

Belarusian Economic Research
and Outreach Center



Экономический обзор

3-й квартал 2017

Основные тренды

Информационный фон

Выпуск и спрос

Монетарная среда

Фискальная среда

Внешняя среда

Внешние операции

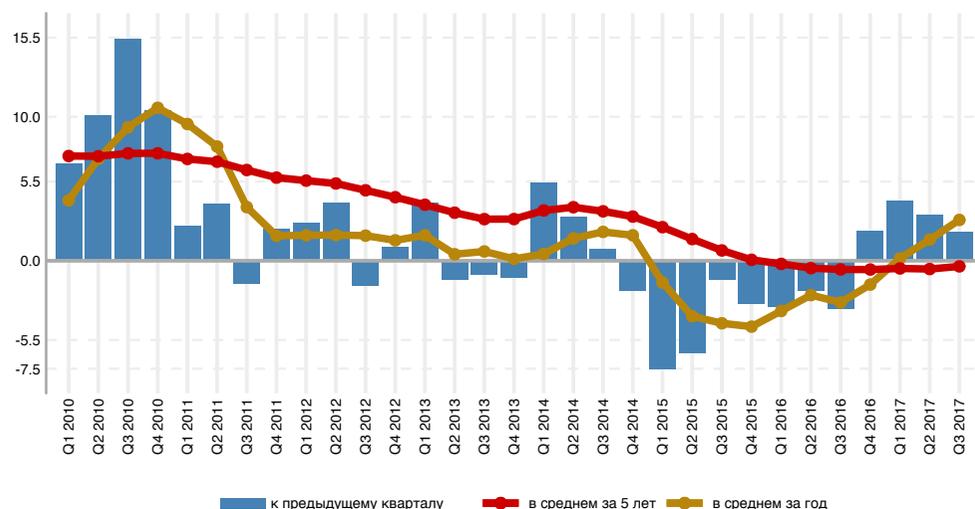
Социальная сфера

Технический прогноз

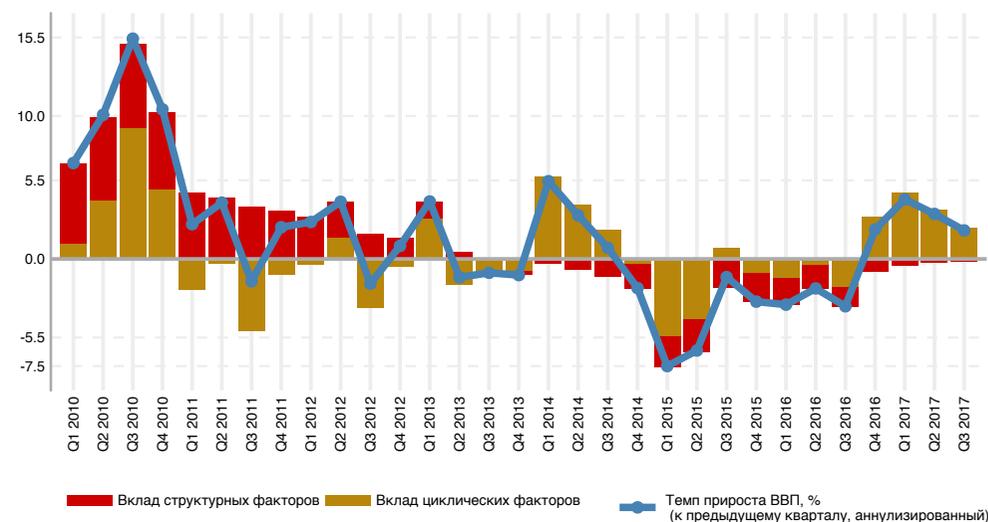
Дрейф к ценовой стабильности при низком росте выпуска

- Сигналы замедления роста выпуска усиливаются
- Рост потребительской активности затухает
- Рост отдачи на капитал может оживить инвестиционный спрос
- Инфляция дрейфует к зоне ценовой стабильности
- Меняется структура госдолга
- Реальные зарплаты растут, но реальное благосостояние стагнирует

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

Ценовая стабильность и внешнее равновесие условно достигнуты. Но рост выпуска, его устойчивость, а также финансовая стабильность остаются под вопросом.

В 2017 г. в макросреде Беларуси произошел ряд благоприятных изменений. Во-первых, инфляция достигла исторических минимумов и демонстрирует относительную стабильность.

Во-вторых, текущий счет платежного баланса и в целом платежный баланс находятся вблизи равновесного уровня. Эти достижения можно классифицировать как достижение ценовой стабильности и внешнего равновесия. Однако стоит отметить, что они примерно в равной мере обусловлены изменениями в экономической политике и экономическим спадом 2015-2016 гг. Поэтому в будущем – если выпуск будет расти – поддержание ценовой стабильности и внешнего равновесия не гарантировано. С учетом этой оговорки, скорее, стоит говорить об условном достижении ценовой стабильности и внешнего равновесия.

Однако две другие компоненты макроэкономической стабильности – стабильный рост выпуска и финансовая стабильность – по-прежнему остаются недостижимыми. Динамика выпуска в 3 кв. сигнализирует о том, что силы экономического восстановления исчерпываются и рост ВВП «упирается в потолок». Это дает основания ожидать, что в 2018 г. рост выпуска либо стабилизируется в коридоре 2-2.5%,

либо даже начнет демонстрировать нисходящую динамику. Более благоприятную динамику выпуск будет демонстрировать лишь в случае нового витка роста экспорта, однако пока предпосылок для этого немного.

Серьезной угрозой для экономики остается финансовая нестабильность, ассоциированная с низким качеством частных долгов и высоким уровнем госдолга. В 2016 – начале 2017 гг. власти пытались сформулировать системный ответ для нейтрализации данной угрозы. Однако вплоть до конца 2017 г. эти попытки не привели к ощутимым результатам. Меры, которые могли бы «запустить процесс» решения долговых проблем, как правило, оказываются неприемлемыми для властей по социальным и политическим соображениям. В результате пока принимаются лишь «полумеры», позволяющие «заморозить» проблему и ограничить ее негативное влияние на текущую макроэкономику. В будущем «долговой навес» может проявить себя в любой момент, обусловив новую волну экономического спада. При такой диспозиции наиболее вероятным сценарием развития экономики в среднесрочной перспективе является низкий рост выпуска с перманентными рисками рецессии, но при сохранении ценовой стабильности и внешнего равновесия. Однако этот сценарий может смениться худшим. Если искусственное стимулирование роста зарплат, которое имеет место во 2-м полугодии 2017 г., сохранится и в 2018 г., то дополнением к низкому росту выпуска станет ускорение инфляции и выход из зоны ценовой стабильности.

Информационный фон

Проблему плохих долгов и оздоровления госпредприятий «отложили в долгий ящик»

В конце 2017 г. власти попытались интенсифицировать решение проблемы «плохих долгов». Публичную огласку получили цифры, характеризующие результаты применения перечня «мягких» мер к проблемным должникам в сельском хозяйстве (с 2016 г. власти пытаются восстановить платежеспособность большинства из них). Несмотря на новые послабления, свою платежеспособность смогли восстановить лишь около 10% из 323 сельхозпредприятий. Этот кейс можно назвать свидетельством того, что «лечение» проблемных должников затруднительно, а их «выздоровление» мало реально.

На нынешнем этапе обозначились две альтернативы для дальнейших действий: дополнить «мягкий путь» новыми мерами поддержки должников, или же переориентироваться на более радикальные, но действенные меры. В качестве последних называются, например, усиление прав кредиторов, «зеленый свет» для процедуры банкротства крупных должников – госпредприятий, право продажи долгов не по номинальной, а по справедливой рыночной стоимости и др. Усиление «мягкого пути» требует новых дотаций со стороны государства и выглядит малоперспективно. «Жесткий путь» чреват серьезными пертурбациями в реальном секторе, а также социальными и политическими последствиями. Среди таких альтернатив власти не смогли выбрать приемлемую и принять какое-либо стратегическое решение. В результате проблема осталась в «подвешенном состоянии», и по-прежнему представляет собой угрозу финансовой стабильности.

Для стимулирования экономического роста власти смягчают условия ведения бизнеса

Во втором полугодии 2017 г. власти приняли пакет нормативных документов, призванных поспособствовать развитию частного бизнеса. Законодательные новшества существенно упрощают ведение бизнеса, резко снижая регуляторные и административные барьеры для него. Кроме того, для некоторых видов деятельности, которыми зачастую занимаются малые фирмы и индивидуальные предприниматели, вводятся дополнительные налоговые и административные послабления. Наконец, расширяются возможности для самозанятости физических лиц (без регистрации субъектов малого предпринимательства), например, в сфере ремесленной деятельности и агротуризма. Принятые меры, безусловно, станут важным подспорьем для развития частного сектора. Кроме того, механизмы самозанятости могут поспособствовать стабилизации рынка труда, а в будущем стать «встроенным амортизатором» для этого рынка.

Вместе с тем, важно отметить, что ключевым барьером для развития частного бизнеса является не регуляторная среда, а де-факто неравные условия деятельности с госпредприятиями. В этом плане особо важен искусственный «перекос» в распределении ресурсов в пользу госсектора. Без устранения этого «перекоса» частный сектор не может в полной мере реализовать свой потенциал. Поэтому меры по развитию частного сектора, не подкрепленные отказом от искусственной поддержки госпредприятий, будут давать лишь ограниченный эффект.

Выпуск и спрос

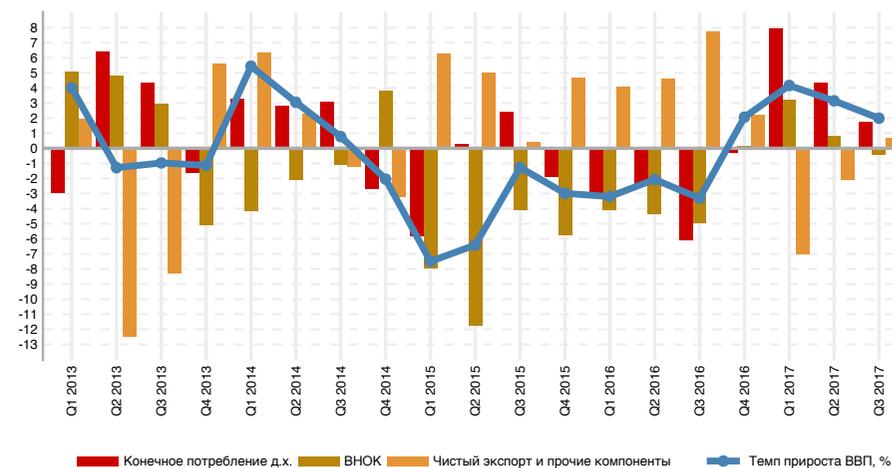
Рост потребительской активности затухает

В 3 кв. потребление домашних хозяйств оставалось лидером роста среди компонентов совокупного спроса. Однако по сравнению с двумя предыдущими кварталами его рост существенно замедлился. Это дает основание предположить, что период быстрого восстановительного роста расходов домашних хозяйств на потребление себя исчерпывает, подпадая под действие «встроенного стабилизатора» в виде плавающего обменного курса. В условиях плавающего курса внутренние компоненты спроса могут демонстрировать устойчивый рост (учитывая, что их рост неизбежно ощутимо повышает импорт) лишь будучи «подкреплены» ростом экспорта. В противном случае, ухудшение чистого экспорта будет приводить к обесценению курса и росту цен, ограничивая реальные доходы и внутренний спрос.

Рост отдачи на капитал может оживить инвестиционный спрос

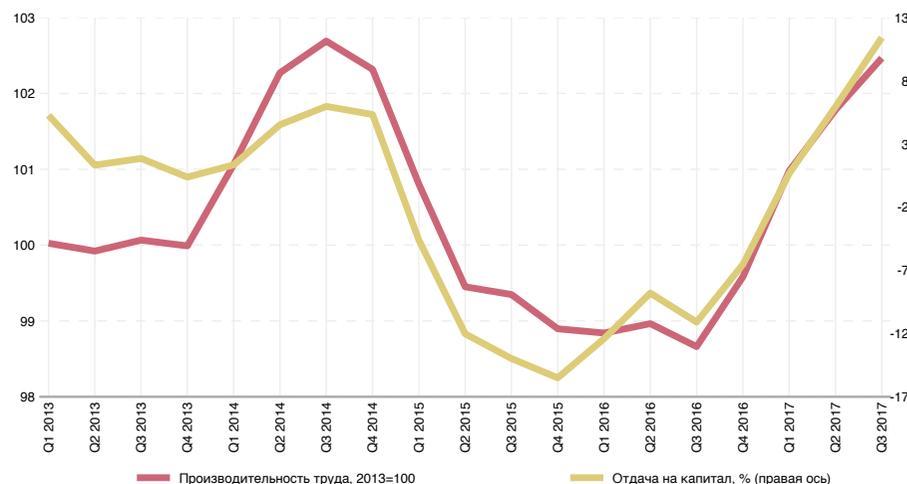
Продолжительный период (около 4 лет) инвестиционной депрессии в национальной экономике обусловил радикальное снижение доли инвестиций в ВВП: с пика около 40% (в 2010 г.) данный показатель снизился до уровня около 25%. Меньший объем инвестиций повысил и их качество, поскольку можно ожидать, что отсекались преимущественно менее эффективные проекты. Прошедшее количественное и качественное «очищение» обуславливает рост отдачи на капитал, что, вероятно, является предвестником окончания инвестиционной депрессии.

Вклад в прирост выпуска, процентных пунктов



Примечание: Темп прироста ВВП и соответствующие вклады компонентов спроса приведены как аннуализированные по отношению к предыдущему кварталу (с учетом корректировки на сезонность); 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

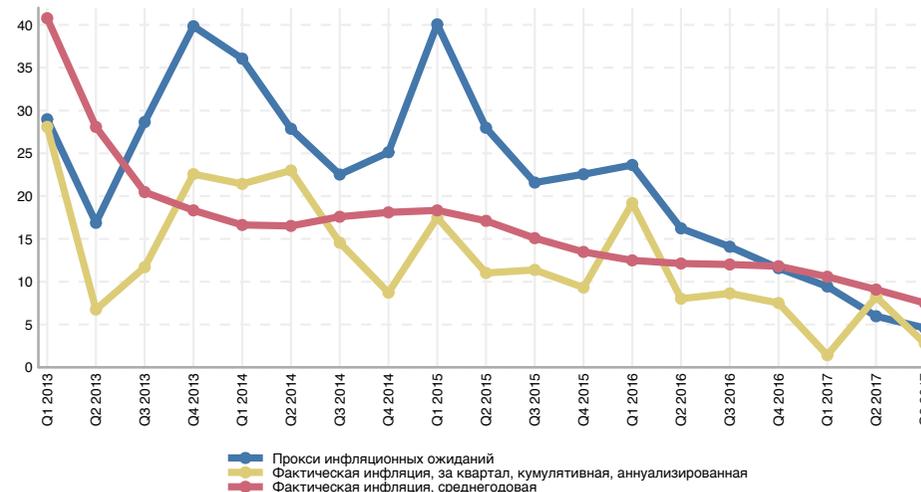
Дрейф в направлении ценовой стабильности

В 3 кв. сохранилась благоприятная ценовая динамика, а некоторые из индикаторов инфляции покорили новые минимумы. Относительно долгий период (6 кварталов) нахождения (квартальной) инфляции в диапазоне ниже 10% позволяет вести речь о том, что инфляция не просто снизилась, но и обретает устойчивость. С некоторыми оговорками этот тренд можно назвать движением в направлении ценовой стабильности.

Доверие к национальной валюте возрастает, но чрезмерно робко

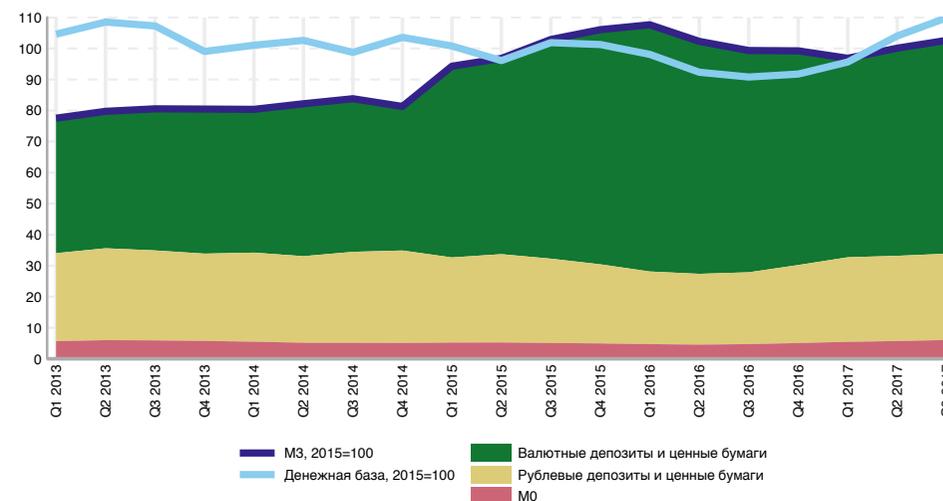
Устойчивая дезинфляция обусловила снижение инфляционных ожиданий. Однако их устойчивость и подконтрольность Нацбанку по-прежнему вызывает сомнения (это подтверждают и результаты опроса домашних хозяйств, проведенного Нацбанком). Схожие противоречия прослеживаются и в структуре широкой денежной массы. С одной стороны, доля в ней наличных денег и рублевых депозитов растет 6-ой квартал кряду. Но, с другой стороны, в 2017 г. этот рост ощутимо ослаб, хотя структура денежной массы еще далека от «нормальной». Эту тенденцию можно охарактеризовать как восстановление доверия к национальной валюте, но очень робкое и подчеркивающее хрупкость ценовой стабильности. С этой позиции смягчение монетарной политики Нацбанка (например, за 2-ое полугодие 2017 г. ставка рефинансирования была снижена на 3 п.п. до 11% годовых) может постфактум оказаться чрезмерно стремительным.

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 в реальном выражении.

Фискальная среда

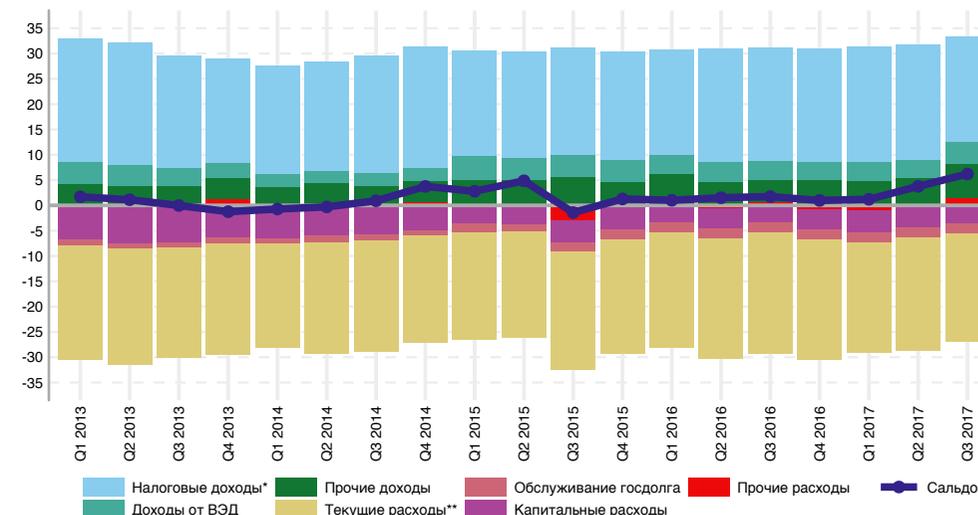
Меньше бюджетных кредитов, больше профицит

В 3 кв. профицит консолидированного бюджета возрос весьма радикально: с 3.8% до 6.2% от ВВП. В результате накопленный за три квартала профицит более чем в 3.5 раза превышает его планируемый годовой размер (необходимый для выплат по основной части госдолга). Основным фактором резкого роста профицита стало снижение расходов примерно на 2.5% от ВВП. В их составе ключевым фактором стало чистое погашение бюджетных кредитов, что сделало в 3 кв. данную расходную статью де-факто доходной. Таким образом, фискальные власти получили в свое распоряжение определенную «подушку безопасности». Но она вряд ли сохранится надолго, поскольку власти намерены ее задействовать для обеспечения роста зарплат в бюджетном секторе.

Расширенный госдолг колеблется в диапазоне 45-50% от ВВП, но его структура меняется

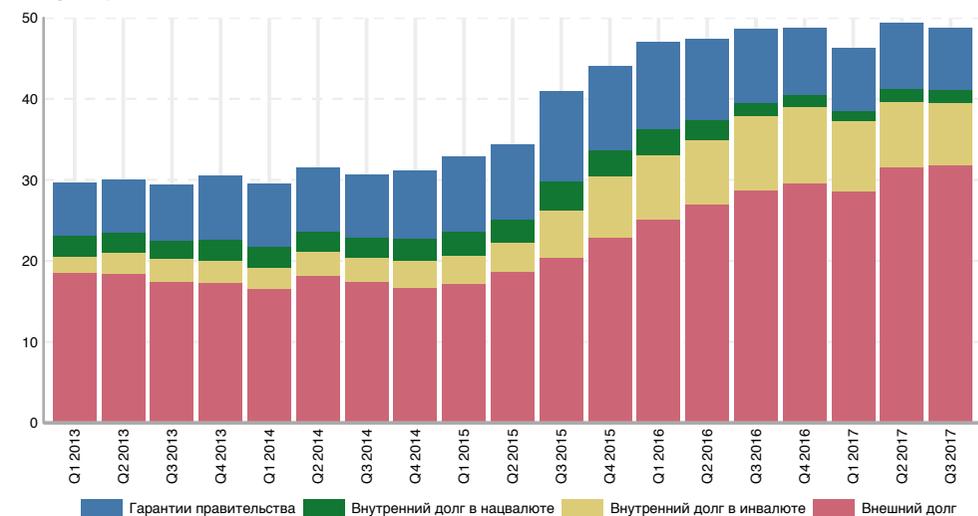
В структуре госдолга наметился плавный дрейф на снижение внутреннего долга в иностранной валюте. С пикового уровня (9.4% от ВВП в 4 кв. 2016 г.) данная часть долга снизилась до 7.7% от ВВП. Эта часть госдолга преимущественно ассоциируется с выкупом государством «плохих» валютных долгов госпредприятий. Замещение этой части госдолга внешним свидетельствует о сворачивании курса по «переупаковке» долгов госпредприятий в госдолг. Кроме того, это способствует и большей прозрачности госдолга.

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



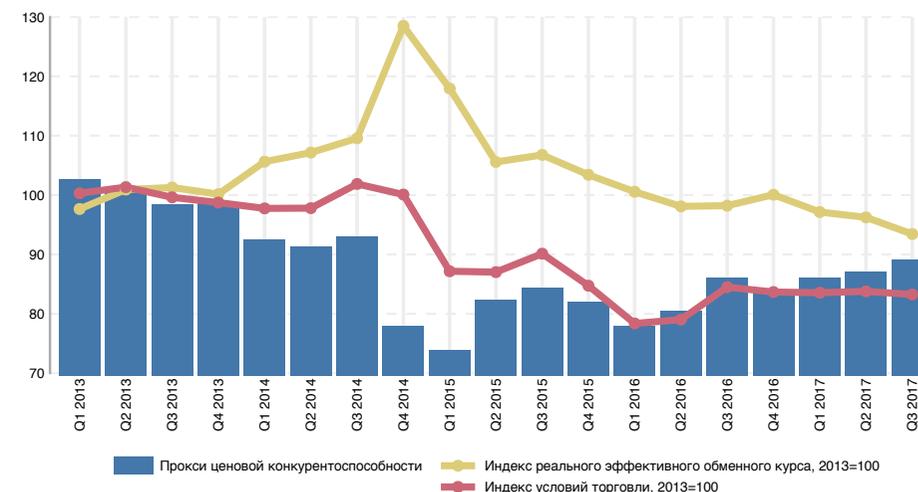
Примечание: На начало квартала.

Внешняя среда

Реальный обменный курс подпитывает ценовую конкурентоспособность

Условия внешней торговли (соотношение экспортных и импортных цен) для белорусских фирм остаются почти неизменными 5-ый квартал кряду. Однако ценовая конкурентоспособность отечественных производителей продолжает плавно расти благодаря обесценению реального эффективного обменного курса. Помимо текущей «подпитки» для конкурентоспособности, реальный обменный курс также выступает для нее в роли амортизатора шока, связанного с искусственным повышением заработной платы.

Показатели внешней ценовой конкурентоспособности, 2013=100

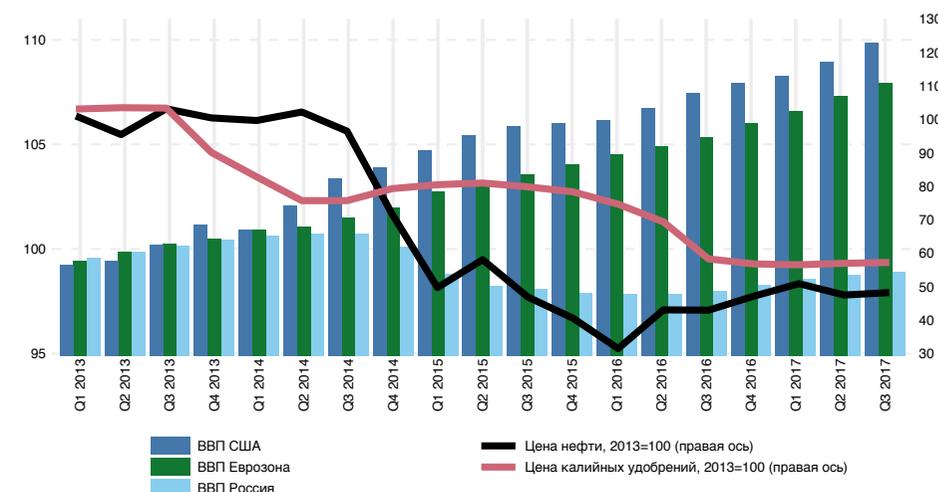


Примечание: Индекс ценовой конкурентоспособности рассчитан как произведение индекса условий торговли и показателя, обратного индексу РЭОК, умноженное на 100.

Восстановление выпуска в России под вопросом

Крупнейшие экономики мира продолжают демонстрировать достаточно уверенный рост. Однако в большинстве случаев рост уже не ускоряется, а, как правило, стабилизируется. Сохраняющееся пока ускорение роста в США весьма вероятно вскоре также сменится «штилем». Стабильный глобальный рост способствует оживлению спроса на сырьевые товары. Однако вопреки благоприятной конъюнктуре один из наиболее важных торговых партнеров Беларуси – Россия – демонстрирует противоречивые сигналы экономической динамики. Начавшееся в 2016 г. медленное восстановление выпуска в 3 кв. себя практически исчерпало. Это порождает сомнения не только в том, что Россия выходит на траекторию стабильного роста, но даже и в том, что потери недавней рецессии будут вскоре нивелированы.

Индикаторы глобальной экономики, 2013=100



Примечание: Все ряды ВВП представлены с учетом сезонной корректировки. Индексы цен на сырьевые товары рассчитаны на основе показателей в базе данных Global Economic Monitor Всемирного банка.

Внешние операции

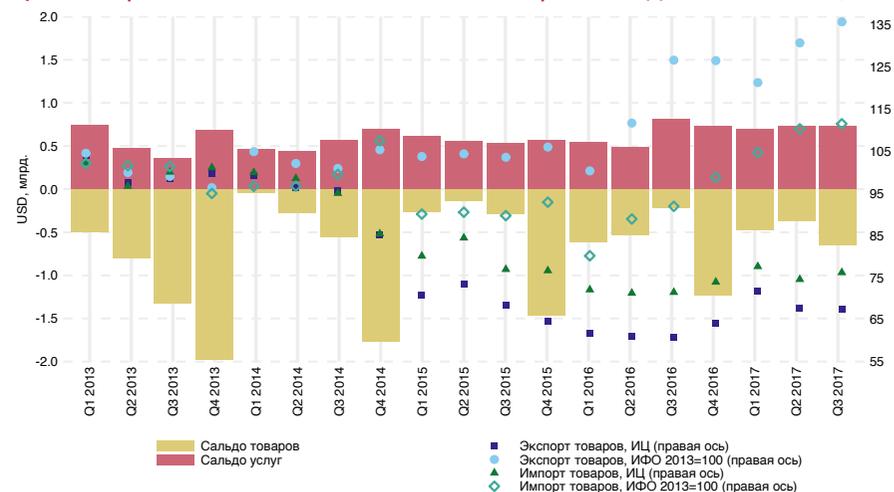
Импорт «притормозил», экспорт «воспрянул»

В 3 кв. рост физического объема импорта ослабился, а экспорта, наоборот, усилился. Динамика импорта во многом была обусловлена «остыванием» потребительского спроса, в частности, несколько «притормозил» импорт продовольственных товаров. Оживление экспорта придало благоприятный импульс всей экономике, но его рост остается неустойчивым. По большинству товарных позиций в последние кварталы наблюдаются разнонаправленные скачки. Например, в 3 кв. просел физический объем поставок «лидеров роста» во 2 кв. (нефтепродукты, калийные удобрения, тракторы и грузовые автомобили), а поставки ранее «отстающих» (продовольственные товары, шины, холодильники, обувь) наоборот возросли. Неустойчивость в росте экспорта – вызов для всей экономики, поскольку перспективы роста выпуска сильно зависят от состояния экспорта.

Время дешевых заимствований на исходе

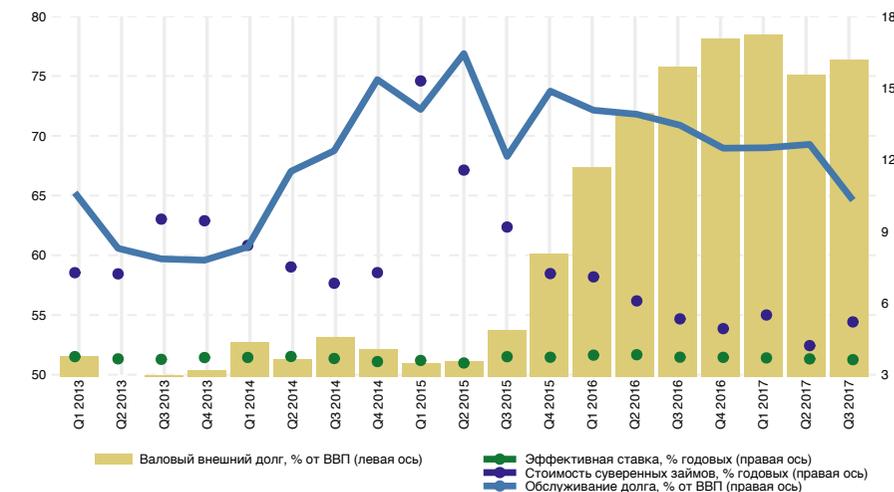
В 3 кв. котировки новых белорусских евробондов (выпущенных в июне) стремительно росли. Доходность к погашению по 6-летним бумагам устремилась к 5%, а по 10-летним к 6% годовых (при купонной доходности 6.875% и 7.625% соответственно). Это свидетельствует о привлекательности белорусских бумаг на фоне низких ставок по первоклассным инструментам. Однако на фоне стабилизации глобального роста, вероятно, базовые процентные ставки вскоре начнут расти. Это ухудшит конъюнктуру и повысит стоимость заимствований для развивающихся стран.

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: Данные по величине долга приведены на начало квартала. 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 средней доходности к погашению по всем выпускам суверенных евробондов, находящихся в обращении на момент расчета.

Социальная сфера

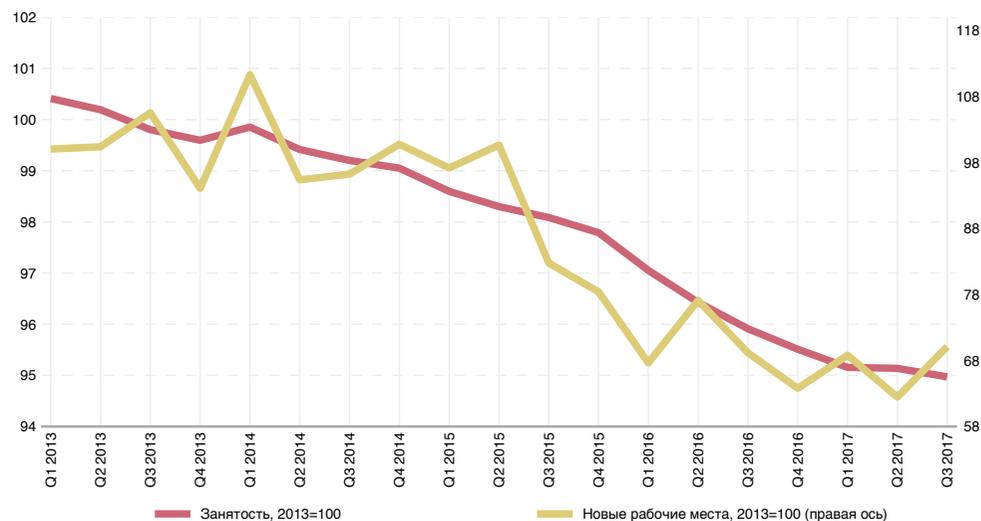
Рынок труда подает признаки стабилизации

В 3 кв. на рынке труда имел место ряд благоприятных тенденций. В двух месяцах из трех росла занятость. Важной тенденцией стал также ощутимый рост числа созданных новых рабочих мест. Впервые с 2014 г. рост этого показателя носил практически в полной мере естественный (а не административный) характер. Это свидетельствует о том, что нацеленность нанимателей на снижение занятости, как минимум, ослабла. В целом по итогам трех кварталов 2017 г. можно отметить стабилизацию занятости, которая до этого непрерывно снижалась с 2010 г.

Реальные зарплаты растут, но реальное благосостояние стагнирует

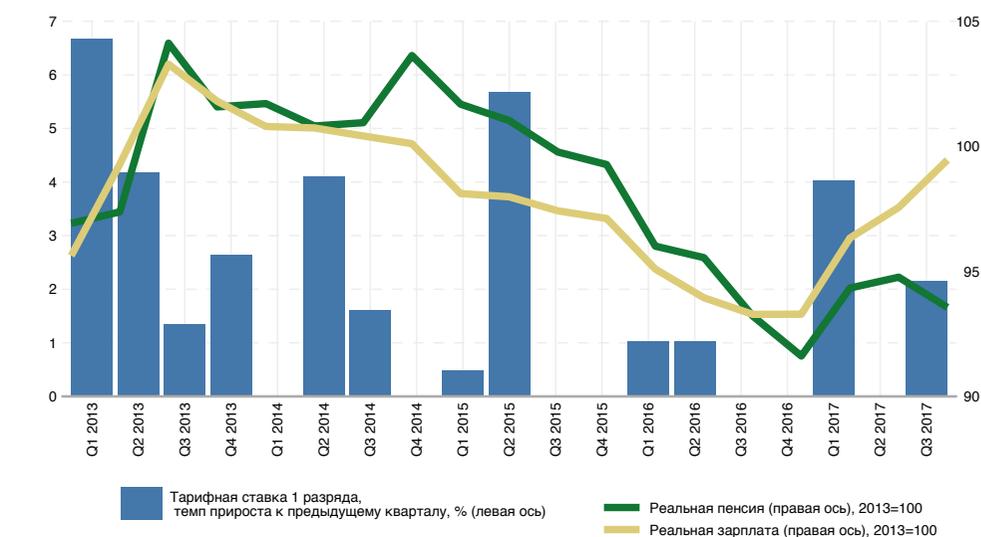
Реальные зарплаты в 3 кв. продолжали расти. Но поскольку в этом росте велика административная составляющая, вопросы о его пределе и продолжительности остаются пока без ответа. Вместе с тем, рост зарплат медленно переходит в рост реальных доходов населения. Лишь в 3 кв. они стали демонстрировать скромный рост (в годовом сопоставлении), причем в отдельных регионах еще сохранялось их падение. Уровень бедности в 3 кв. остался на уровне предыдущего, составив 5.9%. Но, в ближайшей перспективе на него может негативно повлиять рост тарифов на коммунальные услуги (с сентября они в среднем выросли на 8%; планируется их еще одно повышение в декабре). Таким образом, в условиях слабого экономического роста качество жизни наиболее уязвимых слоев населения, как минимум, не улучшается.

Занятость и новые рабочие места



Примечание: Индексы рассчитаны с учетом корректировки на сезонность.

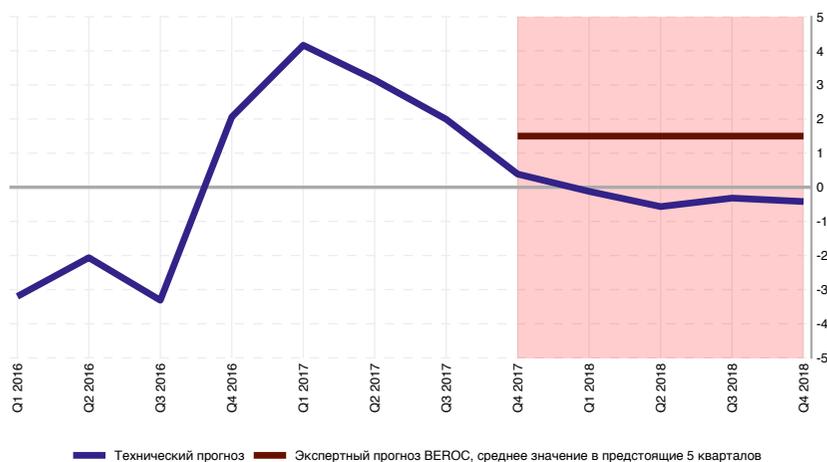
Тарифная ставка первого разряда и доходы населения



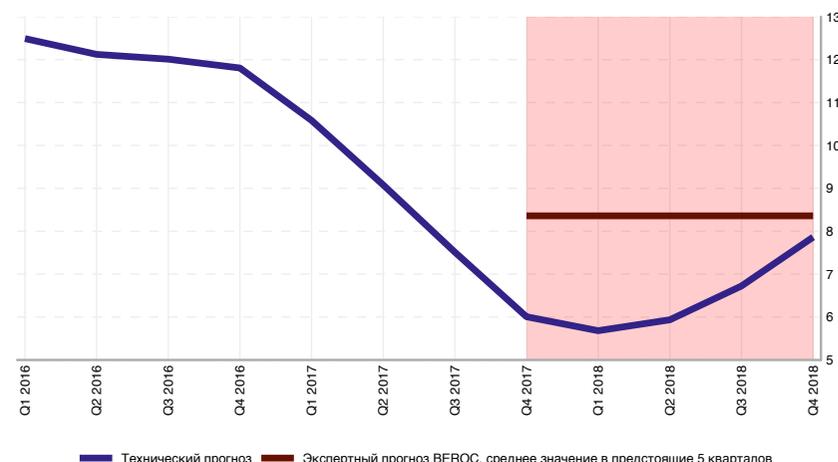
Примечание: Индексы рассчитаны с учетом корректировки на сезонность.

Технический прогноз

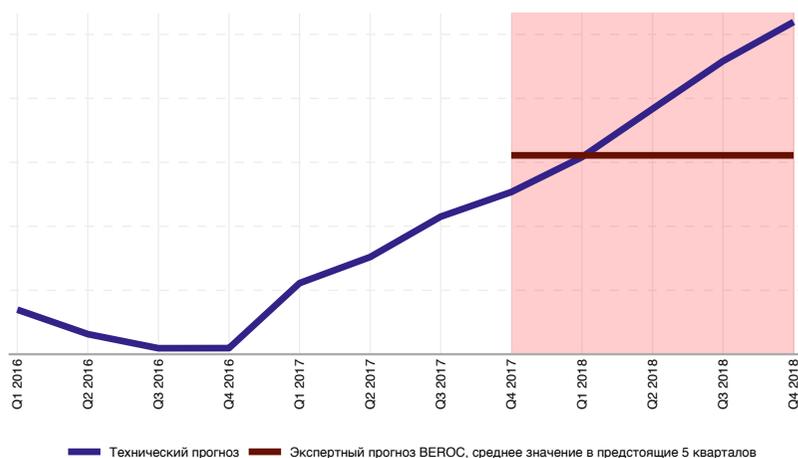
Выпуск, темп прироста к предыдущему кварталу, % (аннуализированный)



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 5 кварталов 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 2017. 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 регистре 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

В публикации использована информация и данные следующих организаций:

Национальный статистический комитет Республики Беларусь (www.belstat.gov.by)

Министерство финансов Республики Беларусь (www.minfin.gov.by)

Национальный банк Республики Беларусь (www.nbrb.by)

Международный валютный фонд (www.imf.org)

R Core Team (2017). 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

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

Тел. +375 17 272 20 91

beroc@beroc.by

www.beroc.by