

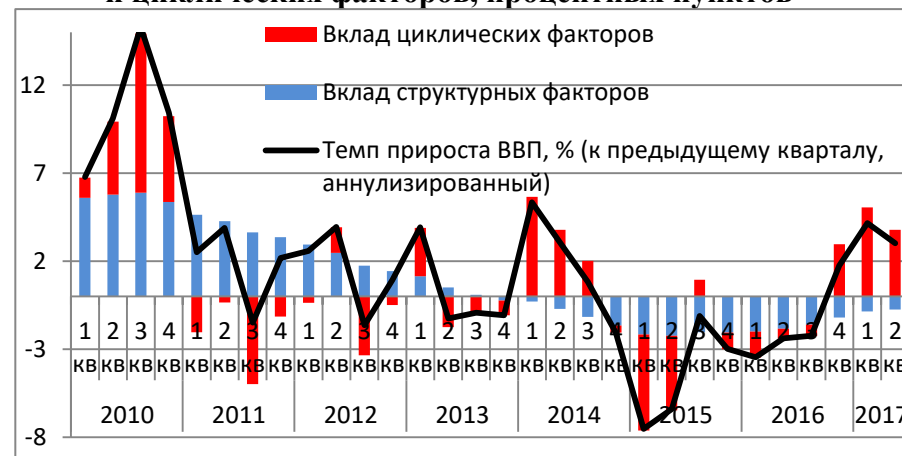
## РОСТ УПЕРСЯ В ПОТОЛОК?

- Выпуск продолжает расти, но восстановление неустойчиво
- Потребление растет и тянет за собой импорт
- Рост импорта «обгоняет» рост экспорта
- Монетарная политика становится стимулирующей
- Реальный курс достиг 5-летнего минимума
- Реальные зарплаты медленно растут, но располагаемые доходы пока продолжают сжиматься

**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 *темпе 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).

## **Инерция «догоняющего» восстановления иссякает. Найдутся ли новые детерминанты для поддержания роста выпуска?**

Рост выпуска, произошедший в последние три квартала, можно назвать «догоняющим» или «восстановительным». Во-первых, сработал отложенный эффект адаптации к изменившейся среде: снижение издержек и другие меры по оздоровлению фирм (2015-2016 гг.) создали некоторый «задел» конкурентоспособности на будущее. В результате длительный период падения физобъема экспорта начиная со 2-ого полугодия 2016 г. сменился периодом его роста. Наряду с сохраняющимся низким спросом на импорт это способствовало улучшению состояния чистого экспорта.

Во-вторых, в 2017 г. (особенно во 2 кв.) наметились позитивные тенденции на традиционных иностранных рынках. Зарубежные контрагенты стали предъявлять «отложенный» спрос на некоторые белорусские товары, активируя еще один канал «догоняющего» роста экспорта. Такой эффект предопределил рост экспорта калийных удобрений, а также ряда капитальных товаров в Россию.

В-третьих, с 2017 г. после долгого периода падения стало расти потребление домашних хозяйств. В этом случае также имел место эффект «отложенного» спроса: стремясь поверить, что период дна реальных доходов уже позади, домашние хозяйства возвращаются к уровню потребления «тучных лет». В результате в 1-2 кв. 2017 г. конечное потребление стало расти. Но обратной стороной этого стал рост импорта, поскольку «нормализация» потребления для

многих домашних хозяйств означает и увеличение количества импортных товаров в потребительской корзине.

Динамика выпуска во 2 кв. предопределялась комбинацией трех указанных эффектов: первый эффект постепенно иссякал, а второй и третий усиливались. В результате формально рост выпуска был предопределен конечным потреблением, а вклад чистого экспорта был близок к нулю. Но с учетом причинно-следственных связей, ключевым для динамики выпуска следует признать эффект «отложенного» внешнего спроса, тогда как роль потребления во многом была нивелирована вызванным им ростом импорта.

Наметившийся старый-новый «конфликт» между внутренним спросом и чистым экспортом наглядно отражает ограниченный потенциал и структурные слабости экономики. Вследствие этого «конфликта» возможности роста за счет внутреннего спроса ограничены. Также ограничены и возможности устойчивого роста за счет чистого экспорта: «задел» конкурентоспособности, полученный благодаря финансовому оздоровлению 2015-2016 гг., уже себя преимущественно исчерпал. В этой ситуации ненадолго поддержать/усилить рост выпуска могут лишь новые позитивные шоки экспорта и/или ослабление национальной валюты. Но в среднесрочной перспективе такой статус-кво не позволит вырваться из продолжительной стагнации.

✓ Переговоры Беларуси и МВФ о стабилизационной программе приостановлены

В июле МВФ официально заявил о том, что приостанавливает переговоры с Беларусью о новой программе. Предполагалось, что эта программа будет сконцентрирована на структурных преобразованиях, и для их поддержки фонд мог бы предоставить весьма существенные суммы на привлекательных условиях. Поводом для приостановки МВФ назвал недостаток поддержки программы со стороны высших руководителей государства. Основным «камнем преткновения» в переговорах стало несоответствие позиций сторон по вопросу реформирования сектора государственных предприятий.

Положение сектора государственных предприятий является сегодня ключевым вызовом для экономики Беларуси. Многие из крупных госпредприятий не могут обеспечить устойчивое прибыльное функционирование без перманентных мер государственной поддержки. Директивная же концентрация ресурсов в этом секторе становится все большим препятствием для развития эффективных фирм и экономики в целом.

Таким образом, ситуация в переговорах с МВФ наглядно иллюстрирует, что власти по-прежнему не готовы реформировать саму экономическую модель, вынужденно соглашаясь лишь с «косметическими» изменениями в ней. Такой результат длительных переговоров с МВФ негативно отразится на имидже страны и восприятию ее экономических перспектив среди зарубежных стейкхолдеров.

✓ Национальный банк движется в направлении таргетирования инфляции

В начале 2017 г. Национальный банк официально заявил о том, что в среднесрочной перспективе (к 2020 г.) он намерен перейти от монетарного таргетирования к таргетированию инфляции. В отличие от подобных деклараций в предыдущие 10 лет, в этот раз заявления подкреплены планом подготовительных мероприятий. Более того, уже во 2 кв. некоторые из них стали реализовываться. Например, важные коррективы были внесены в мандат Нацбанка: отныне его единственной монетарной целью объявлено обеспечение ценовой стабильности. Кроме того, был несколько расширен спектр полномочий Нацбанка. Таким образом, заявленный план перехода вызывает определенное доверие. Постепенная же трансформация к режиму таргетирования инфляции будет благоприятным фоном для функционирования финансового рынка страны.

✓ Власти хотят «оседлать» тренды FinTech и IT

Во 2 кв. власти декларировали разработку нового декрета в IT-сфере. По их заверениям он создаст легальный базис для дальнейшего развития в стране направлений FinTech и IT. Еще одним новшеством в этой сфере стала разработка Нацбанком сети блокчейн для использования в белорусской банковской системе. Такие инициативы задают благоприятный фон для развития национальной экономики. Вместе с тем, недостаток прозрачности в выработке новых правил для IT и изолированность этого сектора от других секторов экономики вызывает многочисленную критику.

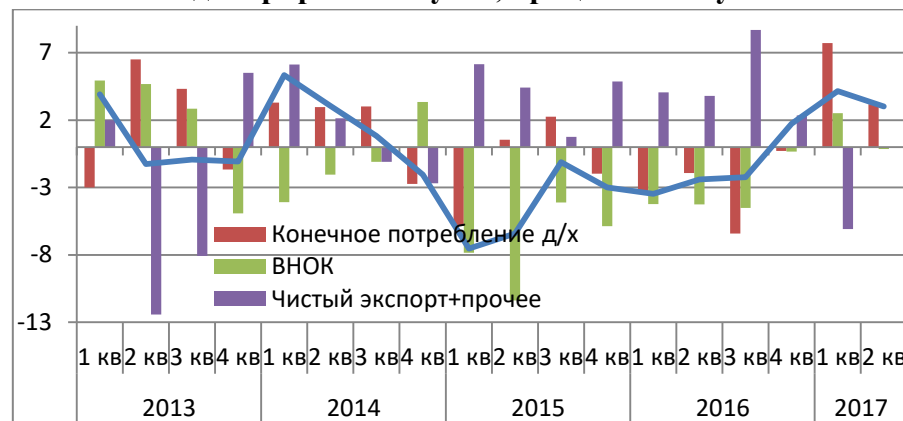
## Потребительский спрос – основной источник импульсов экономической активности

Во 2 кв. среди элементов спроса уверенный рост был присущ лишь потреблению домашних хозяйств. Динамика потребления повторяла динамику реальной зарплаты: оба показателя растут 2-ой кварталряду схожими темпами. Столь быстрая и чувствительная реакция домашних хозяйств на скромный рост дохода указывает на то, что в их восприятии период «затягивания поясов» длится чересчур долго. Однако такое потребительское поведение смогло лишь поддержать скромный рост выпуска, поскольку вклад других компонентов спроса был близок к нулю.

## Качественные индикаторы продолжают расти, но природа этого роста противоречива

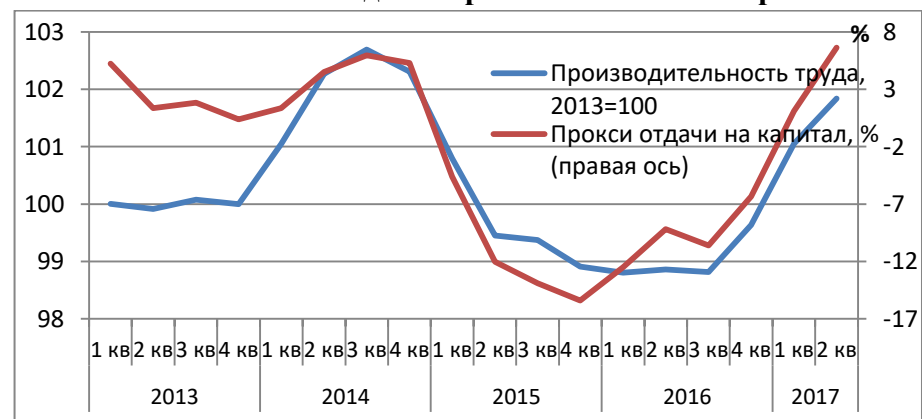
Качественные индикаторы экономической среды продолжают демонстрировать рост, но его интерпретация неоднозначна. С одной стороны, этот рост отражает отказ от практик искусственного поддержания избыточной занятости и осуществления волонтаристских инвестиций, что благоприятно для экономической среды. Вместе с тем, рост производительности труда и отдачи на капитал происходит не столько за счет роста выпуска, сколько за счет снижения занятости и объема инвестиций. Это отражает структурные слабости экономики: значительная часть ресурсов не может быть эффективно использована, а потому наилучшим решением оказывается не задействовать их вовсе.

**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 экономического роста**



Примечание: Прокси отдачи на капитал рассчитано как отношение среднегодового темпа прироста выпуска к доле ВНОК в ВВП.

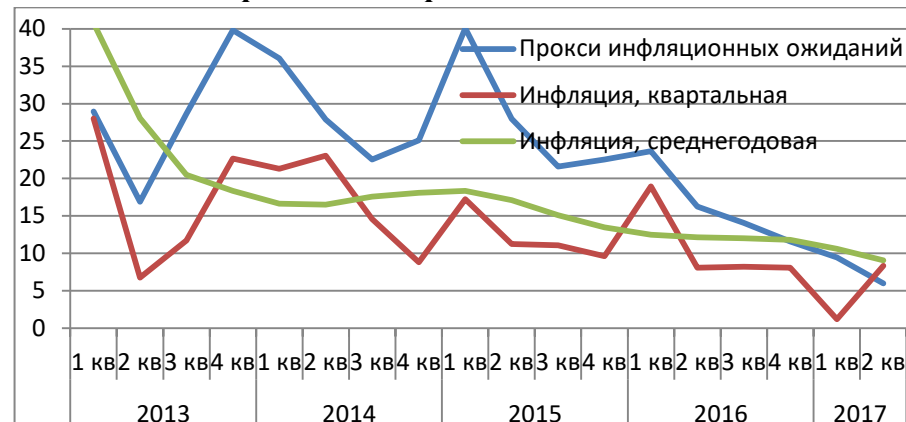
## Монетарная среда в зоне комфорта

Рост потребительских цен во 2 кв. 2017 г. несколько ускорился по сравнению с 1 кв. Однако значение квартальной инфляции (в годовом выражении) по-прежнему оставалось однозначным, что является успехом для белорусских реалий. Кроме того, ключевым фактором ускорения инфляции, вероятно, стали особенности текущего года в сезонной динамике цен. Другими словами среднесрочный тренд на замедление инфляции пока сохраняется. При этом беспрецедентно низкая инфляция в последний год обусловила и снижение инфляционных ожиданий. Это, в свою очередь, становится одной из предпосылок для поддержания низкой инфляции в краткосрочной перспективе.

## Денежно-кредитная политика становится все в большей степени стимулирующей

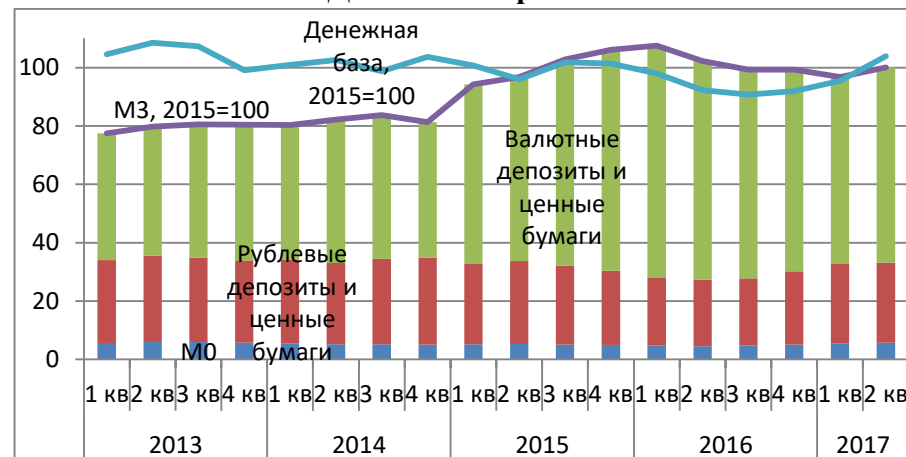
Национальный банк, оказавшись в зоне комфорта (достижение которой частично является результатом его политики), пытается смягчить монетарную политику и поспособствовать динамике выпуска. Для этого во 2 кв. дважды снижалась ставка рефинансирования, а показатели денежного предложения впервые за долгий период стали демонстрировать уверенный рост. Однако, если вплоть до начала 2017 г. сомнений в целесообразности смягчения политики не возникало, то со 2 кв. 2017 г. ситуация уже не столь однозначна. Во 2 кв. монетарная политика по ряду критериев из сдерживающей или нейтральной стала трансформироваться в стимулирующую.

### 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.

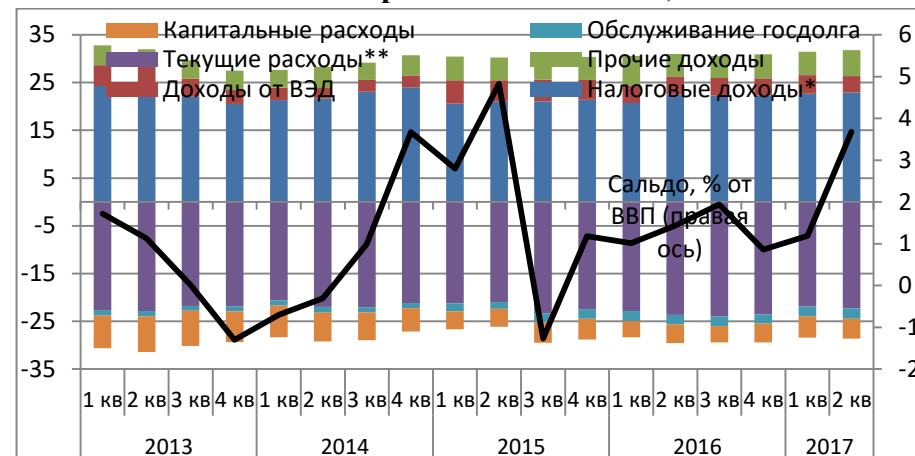
## Наращивание профицита за счет неналоговых доходов бюджета

Важным ограничением для фискальной политики остается необходимость формирования консолидированного профицита для выплат по госдолгам. Во 2 кв. размер профицита ощутимо возрос (почти на 2.5% от ВВП в годовом выражении). Ключевой причиной этого стал внушительный рост неналоговых доходов (в их состав входят доходы от госимущества, платежи за государственные услуги, штрафы и т.п.) и безвозмездных поступлений. Данный эффект был несколько нивелирован ростом текущих расходов (примерно на 0.4% от ВВП в годовом выражении), что было обусловлено ростом заработных плат и социальных трансфертов в свете новой волны их директивного стимулирования. Поскольку увеличение неналоговых доходов вряд ли будет устойчивым, дальнейший директивный рост зарплат видится вызовом для фискальной стабильности.

## Обремененность госдолгом продолжает расти

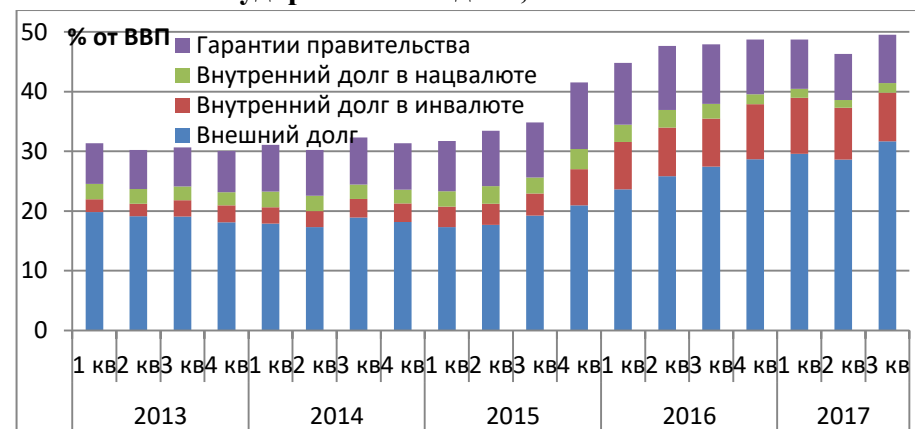
Во 2 кв. правительство привлекло USD 600 млн средств ЕФСР, а также выпустило евробонды на USD 1.4 млрд (из них USD 0.8 млрд впоследствии будет использовано для погашения предыдущего выпуска евробондов). Эти заимствования наглядно иллюстрируют сложившуюся ситуацию: для исполнения старых обязательств власти вынуждены поддерживать/наращивать госдолг, вопреки потребности его снижать исходя из соображений среднесрочной фискальной и долговой устойчивости.

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.

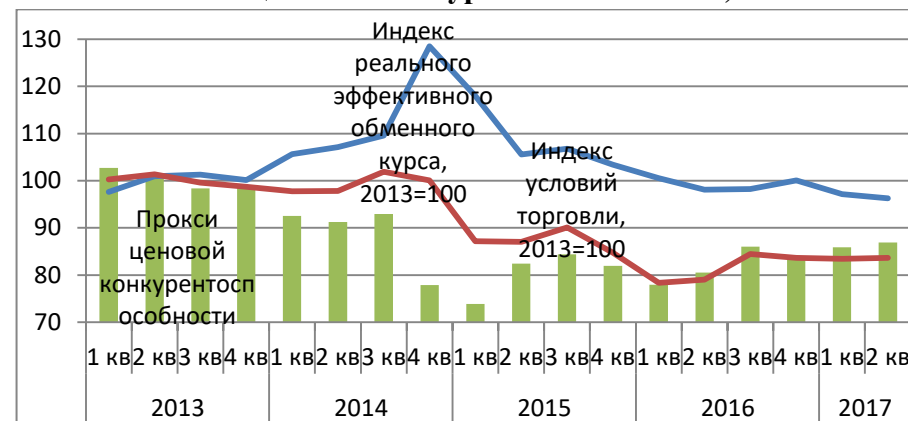
## Реальный эффективный обменный курс достиг минимума за 5 лет

В последний год экспортные и импортные цены колеблются синхронно, задавая штиль в условиях торговли. На этом фоне свою лепту в обеспечение ценовой конкурентоспособности отечественных фирм вносит реальный обменный курс. За счет малых, но однонаправленных шагов в направлении обесценения, он вышел на минимальный уровень за последние 5 лет. В этом диапазоне, вероятно, курс сможет закрепиться, поскольку сейчас страна близка к внешнему равновесию. Однако если рост импорта продолжит опережать рост экспорта (например, вследствие избыточного внутреннего спроса), тенденция реального обесценения национальной валюты сохранится.

## Глобальный рост разогревается

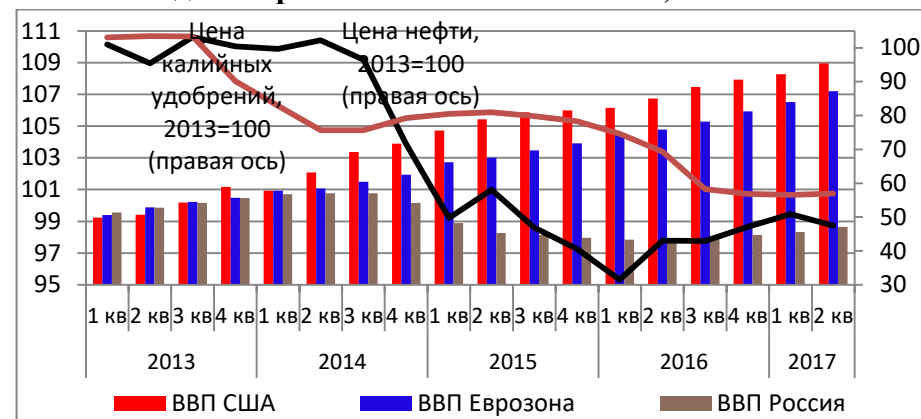
Наиболее крупные экономики мира во 2 кв. продолжали демонстрировать привлекательные показатели роста, а в большинстве из них рост ускорился. В США выпуск во 2 кв. вырос до 3.1% в годовом выражении (с 1.2% в 1 кв.), в Еврозоне до 2.3% (с 1.9% в 1 кв.), а в Китае остался на уровне 6.9%. Оживление роста поспособствовало уже второму в 2017 году решению ФРС США повысить на 0.25 пунктов свою процентную ставку (до 1-1.25% годовых). Новая волна оптимизма поддержала достаточно бурный рост на мировых фондовых рынках, который длится с ноября 2016 г. За 2 кв. основные мировые фондовые индексы выросли на 2-6%.

## Показатели 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.

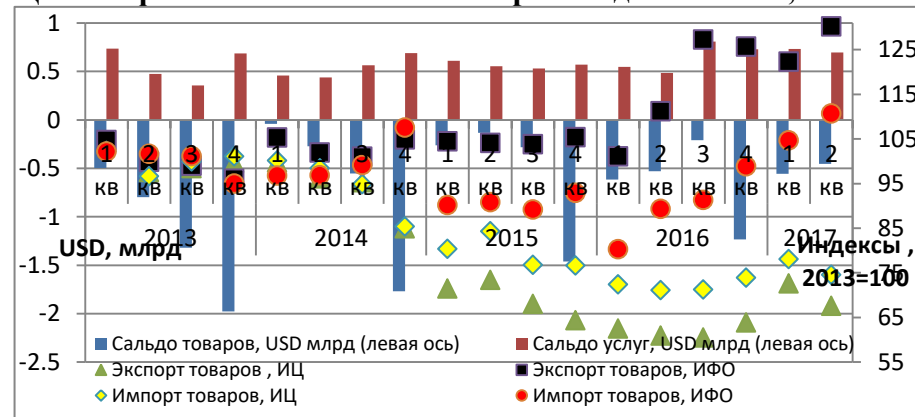
## Рост импорта «пронизывает» экономику

Во 2 кв. рост физобъема импорта продолжил ускоряться, заметно опережая рост физобъема экспорта. Физобъем импорта растет по все укрупненным товарным группам – инвестиционным, промежуточным и потребительским товарам. Это свидетельствует о том, что склонность к росту импорта прочно укоренилась в поведении экономических агентов. Влияние этой тенденции на торговый и платежный баланс во 2 кв. было нивелировано скачком экспорта отдельных товаров (например, калийных удобрений), а также позитивными тенденциями в торговле услугами и динамике первичных доходов.

## Рыночные внешние займы для Беларуси подешевели, но все еще остаются дорогими

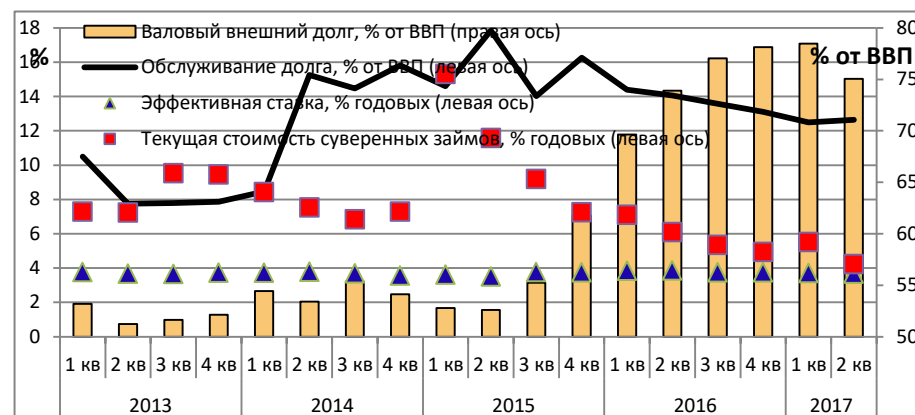
В июне Беларусь привлекла USD 1.4 млрд., разместив два новых выпуска евробондов (на 5.5 лет с доходностью 7.125% и на 10 лет с доходностью 7.625% годовых). По сравнению с предыдущими выпусками стоимость рыночных внешних займов для Беларуси снизилась. Однако особенности имиджа страны и структурные слабости экономики не позволили снизить эту стоимость в еще большей мере. Например, страны с рейтингом идентичным Беларуси (Ирак) или же более низким (Украина) смогли привлечь практически в тот же период средства на более выгодных условиях. Высокая стоимость рыночных заимствований и их доли в структуре долга обусловит в будущем некоторый рост эффективной ставки по обслуживанию долга.

## 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 доходности к погашению по суверенным Евробондам-2018.



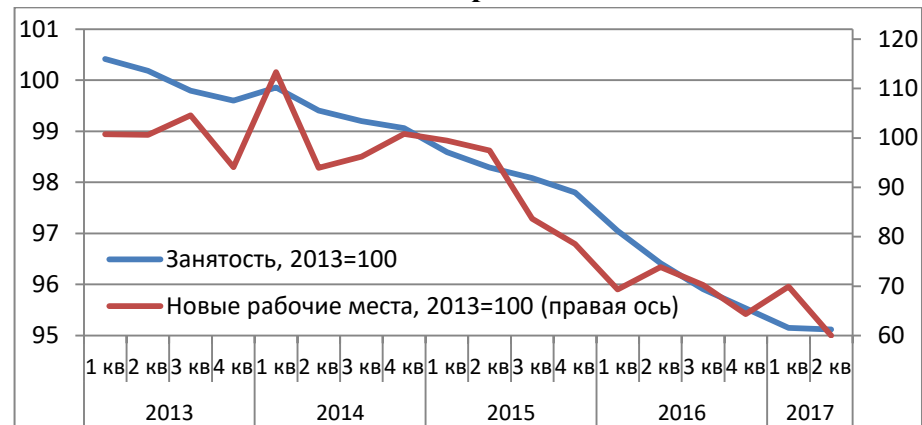
## Рост зарплат пока не приводит к росту располагаемых доходов населения

После весенних протестов власти серьезно озаботились вопросами занятости и доходов населения. Однако вызванный административными мерами некоторый всплеск индикаторов рынка труда оказался непродолжительным. Например, один из наиболее важных таких показателей – количество новых рабочих мест – со 2 кв. вернулся к покорению новых минимумов.

Более успешными власти оказались в воздействии на динамику реальной зарплаты. Во 2 кв. 2017 г. она выросла на 3.7% по сравнению с 2 кв. прошлого года (или на 6.4% по сравнению с 1 кв. 2017 г.). Наибольшие темпы роста зарплат наблюдались в промышленности (металлургия, производство машин и оборудования, производство транспортных средств). При этом реальные зарплаты бюджетников (образование, медицина, соцобеспечение) все еще сокращались.

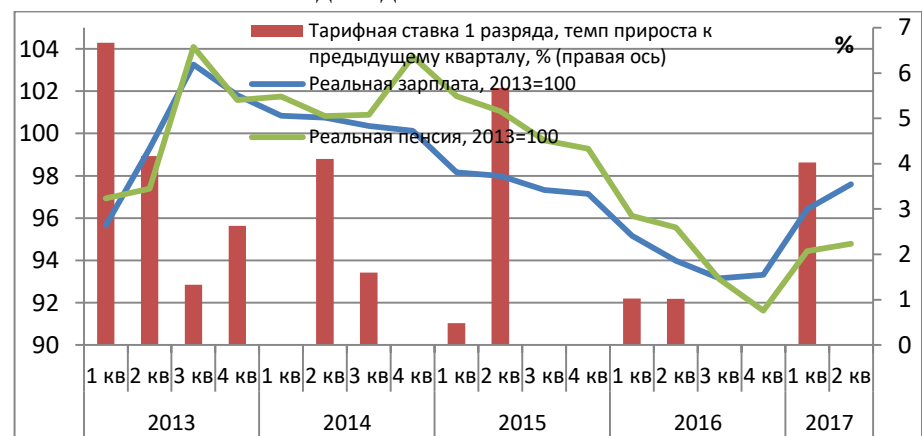
Во 2 кв. рост зарплат все еще не смог трансформироваться в рост реальных располагаемых доходов населения. Это во многом обусловлено низкими темпами роста государственных трансфертов населению. На фоне падения занятости пенсии и пособия играют все более высокую роль в доходах населения. Доходы от предпринимательства тоже росли медленней инфляции. Из-за этого бедность все еще остается на довольно высоком уровне: во 2 кв. 2017 г. 5.9% населения жили за чертой бедности (по сравнению с 5.5% год ранее).

### 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.

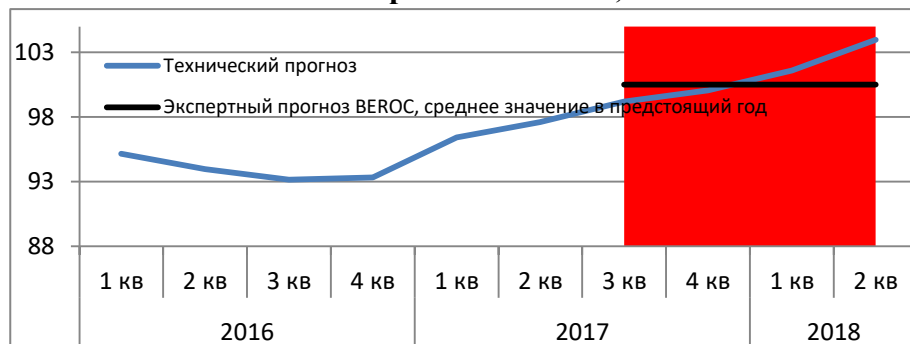
**Выпуск, темп прироста к предыдущему кварталу,  
% (аннуализированный)**



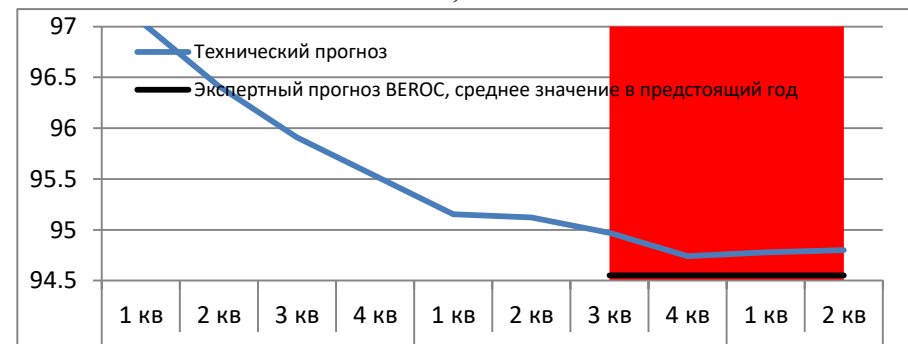
**Инфляция, среднегодовая, %**



**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».