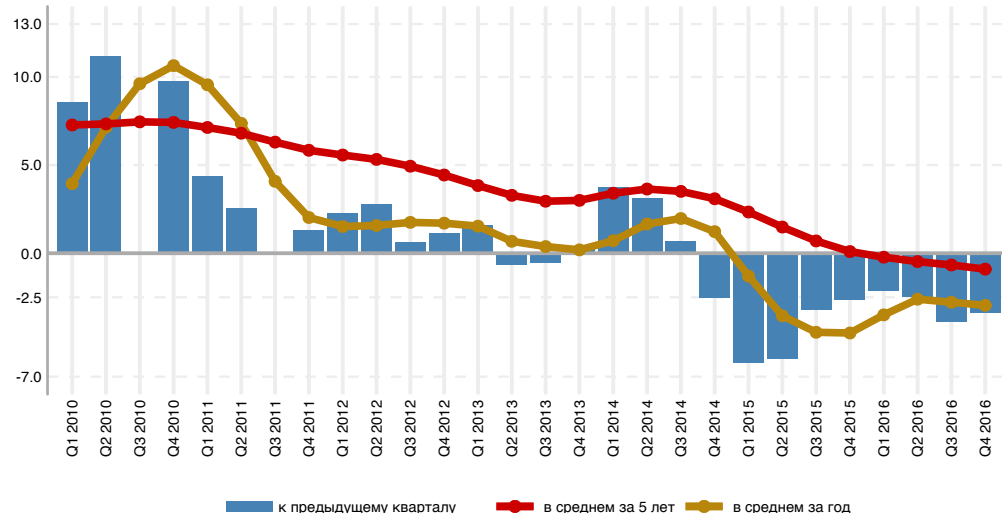
Социальная сфера

Технический прогноз

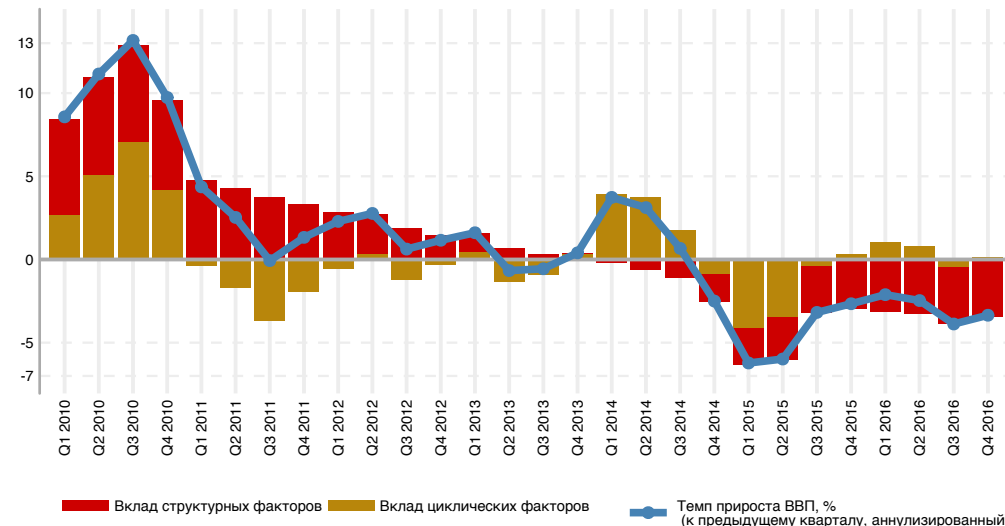
### Адаптация к структурному спаду

- Структурное сжатие экономики продолжается
- Накал долговых проблем возрастает
- Домашние хозяйства вынуждены более активно урезать потребительские расходы
- Первые сигналы стабилизации монетарной среды
- Внешняя конъюнктура пришла к новому равновесию?
- Стабилизация реальной заработной платы при быстром снижении занятости

Темп прироста ВВП, %  
(с учетом сезонной корректировки, аннуализированный)



Декомпозиция прироста ВВП: вклад структурных и циклических факторов, процентных пунктов



1. Белстат традиционно представляет темпы прироста выпуска (i) нарастающим итогом (ii) к соответствующему периоду предыдущего года. Ряд таких темпов прироста получается гладким, но в его рамках «маскируются» новые сигналы в динамике выпуска. В мировой практике более распространен анализ динамики ВВП на основе аннуализированного темпа прироста между двумя последними кварталами (с учетом сезонной корректировки ряда). Такие темпы прироста наглядно отражают тенденции выпуска, которые характеризуют именно последний квартал. Ряд среднегодовых темпов прироста (не нарастающим итогом) позволяет избежать высокой волатильности предыдущего индикатора и рассматривать данные последнего квартала в контексте роста за последний год. Наконец, средний аннуализированный темп прироста за 5 лет (не нарастающим итогом) можно рассматривать как показатель, характеризующий среду долгосрочного роста.

2. Разложение ВВП на структурную и циклическую составляющую осуществляется посредством одномерных статических фильтров Калмана и Ходрика-Прескотта. Итоговое разложение является результатом усреднения между двумя указанными подходами. Такое разложение, представленное в темпах прироста, наглядно демонстрирует вклад структурных и циклических факторов в темп прироста выпуска, но не фокусируется на текущем состоянии (уровнях) потенциального (трендового) выпуска и бизнес-цикла (соответствующие оценки уровней могут гораздо более существенно отличаться при применении других техник декомпозиции на тренд и цикл относительно оценок темпов прироста).

## Основные тренды

Избавление от структурных диспропорций не закончилось.

Структурное сжатие экономики продолжается.

Динамика выпуска в 4 кв. практически полностью оказалась предопределена структурными факторами. По нашим оценкам, спад в 4 кв. можно охарактеризовать как структурное сжатие в чистом виде. Структурное сжатие отражает сформированный в национальной экономике «навес неэффективности» и медленный процесс избавления от него. В ряде случаев такое избавление связано с действиями экономических властей. Например, в отношении небольшого спектра отдельных отраслей и предприятий они предпринимают меры финансового оздоровления, либо «дают отмашку» на их банкротство, осознавая нежизнеспособность их бизнес-модели. Однако в большинстве случаев экономические власти медлят, затягивают, откладывают принятие принципиальных решений. В этом случае отчасти избавление от диспропорций приобретает автоматический характер. Нежизнеспособные фирмы, сталкиваясь с неприемлемыми убытками, ограничивают объемы инвестиций, занятости, производства вплоть до полного сворачивания своей деятельности. Но отчасти болезненный процесс переносится «на завтра». Поэтому диспропорции могут поддерживаться и даже расширяться, что может означать, что избавление от них «завтра» окажется еще более болезненным. Кроме того,

поддержание «навеса неэффективности» создает негативные внешние эффекты для всей экономики. Например, «финансовая зараза» может «растекаться» через нарастание неплатежей и подрыв кредитного доверия. Последнее порождает рационализацию банками кредита и формирование системного избытка ликвидности. С позиции перспектив экономической динамики такая картина означает, что в 2016 г. «цена» за структурные слабости еще не была уплачена в полной мере и структурное сжатие продолжится в 2017 г.

Вклад циклических факторов в динамику выпуска оказался близок к нулю. Это свидетельствует о том, что дно циклического спада пройдено, хотя сама фаза циклического спада пока еще не преодолена. При этом движение в направлении его преодоления обусловлено преимущественно структурным сжатием: состояние, которое «вчера» виделось глубоким спадом, в новых реалиях стало равновесным. На этом фоне предстоящий переход циклических темпов прироста в положительную область некорректно интерпретировать как признаки «выздоровления». Вплоть до избавления от «навеса неэффективности» экономика будет оставаться в «больном и угнетенном» состоянии.

## Информационный фон

### Первые шаги в разрешении долгового кризиса

В 4-м квартале власти предприняли первые действия по разрешению кризиса плохих долгов в сельском хозяйстве. Белагропромбанк и Банк развития передали задолженность 270 сельхозпредприятий в сумме около BYN 600 млн (около 10% от всей проблемной задолженности в банковской системе) Агентству по управлению активами. Схема этой сделки не является в полной мере прозрачной, но, наиболее вероятно, подразумевала обмен указанных активов на гособлигации по номинальной стоимости. Недостаток прозрачности в механизме в целом, а также передача активов по номиналу (без определения их справедливой стоимости и применения соответствующего дисконта) видятся достаточно тревожными сигналами и могут свидетельствовать о том, что процедура передачи активов становится лишь лечением симптомов болезни, а не устранением ее причин. Для последнего необходимо найти пути избавления от неэффективности и убыточности должников. Позитивным сигналом в этом направлении стала процедура сегментирования убыточных сельхозпредприятий, проведенная правительством (в отношении 425 таких предприятий). На ее основе были утверждены списки из 102 и 323 предприятий, в отношении которых будут инициированы процедуры банкротства и досудебного финансового оздоровления соответственно. В целом шаги по разрешению долгового кризиса пока трудно назвать системными и последовательными. До конца не ясный масштаб проблемы, а также опасения новой волны спада, обусловленной «лечением» долгового кризиса, обуславливают медлительность и противоречивость в ее разрешении.

### Урезание вливаний директивных кредитов и поиск новых форм поддержки госпредприятий

Правительство продолжает сокращать вливания новых директивных кредитов в экономику. Утвержденные лимиты на 2017 г. предполагают как минимум 30% снижение (новые кредиты не превысят BYN 1.9 млрд). Важно отметить, что при таком подходе уровень кредитной задолженности по директивным кредитам снижается достаточно медленно, а их доля в банковских активах остается очень высокой (около 44% на начало 2017 г.). Но даже такой плавный график снижения директивных кредитов порождает финансовые проблемы для их бенефициаров. Поэтому наметился тренд на поиск как гласных, так и негласных мер альтернативной поддержки госпредприятий. Гласной формой становятся отраслевые нормативные акты, направленные на послабление соответствующих норм регулирования. Негласной формой поддержки все в большей мере становится накопление просроченной задолженности (по налогам, за энергоресурсы и т.п.).

### Противоречия в энергетической и внешнеторговой сферах с Россией усилились

В течение 4 кв. Беларусь и Россия не смогли разрешить противоречия относительно цен на газ. Постепенно эти противоречия стали затрагивать все больше сфер двусторонней торговли: от нефти до пищевых продуктов. Затянутость этого конфликта уже напрямую отражается на показателе роста выпуска, а в будущем может стать триггером финансовой турбулентности.

## Выпуск и спрос

### Инвестиционная депрессия сохраняется

Инвестиционный спрос остается в глубоком депрессивном состоянии, сокращаясь 13-ый квартал кряду. За это время он сократился примерно на 40%. Весьма вероятно, что уже в 2017 г. экономика столкнется с отложенным эффектом этой инвестиционной депрессии – снижением выпуска вследствие сокращения производственных мощностей.

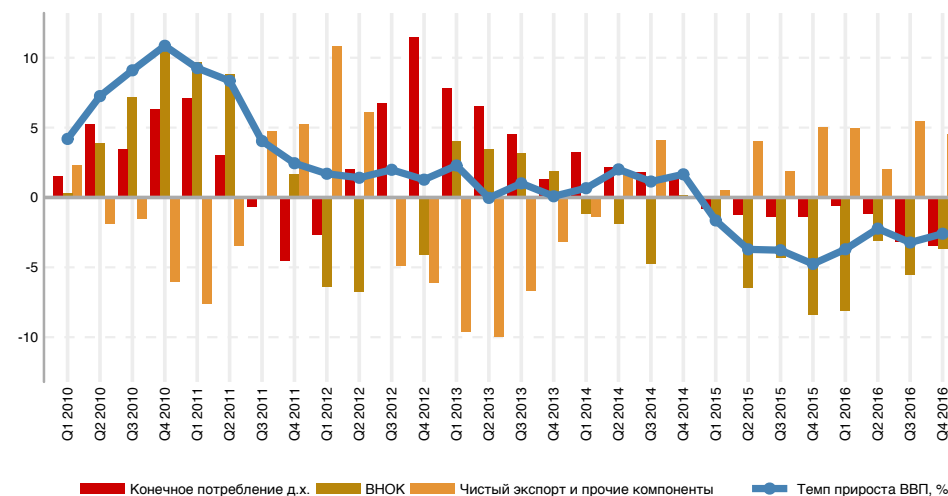
### Домашние хозяйства вынуждены более активно урезать потребительские расходы

У домашних хозяйств снижаются возможности и готовность сглаживать свое потребление за счет сбережений. Это ведет к углублению спада потребительских расходов. Весьма вероятно, что в первом полугодии 2017 года эта тенденция усилится.

### Качество роста продолжает снижаться

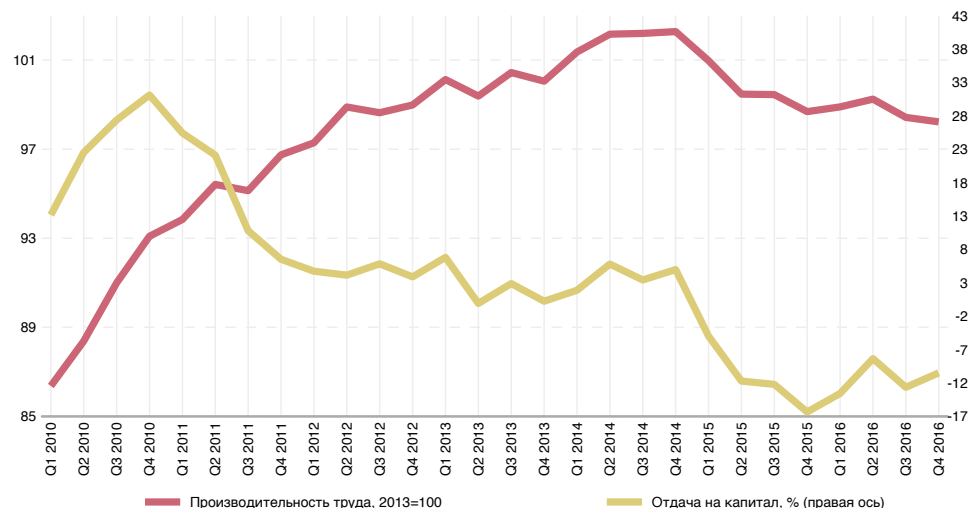
Качественные индикаторы роста не демонстрируют признаков «выздоровления» экономики, порождая ожидания продолжения ее структурного сжатия.

### Вклад в прирост выпуска, процентных пунктов



Примечание: Темп прироста ВВП – к предыдущему кварталу (с учетом корректировки на сезонность), аннуализированный; ВНОК – валовое накопление основного капитала.

### Качественные индикаторы роста



Примечание: Отдача на капитал рассчитана как отношение среднегодового темпа прироста выпуска к доле ВНОК в ВВП.

## Монетарная среда

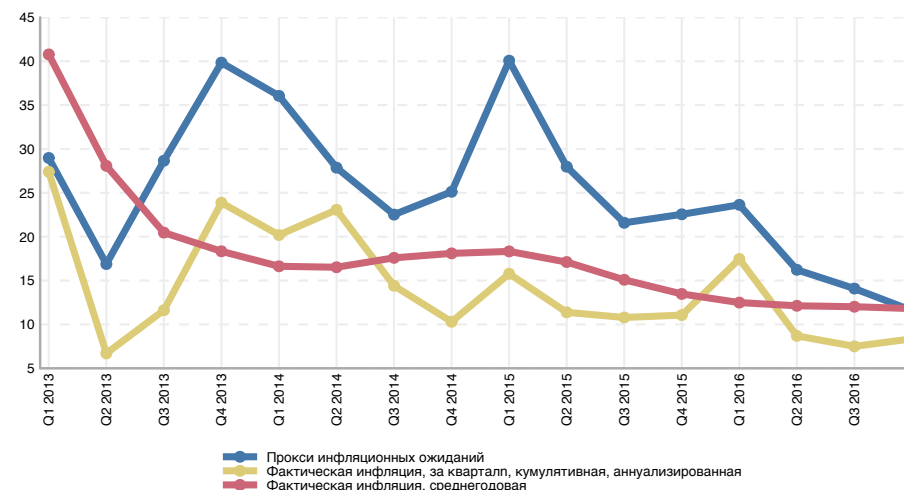
### Сигналы стабилизации монетарной среды

В 4 кв. 2016 г. впервые за 5 лет после валютного кризиса появились сигналы стабилизации монетарной среды. Инфляционные ожидания впервые с 2012 г. приблизились к уровню фактической инфляции.

### Пришло время для смягчения монетарной политики?

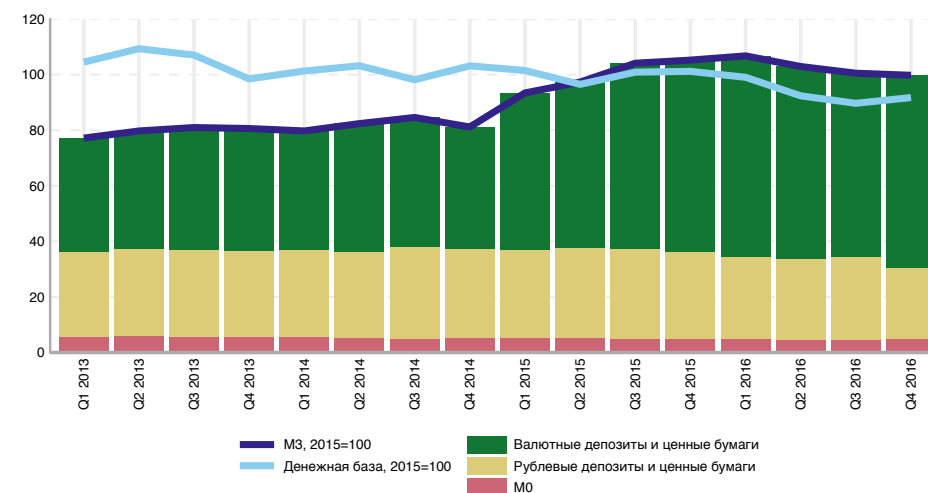
Наметившаяся стабилизация изменяет сложившийся статус-кво в отношении степени жесткости/мягкости монетарной политики. Аргумент, предполагающий что, смягчение политики быстро приведет к инфляционному витку (вследствие завышенных ожиданий), вероятно, теряет свою актуальность. С этой позиций у Нацбанка появляется больше возможностей для смягчения политики (например, снижения процентной ставки). Но вместе с тем, структурное сжатие экономики нивелирует роль циклической составляющей в динамике выпуска и снижает потребность в монетарном стимулировании. Кроме того, «навес ожиданий» может вернуться, поскольку причины монетарной стабилизации и степень ее устойчивости неочевидны.

### Инфляция и инфляционные ожидания %



Примечание: Прокси инфляционных ожиданий – разность между процентными ставками по новым срочным депозитам и депозитам до востребования для физлиц.

### Денежные агрегаты



Примечание: Компоненты М3 приведены исходя из шкалы М3 2015=100. Все показатели приведены на сезонно скорректированной основе.

## Фискальная среда

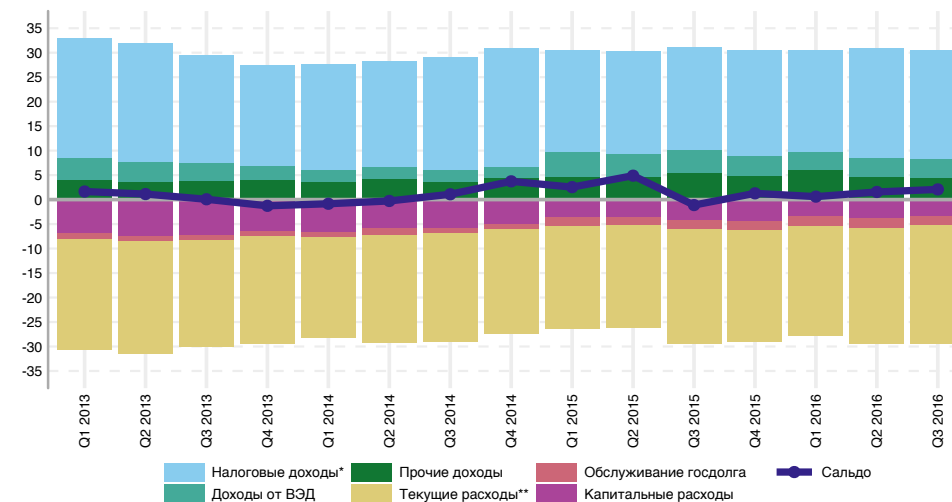
### В фискальной политике сохраняется вынужденная процикличность

Значительные суммы платежей по основному долгу обуславливают негласное обязательство Минфина исполнять бюджет с профицитом. При этом в реальном выражении доходы бюджета сокращаются вследствие рецессии (хотя остаются относительно стабильными в % от ВВП). Поэтому власти вынуждены ограничивать и расходы. Наибольшие сокращения такого рода приходятся на капитальные расходы. В результате фискальная политика стала устойчиво процикличной.

### Устойчивость госдолга становится основным риском для экономики

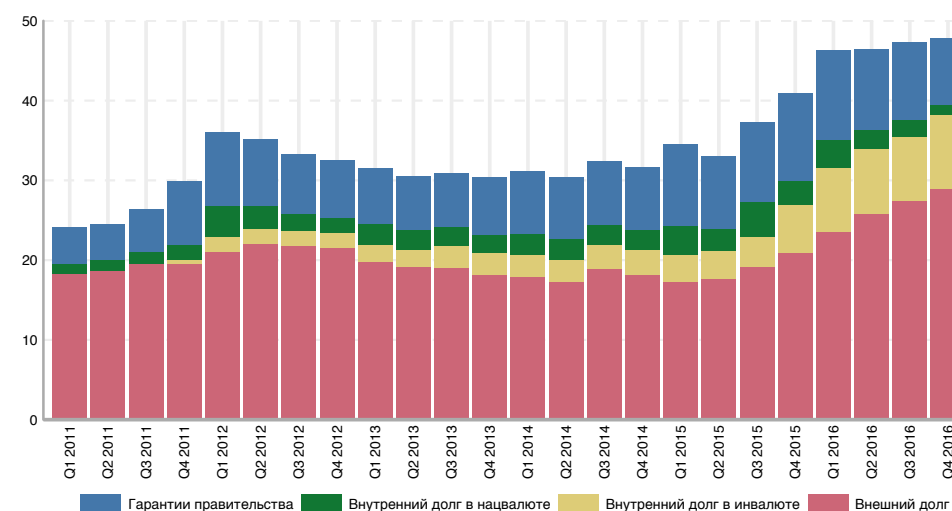
Выход показателей обремененности госдолгом на новые вершины является тревожным фактом для перспектив устойчивости госдолга. Доминирование в составе последнего инвалютных обязательств, снижение бюджетных доходов от ВЭД, ограниченные возможности рефинансирования долгов, а также сомнительные перспективы роста выпуска в еще большей мере ухудшают эти перспективы.

### Исполнение консолидированного бюджета, % от ВВП



Примечание: \* - без налогов от ВЭД; \*\* - без обслуживания госдолга. Данные в % от ВВП приведены с учетом сезонной корректировки.

### Государственный долг, % от ВВП



Примечание: На начало квартала.

## Внешняя среда

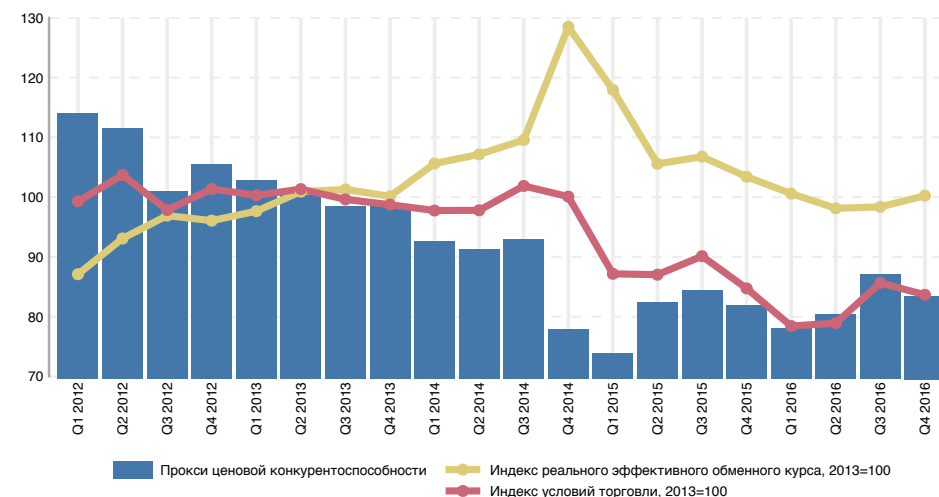
### Показатели ценовой конкурентоспособности стабилизировались

Наметившиеся во 2 и 3 кв. некоторые позитивные сигналы в сфере ценовой конкурентоспособности национальных производителей не получили своего продолжения в 4 кв. Индексы условий торговли и реального эффективного курса несколько ухудшились. С учетом динамики предыдущих лет это, вероятно, свидетельствует о стабилизации внешней ценовой среды. Другими словами, текущие ценовые условия видятся соответствующими равновесному диапазону.

### Оживление роста в США становится новым драйвером глобального роста

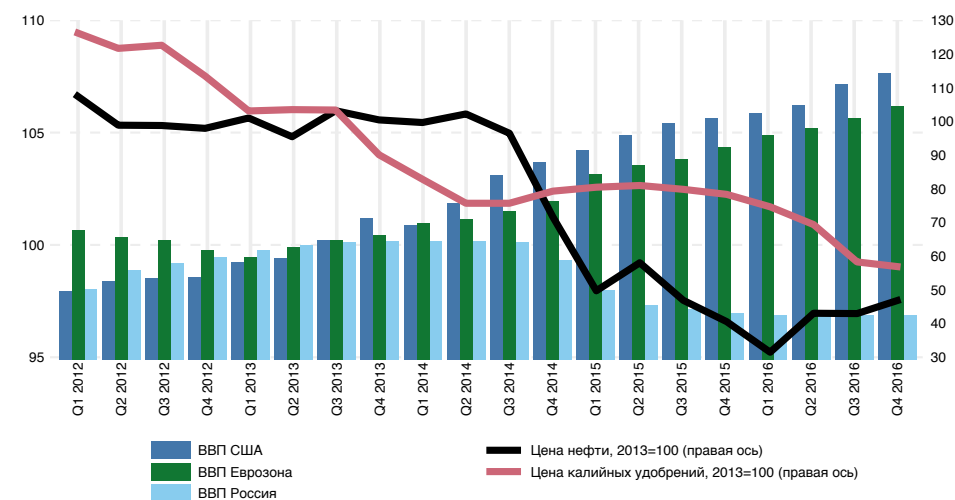
Самая крупная экономика мира – США – демонстрирует признаки выздоровления уже несколько периодов кряду. На этом фоне ФРС США в 4 кв. повысила свою ставку до диапазона 0.5-0.75%, а также отметила вероятность нескольких раундов ее роста и в 2017 г. Эти шаги задают тренд на укрепление доллара США и сдерживание роста цен сырьевых товаров на мировом рынке.

### Показатели внешней ценовой конкурентоспособности, 2013=100



Примечание: Индекс ценовой конкурентоспособности рассчитан как произведение индекса условий торговли и показателя, обратного индексу РЭОК, умноженное на 100.

### Индикаторы глобальной экономики, 2013=100



Примечание: Все ряды ВВП представлены с учетом сезонной корректировки. Индексы цен на калийные удобрения и нефть рассчитаны на основе соответствующих показателей в базе данных IFS Международного валютного фонда.



## Внешние операции

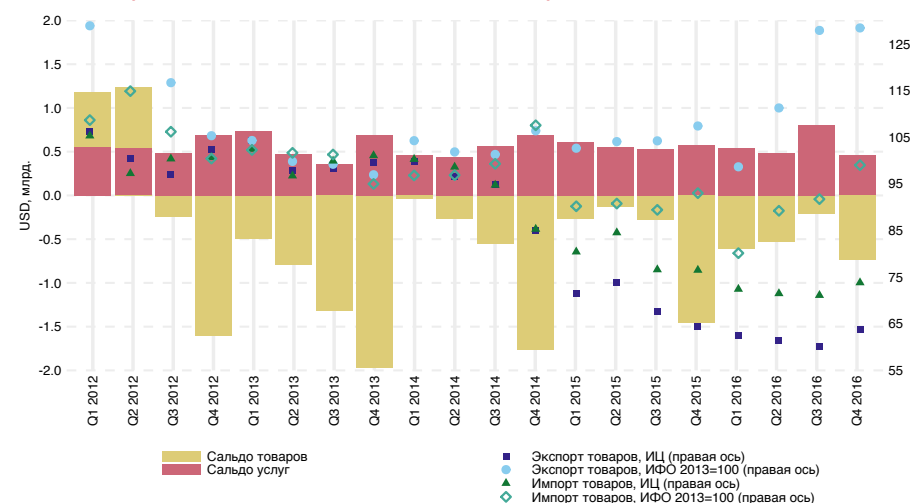
### Физобъемы внешней торговли демонстрируют уверенный рост

В 4 кв. результаты внешней торговли ухудшились. В торговле товарами тенденция носила отчасти сезонный характер, а отчасти отразила ухудшение условий торговли и ускорение роста физобъемов импорта. С позиции торгового сальдо последнее может трактоваться негативно. Однако с позиции экономики в целом и на фоне больших темпов роста физобъема экспорта эта тенденция является одним из немногих позитивных сигналов для экономической активности.

### Обремененность внешним долгом продолжает прогрессировать

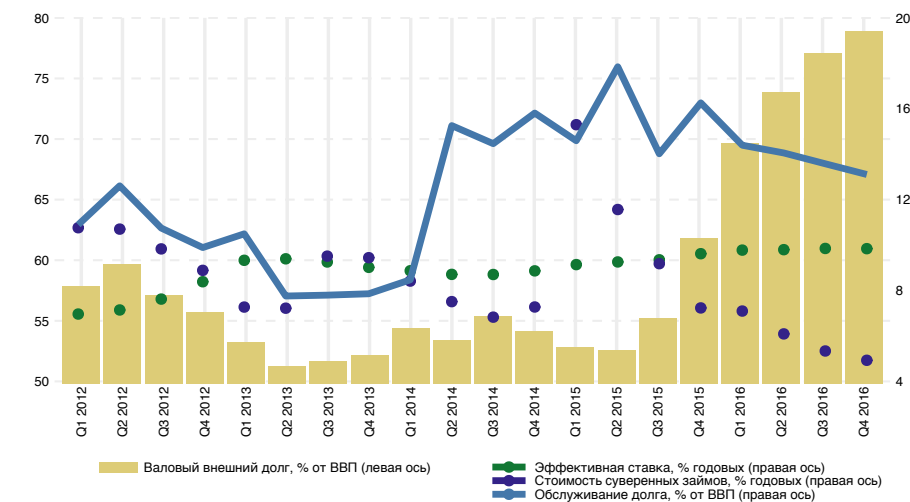
Долговая обремененность (долг в % от ВВП) национальной экономики продолжает расти на фоне ее структурного сжатия. Основная часть этого прироста приходится на госсектор и нефинансовые предприятия, возможности которых генерировать валютную выручку существенно сократились. Отсюда вопросы обслуживания валового долга во многом сводятся к вопросам устойчивости госдолга и перспектив роста.

Цены и физические объем внешнеторговой деятельности, 2013=100



Примечание: ИЦ – индекс цен; ИФО – индекс физического объема. Индексы представлены с учетом сезонной корректировки, а сальдо торговли без таковой.

### Объем и стоимость внешних заимствований



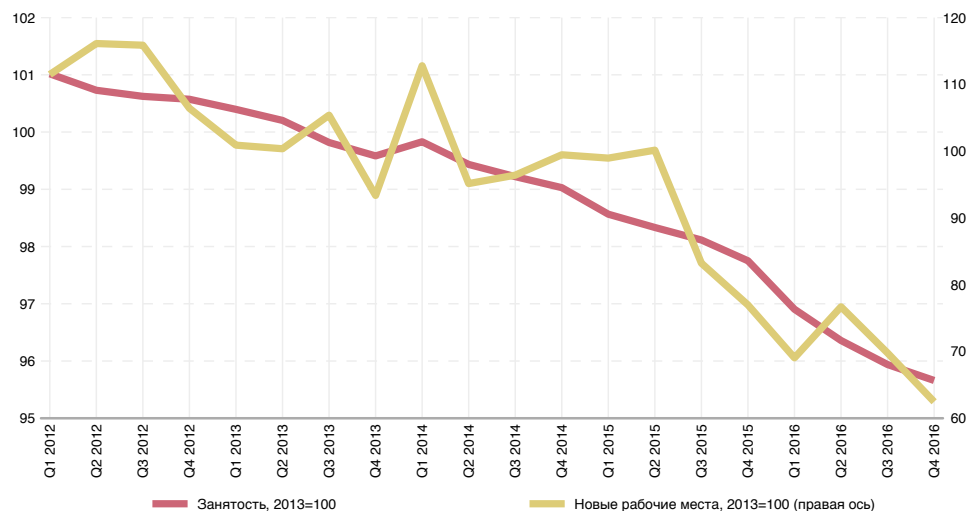
Примечание: Обслуживание долга включает и процентные платежи, и погашение основного долга. Эффективная ставка рассчитана как отношение процентных платежей за последние 4 квартала к средней величине долга за этот период. Стоимость суверенных займов – расчетная оценка доходности к погашению по суверенным Евробондам-2018.

## Социальная сфера

### Рынок труда продолжает сжиматься

Показатели занятости и количества новых рабочих мест в 4 кв. продолжили сокращаться. Величина уровня безработицы за 2016 г. – 5.8% (значение по методологии МОТ впервые было опубликовано Белстатом). В целом эти показатели свидетельствуют о сохраняющейся напряженности на рынке труда

### Занятость и новые рабочие места

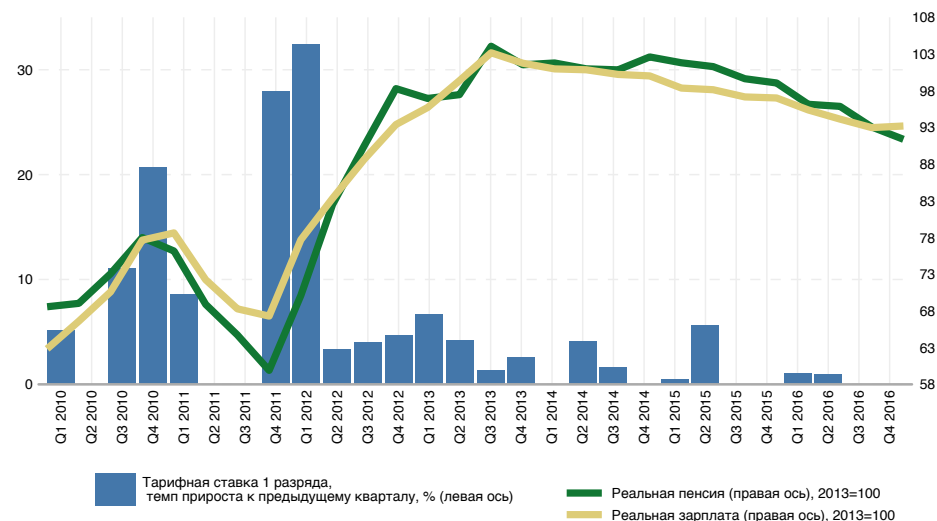


Примечание: Индексы рассчитаны с учетом корректировки на сезонность.

### Достигнуто дно в уровне реальной заработной платы?

После 3 лет снижения показатель реальной заработной платы впервые продемонстрировал скромный рост. Это может свидетельствовать о достижении дна в уровне реальной зарплаты. Факторами этого могли стать масштабное снижение занятости и удельных издержек на труд. Однако сохраняющийся потенциал структурного спада оставляет сомнения в завершении этапа снижения реальных доходов. Кроме того, заявленная властями в начале 2017 г. нацеленность на поддержание уровня занятости может стать дополнительным фактором возврата на траекторию снижения реальной зарплаты.

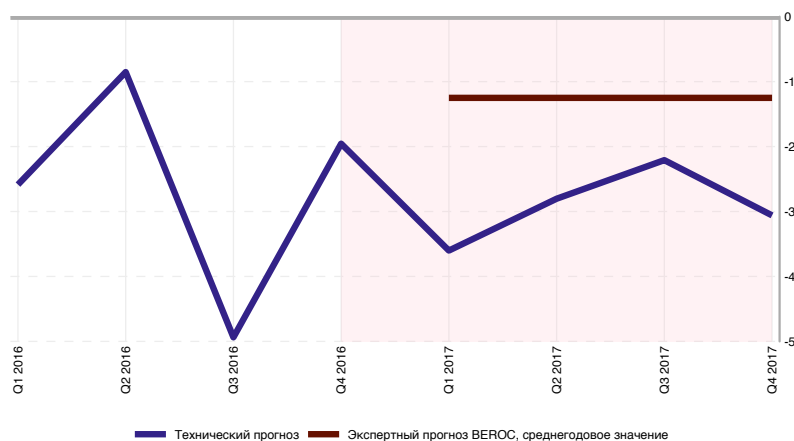
### Тарифная ставка первого разряда и доходы населения



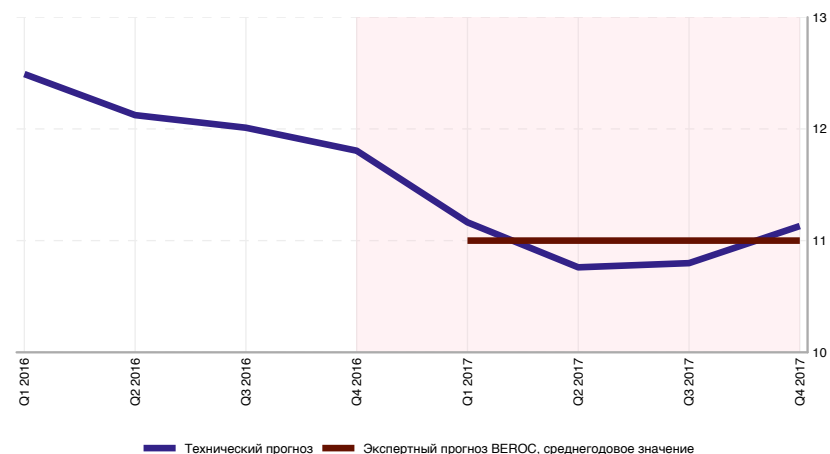
Примечание: Индексы рассчитаны с учетом корректировки на сезонность.

## Технический прогноз

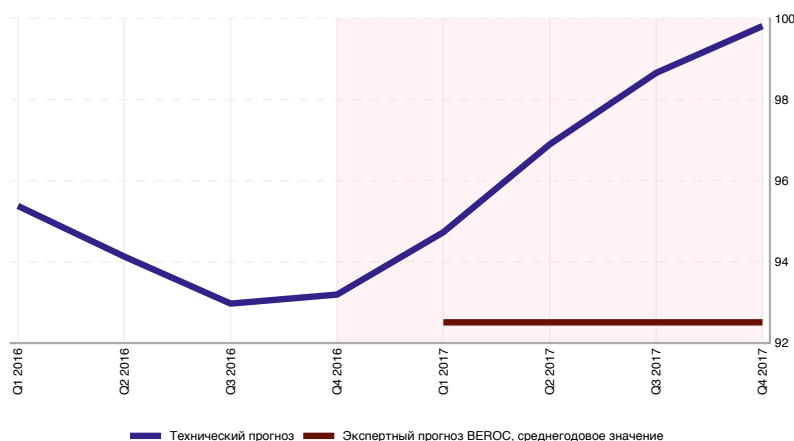
Выпуск, темп прироста к предыдущему кварталу, % (аннуализированный)



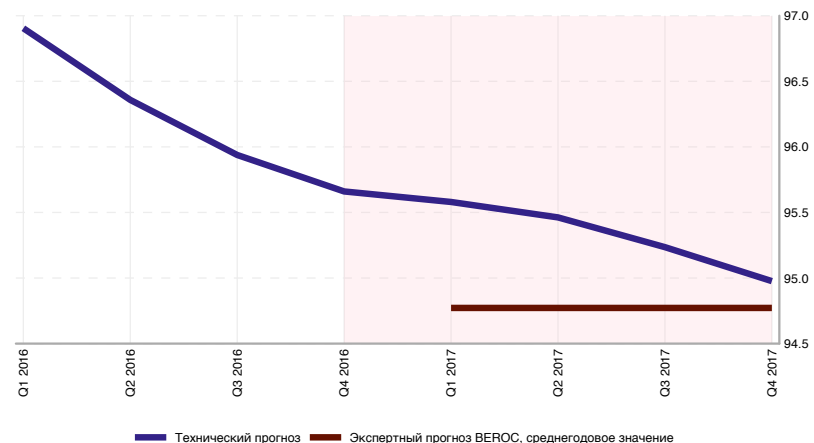
Инфляция, среднегодовая, %



Реальная заработная плата, 2013=100



Занятость, 2013=100



Технический прогноз представляет собой автоматизированную процедуру прогноза. Эта процедура включает в себя выбор наилучшей спецификации модели ARIMA для данного ряда на основе информационного критерия Акайка и прогнозирование на 4 квартала вперед на основе выбранной модели. Прогноз на основе ARIMA модели учитывает лишь прошлую динамику самого рассматриваемого индикатора и никак не связывает этот индикатор с другими экономическими переменными, ни в прошлом, ни в будущем. Термин «технический прогноз» подчеркивает, что в прогнозе никак не учтены экономические взаимосвязи, и он основан лишь на статистических закономерностях. Интерпретировать данный прогноз наилучшим образом можно как ответ на вопрос «что будет происходить с данным показателем в краткосрочной перспективе при инерционном сценарии, то есть, если фундаментальные характеристики экономической среды будут оставаться неизменными, экономика не будет подвержена воздействию экзогенных шоков, а фискальная и монетарная политика не будут изменяться по сравнению с текущим периодом».

© BEROC 2016. Все права защищены.

Ответственные за публикацию: **Дмитрий Крук** и **Дмитрий Колькин**.

Исследовательского-информационное учреждение  
“Центр экономических исследований “БЕРОК” зарегистрирован  
как некоммерческая организация в Едином государственном  
реестре юридических лиц и индивидуальных предпринимателей  
за № 192554014 по адресу: Республика Беларусь, г. Минск,  
Проспект Газеты Правда 11Б.

Электронная версия данной публикации может быть  
загружена с [www.beroc.by](http://www.beroc.by)

В публикации использована информация и данные следующих  
организаций:

Национальный статистический комитет Республики Беларусь  
([www.belstat.gov.by](http://www.belstat.gov.by))

Министерство финансов Республики Беларусь ([www.minfin.gov.by](http://www.minfin.gov.by))

Национальный банк Республики Беларусь ([www.nbrb.by](http://www.nbrb.by))

Международный валютный фонд ([www.imf.org](http://www.imf.org))

R Core Team (2016). R: A language and environment for statistical  
computing. R Foundation for Statistical Computing, Vienna, Austria. URL  
<https://www.R-project.org/>.

Все замечания и предложения  
направляйте на [beroc@beroc.by](mailto:beroc@beroc.by)

Республика Беларусь, г. Минск,  
Проспект Газеты Правда 11Б.

Тел. +375 17 272 20 91

[beroc@beroc.by](mailto:beroc@beroc.by)

[www.beroc.by](http://www.beroc.by)