



КВАРТАЛЬНЫЙ ОБЗОР

Основных тенденций и перспектив в экономиках государств – членов ЕАЭС

январь-март 2015 г.

г. Москва

Аналитическое резюме

Неблагоприятный внешнеэкономический фон обострил внутриэкономические проблемы, которые отразились на темпах экономического роста ЕАЭС: в Беларуси и России в I квартале 2015 года зафиксировано снижение ВВП, рост экономик Армении и Казахстана замедлился. Снижение темпов роста совокупного ВВП ЕАЭС, наблюдающееся с 2012 года, усилилось. Тем не менее сохраняются позитивные сигналы, свидетельствующие о постепенной стабилизации ситуации в экономиках ЕАЭС после шока на валютных рынках, вызванного падением цен на нефть в конце 2014 года.

Негативная динамика ВВП государств – членов ЕАЭС была обусловлена сжатием внутреннего спроса и ухудшением внешнего спроса в основном со стороны России. Резкое падение цен на нефть, сильно повлиявшее на экономику России, через торговый и финансовый каналы отразилось в I квартале 2015 года на экономическом положении Беларуси и Армении.

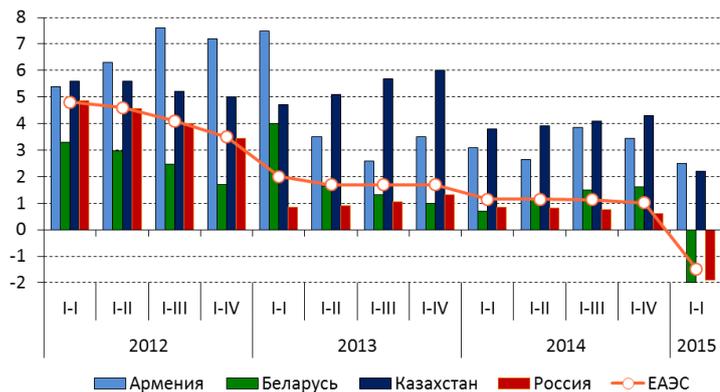


Рис. 1.1. Прирост ВВП в государствах – членах ЕАЭС

Источник: данные статистических органов, расчёты Комиссии

Ухудшение финансового положения предприятий, снижение их кредитных рейтингов, а также ужесточение условий кредитования повлияли на падение инвестиций в Беларуси и России и их сокращении в Армении. Для России значительным негативным фактором, сдерживающим инвестиционную активность, остается ограниченный доступ на внешние рынки капитала ввиду сохранения действия санкций. В Казахстане рост инвестиций поддерживается масштабными бюджетными программами стимулирования роста экономики.

Потребительский спрос в государствах – членах ЕАЭС также снижается. В условиях сокращения внутреннего производства наблюдается увеличение уровня безработицы и неполной занятости в экономике. Снижение реальных доходов населения и доступности кредитов препятствуют восстановлению потребительской активности. В Армении негативная динамика потребительского спроса связана преимущественно с падением денежных переводов из России.

Обесценение национальных валют Беларуси, Казахстана и России в различные периоды 2014 года негативно отразилось на платежеспособном спросе населения, подстегнуло девальвационные ожидания и подорвало доверие к национальным валютам. Однако в первом квартале 2015 года инфляционные и девальвационные ожидания постепенно снижались. В этой связи центральные (национальные) банки начали ослаблять меры денежно-кредитной политики (кроме Казахстана, где жесткая монетарная политика препятствует снижению обменного курса тенге), что создало основу для постепенного смягчения кредитных условий и стимулирования инвестиционной и потребительской активности. Вместе с тем, кредитная активность остается все еще слабой.

На валютных рынках ЕАЭС снизились колебания взаимных обменных курсов национальных валют. Однако, несмотря на укрепление российского рубля относительно доллара США в первом квартале 2015 года, сохраняется недооцененность российского рубля относительно валют государств – членов ЕАЭС, что обуславливает неблагоприятные условия торговли государств –

членов ЕАЭС по отношению в российской экономике. Только номинальный курс белорусского рубля по отношению к российскому рублю почти восстановился до предкризисного уровня.

В целом ситуация на валютных рынках государств – членов ЕАЭС, благодаря благоприятной динамики мировых цен на нефть и адаптации экономик к новым условиям, стабилизируется, что способствует восстановлению доверия к национальным валютам, увеличению депозитов в национальной валюте, снижению объемов чистой покупки валюты домашними хозяйствами. Более того, снизилось давление на международные резервы, некоторые центральные (национальные) банки стали чистыми покупателями валюты.

Для поддержки роста экономики государства – члены ЕАЭС применяют меры контрциклической бюджетно-налоговой политики. При негативной динамике доходов бюджета Казахстан и Россия увеличивали расходы, используя средства нефтяных фондов, для поддержки не только реального сектора, но и платежеспособного спроса населения (повышаются пенсии). В России средства направлены на реализацию Плана первоочередных мероприятий по обеспечению устойчивого развития экономики и социальной стабильности в 2015 году, предусматривающего в большей степени краткосрочные меры поддержки. В свою очередь программы фискального стимулирования в Казахстане ориентированы на достижение долгосрочных стратегических целей, в частности, на развитие транспортно-логической инфраструктуры.

В Беларуси и Армении меньше возможностей для проведения стимулирующей бюджетно-налоговой политики. В Беларуси ввиду предстоящих выплат по государственному долгу бюджетно-налоговая политика в большей степени направлена на рост эффективности бюджетных расходов. Армения также в силу значительной долговой нагрузки поддерживает лишь спрос населения путем увеличения пенсий и заработных план в бюджетном секторе.

Несмотря на увеличение бюджетных расходов, государства – члены ЕАЭС не предусматривают рост налоговой нагрузки. Напротив, меры смягчаются, либо фиксируются на ближайшую перспективу для стимулирования внутреннего спроса.

I. Внешнеэкономическая конъюнктура и внешние риски для ЕАЭС

Перспективы развития мировой экономики на текущий момент определяются мерами политики, которые уже предприняты или планируются к реализации странами в ответ на шоки конца 2014 года. В первую очередь, это значительное сокращение цен на нефть и разнонаправленность монетарной политики в США и еврозоне. В этих условиях ожидания международных институтов остаются позитивными: так, МВФ оставил на уровне 3,5% прогноз роста мировой экономики на 2015 год и чуть повысил оценку на 2016 год (на 0,1 п.п. до 3,8%)¹. Несмотря на снижение потенциального выпуска в развитых странах ввиду сужения ресурсной базы и старения населения, в 2015 году ожидается некоторое ускорение роста в развитых странах на фоне замедления роста в развивающихся и странах с формирующимся рынком, что в целом оставляет неизменным ожидания относительно роста мирового ВВП.

В свете этого наблюдающееся в I квартале 2015 года падение экономики двух из четырех государств – членов ЕАЭС (Беларуси и России), свидетельствует о том, что вклад ЕАЭС в мировой ВВП в среднесрочной перспективе будет снижаться.

В США и еврозоне ожидается рост внутреннего спроса на фоне низких цен на нефть, мягкой денежно-кредитной политики в зоне евро, с одной стороны, и укрепления доллара, с другой. Замедление экономического роста в развивающихся странах и странах с формирующимся рынком обусловлено снижением цен на нефть и другие сырьевые товары и, следовательно, доходов от их экспорта.

На фоне снижения макроэкономических рисков (в первую очередь благодаря принятию программы количественного смягчения в зоне евро, что снизило риски рецессии и дефляции в регионе) финансовые (возможное дальнейшее укрепление доллара, ограниченность финансовых ресурсов) и геополитические риски (напряженность ситуации на Украине, Ближнем Востоке и в Западной Африке) остаются высокими.

Ухудшение условий торговли, а также замедление темпов роста стран – основных торговых партнеров обусловило сокращение доходов от экспорта государств – членов ЕАЭС. Это оказало прямое влияние на состояние торговых балансов, в экспорте которых энергоносители, металлы и сырьевые товары продолжают занимать значительный удельный вес. Кроме того, снижение цен на сырьевые товары на фоне сохраняющихся санкций привело к сокращению потребительской и инвестиционной активности и, соответственно, спроса со стороны крупнейшей экономики ЕАЭС – Российской Федерации – на прочие товарные позиции. В результате потенциальный позитивный эффект для стран-импортеров энергоносителей от снижения цен на нефть был нивелирован существенным снижением внешнего спроса.

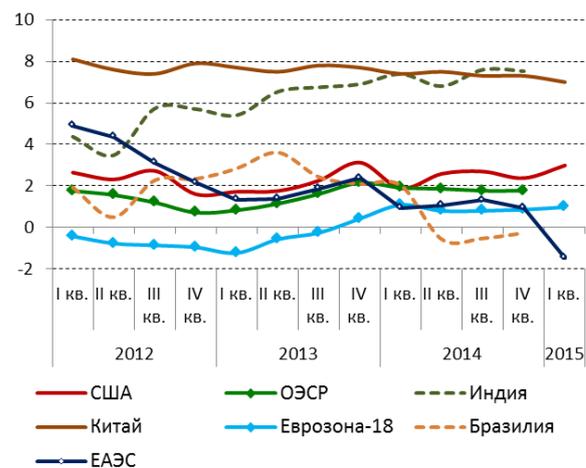


Рис. 1.2. Темпы прироста реального ВВП ключевых экономик мира, кв. к соотв. кв. пред. года.

Источник: ОЭСР, расчеты Комиссии

¹ WEO, IMF, апрель 2015 г.

Конкурентная девальвация курсов национальных валют ускорила внешнюю корректировку и адаптацию экономик к изменению условий торговли и сокращению доходов от экспорта. В странах, допустивших снижение курсов национальных валют, в результате снижения платежеспособного спроса наблюдается сокращение импорта, опережающее, имевшее место снижение экспорта, благодаря чему происходит сокращение внешних дисбалансов. Вместе с тем, страны с ограниченной гибкостью курса (Казахстан) столкнулись с нарастанием внешних дисбалансов.

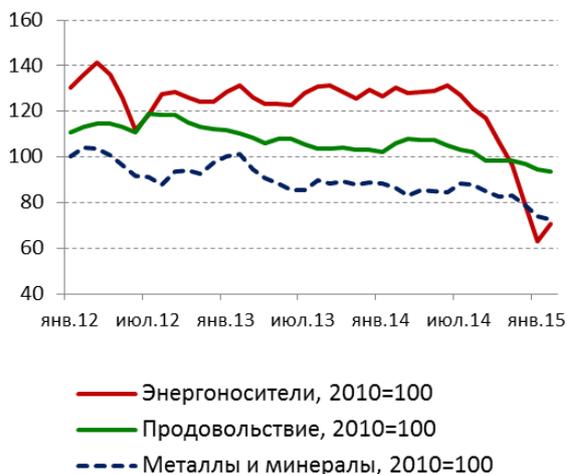


Рис. 1.3. Динамика основных товарных индексов.

Источник: Всемирный банк

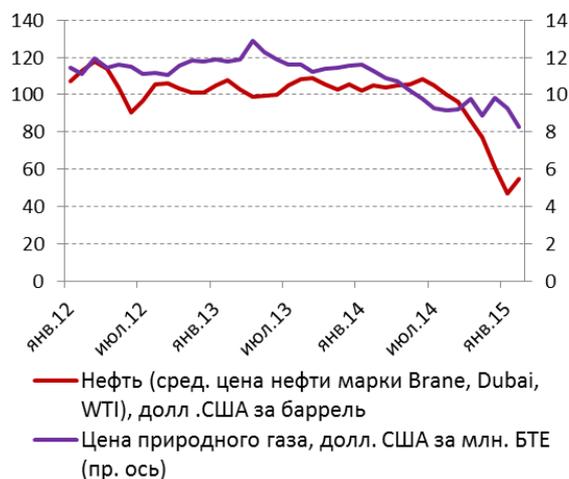


Рис. 1.4. Динамика мировых цен на энергоносители

Источник: Всемирный банк

Несмотря на рост цен на нефть в I квартале 2015 года, возвращение цены к отметке 100 долларов США за баррель в среднесрочной перспективе не ожидается, что подталкивает страны-экспортеры энергоресурсов, в частности, Казахстан и Россию, перестраиваться на новую модель экономического роста, не столь зависимую от цен на энергоресурсы. Так, в Казахстане реализуются две программы фискального стимулирования экономики, в России предусмотрены меры антикризисной поддержки, однако негативные тенденции развития внутреннего производства и спроса сохраняются, что требует от государства более активных мер, реализации реформ, направленных на преодоление внутренних ограничений развития экономики.

Таким образом, в среднесрочной перспективе основные риски для государств – членов ЕАЭС обусловлены в большей степени дальнейшим сокращением цен на ресурсы (нефть, газ, металлы), чем объемов экспорта. Будет продолжать влиять геополитическая ситуация на Украине, от разрешения которой зависит снятие санкций в отношении России, и как следствие, улучшение инвестиционного климата и доступ к внешним рынкам финансирования. Сохранение негативного внешнего фона обостряет внутренние ограничения для развития экономик государств – членов ЕАЭС.

II. Макроэкономические условия в государствах – членах ЕАЭС

2.1. Республика Армения

Реальный сектор. В I квартале 2015 года ВВП Армении вырос на 2,2%. В 2014 году рост был поддержан улучшением торгового баланса (продолжающего оставаться дефицитным): опережающим сокращением импорта по сравнению с экспортом. Роль конечного потребления сокращалась, инвестиционный спрос падал.

Рост реальной заработной платы замедляется, с учетом денежных переводов в Армению (связанного со снижением экономической активности и девальвацией в России – основном источнике денежных переводов) это сокращает платежеспособный потребительский спрос, что отразилось на уменьшении розничного товарооборота в I квартале на 6,3% г/г.

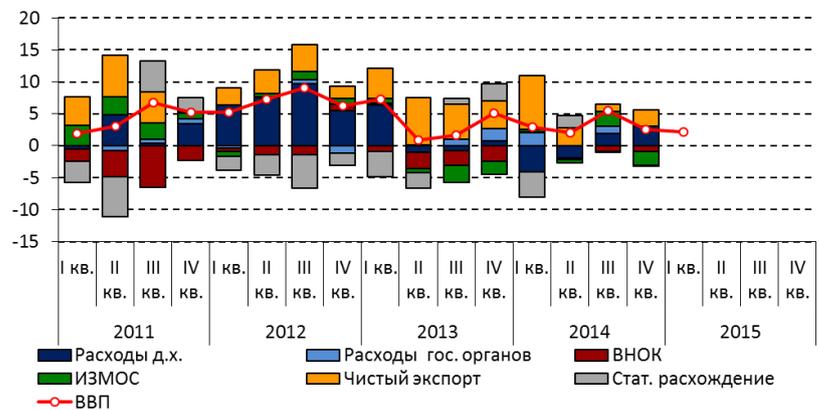


Рис. 2.1. Декомпозиция прироста ВВП Армении по компонентам спроса, г/г в %

Источник: Национальная статистическая служба РА, расчеты Комиссии

Негативные тенденции в доходах населения отражаются на строительстве, объемы которого практически не растут. Также финансирование строительства за счет собственных средств населения сократилось в I квартале 2015 года почти на 10% г/г.

Внешнеторговый баланс в I квартале 2015 года улучшился: экспорт сократился на 23,1%, импорт – на 30,5%. Из 21,3% сокращения экспорта 16,5 п.п. обеспечено снижением стоимостного объема поставок в Россию (они практически полностью прекратились).

Промышленное производство выросло на 2% в I квартале г/г за счет роста металлургии: как добычи металлических руд, так и производства основных металлов. При этом в целом обрабатывающая промышленность выросла слабо (на 0,5%), отражая как снижение экономической активности внутри страны, так и сокращение внешнего спроса.

Инфляционные процессы несколько ускоряются, но индекс потребительских цен продолжает оставаться на низком уровне (5,1% в I квартале 2015 года г/г).

Уровень безработицы остается на высоком уровне, по итогам I квартала численность официально зарегистрированных безработных выросла на 20%, что свидетельствует о нарастании негативных тенденций в экономике.

Налогово-бюджетный сектор. Бюджетная политика Республики Армения проводится в условиях ухудшения роста экономики России и неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктуры, что негативно отражается на доходной части бюджета. В 2015 году бюджетная политика направлена на обеспечение социальной стабильности, в то же время для поддержки роста экономики бюджет располагает ограниченными возможностями.

Дефицит государственного бюджета по итогам I квартал 2015 года составил 2,6% ВВП² (в 2014 году – 0,5% ВВП за аналогичный период). Снижение бюджетного баланса связано с уменьшением уровня доходов бюджета по отношению к ВВП (реальные доходы бюджета также сократились) и увеличением расходов по отношению к ВВП.

Поступления НДС и налога на прибыль сократились в номинальном выражении на фоне замедления роста ВВП. В то же время выросли поступления подоходного налога, а также в значительной мере (на 43,4% в номинальном выражении) объемы таможенных пошлин, что, вероятно, связано с присоединением Армении к ЕАЭС.

Среди расходов бюджета в наибольшей мере увеличились расходы по статьям «Социальные пособия и пенсии» (на 1,0 п.п. ВВП) и «Заработная плата» (на 0,5 п.п. ВВП). Увеличение расходов по данным статьям нацелено на обеспечение социальной стабильности и поддержку уровня жизни.

В условиях ухудшения

динамики экономической активности бюджетная политика имеет ограниченные возможности для контрциклической поддержки роста экономики. По итогам 2015 года дефицит бюджета ожидается на уровне 2,3% ВВП, что выше уровня 2014 года – 2,0% ВВП. По отношению к ВВП снизятся доходы и расходы бюджета, однако доходы – в большей мере в силу более низких темпов роста. Наибольший рост расходов ожидается по статье «Социальные пособия и пенсии», при этом расходы на операции с нефинансовыми активами по итогам года планируется сократить.

Накопленный внешний долг государства представляет риски для бюджетной устойчивости и ограничивает возможности для проведения стабилизирующей макроэкономической политики. По итогам I квартала 2015 года внешний государственный долг (Правительства и ЦБ РА) увеличился на 139,2 млн. дол США (или 0,6 п.п. ВВП до 40,3% ВВП) к началу года, внутренний долг – на 0,3 п.п. ВВП до 7,1% ВВП. Таким образом, совокупный долг составил 47,5% ВВП (на конец 2014 года – 46,6% ВВП).

Денежно-кредитный сектор. Центральный банк Республики Армении (ЦБ РА) проводит политику в режиме инфляционного таргетирования, определив ориентир по достижению инфляции на среднесрочную перспективу на уровне $4 \pm 1,5\%$. Данный режим также подразумевает установление свободноплавающего валютного курса.

В конце 2014 года под влиянием внешних факторов курс драма был скорректирован относительно доллара США в сторону ослабления, что должно было стабилизировать ситуацию. Тем не менее, дальнейшее ухудшение экономической ситуации в России, одном из основных экономических партнеров, создало дополнительное давление на курс драма, увеличило риски для банковской системы и повысило инфляционные ожидания. Для стабилизации ситуации ЦБ РА повысил ставки по своим операциям, увеличил нормы резервирования в иностранной валюте для банков с 12 до 24% (к концу декабря нормы снижены до 20%), начал использовать однодневные валютные аукционы и проводить интервенции.

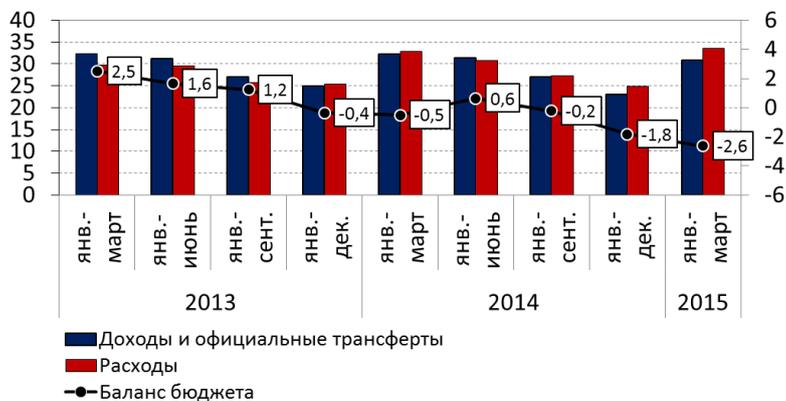


Рис. 2.2. Параметры бюджета Центрального правительства Республики Армения, в процентах к ВВП

Источник: Минфин РА

² Здесь и далее: ВВП Республики Армения в текущих ценах по итогам первого квартала 2015 года – оценка Евразийской экономической комиссии.

Данные действия привели к снижению давления на курс драма, но инфляционные ожидания остались на высоком уровне, и в 2015 году ставка рефинансирования (однодневные РЕПО) повышалась (прирост ИПЦ в I квартале составил 5,1% г/г) и в марте составила 10,5%. Вслед за стабилизацией динамики курса национальной валюты и ситуации на финансовых рынках коридор процентных ставок постепенно сужался. Так, процентные ставки по абсорбированию ликвидности повышались с конца прошлого года с 5,25% до 9% в марте 2015 года, а по предоставлению ликвидности снижались с 21% до 12% соответственно. В I квартале также остается на прежнем уровне норматив по обязательному резервированию средств в иностранной валюте для банков в целях уменьшения рисков в банковском секторе, но при этом в марте для банков вступил в силу нулевой или слабый механизм обязательного резервирования от привлеченных долгосрочных средств в иностранной валюте.

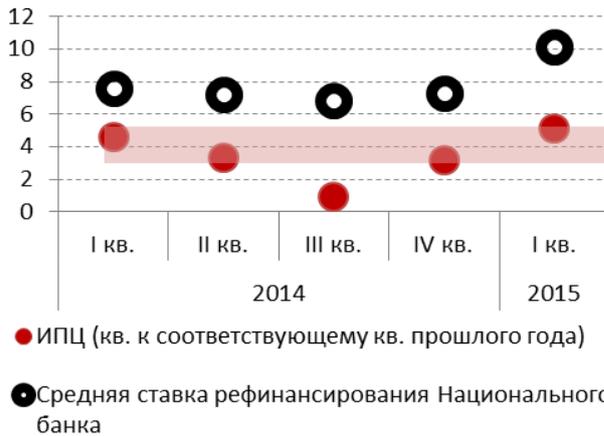


Рис. 2.3. Динамика инфляции и ставки рефинансирования, %

Источник: Центральный банк Армении, расчеты Комиссии

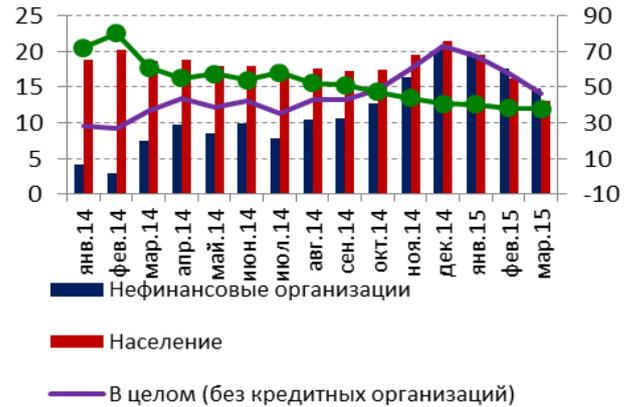


Рис. 2.4. Темп прироста требований банков к экономике, мес. к соответствующему мес. предыдущего года, %

Источник: Центральный банк Армении, расчеты Комиссии

Ставки по кредитно-депозитным операциям в национальной валюте с начала 2015 года значительно выросли как для предприятий, так и для населения, при этом для предприятий ставки в иностранной валюте понижались.

В результате роста ставок и снижения доходов населения рост объемов кредитования экономики в I квартале 2015 года замедлился.

Внешний сектор. В результате опережающего снижения стоимостных объемов импорта по сравнению с экспортом отрицательное сальдо внешней торговли снизилось с -627 млн. долларов США в январе-марте 2014 года до -410 млн. долларов США в январе-марте 2015 года.

Дополнительное давление на сальдо счета текущих операций платежного баланса оказывает снижение денежных переводов. Снижение денежных переводов наблюдалось в течение и значительно усилилось в конце 2014 года, что связано с девальвацией курса российского рубля и снижением долларовой эквивалента переводимых сумм. Во II и III кварталах 2014 года денежные переводы на чистой основе снизились в эквиваленте долларов США на 33,2%. По итогам объем чистых поступлений составил 2,6 млрд. долларов США, что на 12% меньше 2013 года (3 млрд. долларов США). В I квартале 2015 года снижение объема денежных переводов составило 49,3% по сравнению с аналогичным периодом 2014 года (236,6 млн. долларов США против 466,9 млн. долларов США).

2.2. Республика Беларусь

Реальный сектор. С начала 2015 года ВВП Беларуси постепенно сокращается, по итогам I квартала снизившись на 2%. Рост продемонстрировали сельское хозяйство, торговля и строительство (в сумме составляют менее четверти ВВП), однако и их положительная динамика в ближайшем будущем вызывает сомнения. Так, продолжается замедление потребительской активности на фоне сокращения реальных доходов населения, при этом в оптовой торговле уже по итогам I квартала 2015 года зафиксирован спад. Таким образом, динамика розничного товарооборота в ближайшие месяцы может перейти в отрицательную область. Строительство поддерживается за счет инвестиций населения, однако ввиду сокращения финансовой ресурсной базы домашних хозяйств без поддержки государства объемы строительства могут снизиться.

Сокращение инвестиции в основной капитал в I квартале замедлилось до 1,1%. По-прежнему основным источником роста остаются средства населения (в строительстве: объем строительно-монтажных работ продолжает расти), наряду с которыми растут вложения за счет собственных средств предприятий и кредитов банков. Таким образом, бюджетные средства постепенно замещаются другими источниками финансирования инвестиций в основной капитал.

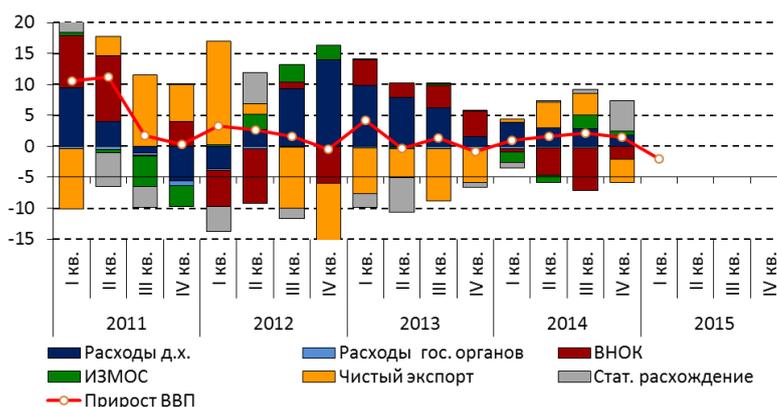


Рис. 2.5. Декомпозиция прироста ВВП Беларуси по компонентам спроса, г/г %

Источник: Белстат, расчеты Комиссии

В I квартале ускорилось падение внешнего спроса: экспорт сократился на 31,4%, импорт – на 28,3%. При этом товарная масса экспорта практически не изменилась, (однако структура экспорта ухудшилась: выросла доля промежуточных, в первую очередь, энергетических товаров, физические объемы экспорта которых выросли на 20,2%, за счет сокращения инвестиционных (физические объемы сократились практически вдвое) и потребительских товаров), тогда как импорта упала на 10,2%, что отражает снижение внутреннего инвестиционного спроса как за счет замедления экономической активности, так и за счет эффекта девальвации белорусского рубля.

Промышленное производство возобновило падение (-7,3% в I квартале г/г), теперь негативную динамику демонстрируют как обрабатывающая, так и горнодобывающая промышленность. Поддерживаемые внешним спросом растут лишь химическое производство и производство нефтепродуктов. Несмотря на усилия правительства, запасы готовой продукции на складах растут, что негативным образом отражается не только на текущем финансовом состоянии предприятий (растет удельный вес убыточных организаций в общем количестве организаций), но и на перспективах их существования. Произведенная продукция оказывается не востребованной рынком, вызывая сокращение производства. На этом фоне рост производительности труда практически остановился.

После некоторого ускорения начала года, связанного с девальвацией белорусского рубля, инфляция по итогам I квартала составила 16,2%, сравнявшись с показателем 2014 года. С другой стороны, рост цен в промышленности ускорился.

На рынке труда в разы растет вынужденная неполная занятость: численность занятых, работавших неполное рабочее время по инициативе нанимателя, выросла в 5,5 раза г/г в марте 2015 года, в отпусках по инициативе работодателя в марте было отправлено в 2,8 раза больше работников, чем год назад.

Налогово-бюджетный сектор. На исполнение бюджета в I квартале 2015 года оказали влияние следующие факторы: ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры в конце 2014 года, а также потребность формирования профицита бюджета для выплат по государственному долгу в течение 2015 года.

Бюджет сектора государственного управления³ по итогам января-марта 2015 года сложился с профицитом в 3,2% ВВП, в то же время за аналогичный период прошлого года профицит составил 0,4% ВВП. Республиканский бюджет сложился с профицитами в 4,2% ВВП и 0,4% ВВП за соответствующие периоды. Увеличение бюджетных профицитов было достигнуто за счет увеличения бюджетных доходов по отношению к ВВП и низких темпов роста бюджетных расходов.

Сокращение экономической активности и падение стоимостных объемов импорта негативно отразились на темпах роста большинства доходных поступлений в бюджет, в частности, в годовом сравнении сократилась доля в ВВП налога на прибыль, НДС, акцизов и социальных взносов. В номинальном выражении сократились объемы поступлений налога на прибыль и акцизов. Заметно увеличились объемы поступлений доходов от внешнеэкономической деятельности в связи с тем, что с 2015 года в бюджет Беларуси зачисляются вывозные пошлины на нефтепродукты, а также была введена вывозная таможенная пошлина на калийные удобрения.

Для обеспечения бюджетной сбалансированности в 2015 году были предприняты превентивные меры, позволившие поддержать рост доходных поступлений в бюджет: продлено ограничение по возврату НДС на импортируемые товары, увеличены ставка налога на прибыль для банков и страховых организаций с 18% до 25%, принято решение о перечислении в бюджет дивидендов высокорентабельных государственных предприятий. На фоне принятых мер по увеличению доходной части бюджета 29 апреля 2015 года в послании народу и парламенту Президент РБ заявил, что в 2016 году будет введен мораторий на рост количества и ставок налогов.

В условиях сокращения ВВП, ускорения инфляции, обесценения обменного курса белорусского рубля, сохранения высоких процентных ставок денежного рынка повышается нагрузка на расходную часть бюджета. Однако государство не располагает дополнительными ресурсами для бюджетного стимулирования. В этой связи ограничивается рост расходов, которые в реальном выражении по итогам I квартала 2015 года снизились на 1,5% в годовом сравнении, и бюджетная политика ориентируется на повышение эффективности государственных финансов.

Выплаты по государственному долгу в иностранной валюте в условиях сохранения низких цен на нефть и сокращения золотовалютных резервов в 2014 году создают значимый риск для макроэкономической устойчивости. По данным Минфина РБ, в 2015 году общий объем выплат по государственному долгу в иностранной валюте составит 3,8 млрд. долларов США (в 2014 году

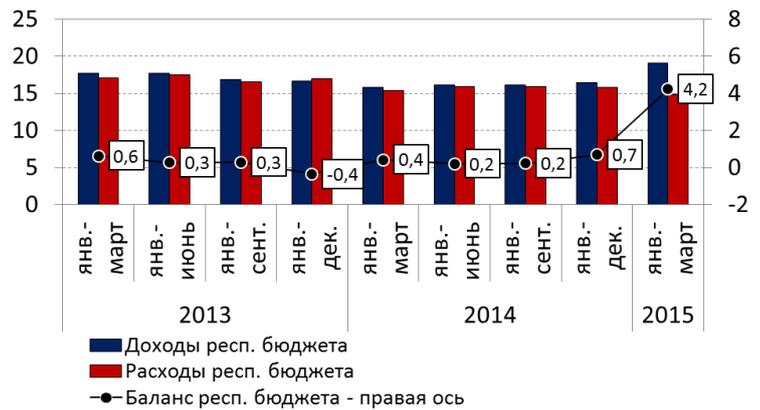


Рис. 2.6. Параметры республиканского бюджета Республики Беларусь, в процентах к ВВП

Источник: Минфин РБ

³ Бюджет сектора государственного управления включает республиканский бюджет, местные бюджеты и бюджет фонда социальной защиты населения.

выплаты составили 3,5 млрд. долларов США), в частности, погашение основного долга – 2,8 млрд. долларов США.

По итогам I квартала 2015 года внешний государственный долг сократился на 262,3 млн. долларов США до 12,3 млрд. долларов США, в том числе 31 марта текущего года погашена последняя часть долга перед МВФ в размере 75,9 млн. долларов США. Однако вследствие снижения номинального курса белорусского рубля и большого удельного веса долга в иностранной валюте уровень государственного долга повышается. По оценке Комиссии государственный долг Беларуси (долг в эквиваленте белорусских рублей по отношению к ВВП за последние 12 мес.) с начала года вырос на 3,8 п.п. ВВП до 29,1 % ВВП: внутренний – на 0,5 п.п. ВВП, внешний – на 3,3 п.п. ВВП.

Денежно-кредитный сектор. Национальный банк Беларуси (НБ РБ) способствует сбалансированному экономическому развитию путем обеспечения ценовой и финансовой стабильности. В рамках реализации данной политики основной целью НБ РБ является достижение уровней по инфляции в среднесрочной перспективе 8-9%, при этом в 2015 году регулятор ожидает, что инфляция составит $18\% \pm 2\%$ (уровень пересмотрен с 12%, в I квартале прирост ИПЦ составил 16,7% г/г).

Для достижения поставленных целей НБ РБ намерен постепенно осуществлять переход к режиму инфляционного таргетирования. Тем не менее, в силу того что процентный канал работает не в полной мере, а также существует низкая емкость финансовых рынков, высокий уровень долларизации экономики и большая роль стимулирующей бюджетной политики путем льготного кредитования промежуточным режимом денежно-кредитной политики выбрано монетарное таргетирование. Данный режим подразумевает ориентир по достижению прироста широкой денежной массы (агрегат М3) на уровне не более 30% в 2015 году. Валютная политика направлена на улучшение состояния торгового баланса без значительного влияния на динамику инфляции и девальвационные ожидания.

Таким образом, в I кв. 2015 года действия НБ РБ были направлены на ограничение денежного предложения совместно с действиями правительством по оптимизации расходов (в том числе ограничение роста з/п и объемов льготного кредитования). Вместе с тем в начале года денежно-кредитные условия несколько смягчились по мере стабилизации ситуации во внешнем секторе, после того как в декабре 2014 года резко выросли девальвационные и инфляционные ожидания, и были предприняты временные меры по ужесточению денежно-кредитной политики, в том числе обесценение курса белорусского рубля к доллару США на 32% в январе 2015 года. Так, в I кв. 2015 года были снижены процентные ставки по инструментам предоставления ликвидности с 50% до 35%, восстановлено полноценное осуществление валютных операций с населением, сняты ограничения по валютному кредитованию предприятий, с февраля отменены требования по ненарастиванию кредитного портфеля в национальной валюте и снижен норматив по обязательной продаже валютной выручки предприятий до 40%. Кроме этого, с января НБ РБ возобновил использование стоимости корзины иностранной валюты в качестве ориентира курсовой политики, при этом удельный вес российского рубля увеличен до 40%, доллара США и евро снижен до 30% соответственно.

В результате предпринятых действий спрос со стороны населения на валюту снизился, при этом в банковском секторе возник структурный дефицит ликвидности и как результат увеличился спрос банков на кредиты НБ РБ и ставки на межбанковском рынке в феврале превышали верхний коридор ставок, установленный регулятором.

Сохранение в I квартале 2015 года ставок на денежном рынке на высоком уровне обусловило рост ставок для реального сектора и населения, а ухудшение ситуации в экономике, падение темпов роста реальных доходов, повышение нормативов для банков привело к ужесточению требований к заемщикам. Кроме этого высокие девальвационные ожидания значительно

уменьшили спрос на валютные кредиты. В результате рост объемов кредитования экономики значительно замедлился (без учета изменения курса).



Рис. 2.7. Динамика инфляции и ставки рефинансирования, %

Источник: Национальный банк Беларуси, расчеты Комиссии

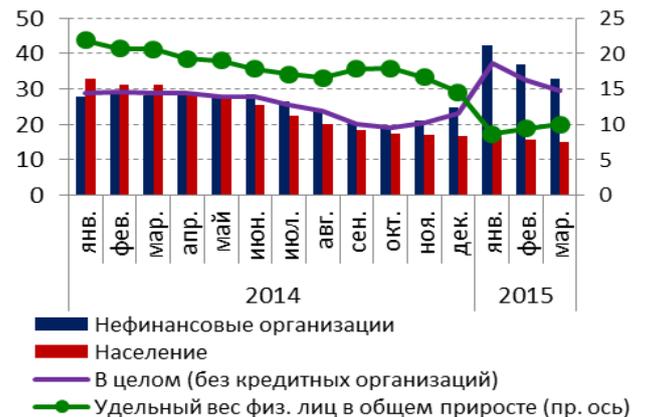


Рис. 2.8. Темп прироста требований банков к экономике, мес. к соответствующему мес. предыдущего года, %

Источник: Национальный банк Беларуси, расчеты Комиссии

Несмотря на то, что объем кредитов, выданных нефинансовым предприятиям в национальной валюте, значительно выше уровней прошлого года, с начала года наблюдается тенденция к снижению кредитования. Так, объем кредитов, выданных нефинансовым организациям в национальной валюте, в марте с начала года снизился на 2,2% (в 2014 году в том же периоде был рост на 2,6%). В целом кредитование в национальной валюте в марте с начала года снизилось на 1,2%, а кредиты в иностранной валюте (без учета переоценки) – на 10%.

Депозиты также снижаются с начала года (без учета переоценки). При этом наблюдаются разнонаправленные тенденции: депозиты в национальной валюте растут, падение депозитов в иностранной валюте ускорилось.

Внешний сектор. По предварительным данным за январь-март 2015 года сформировалось положительное сальдо внешней торговли товарами в размере 163,3 млн. долларов США (в январе-марте 2014 года сальдо было отрицательным – 18,7 млн. долларов США). Вместе с тем, в результате разнонаправленной динамики темпов снижения экспорта (снижение увеличивается) и импорта (снижение уменьшается), имевшей место в январе 2015 года, положительное сальдо в размере 445,7 млн. долларов США в феврале и марте сменилось дефицитом в размере -142,7 млн. долларов США и -139,7 млн. долларов США соответственно.

Хотя внешнеторговый оборот услуг и сократился, но не так значительно как оборот товаров, при этом сохраняется положительное сальдо, которое за январь-март 2015 года по сравнению с аналогичным периодом увеличилось на 28,2% и составило 609,8 млн. долларов США.

2.3. Республика Казахстан

Реальный сектор. Рост ВВП Казахстана в I квартале 2015 года замедлился до 2,3% г/г в силу ослабления внутреннего спроса и падения цен на нефть. По итогам 2014 года основным драйвером роста были инвестиции, тогда как расходы домашних хозяйств на конечное потребление сократилось (в годовом выражении) впервые с 1998 года. Несмотря на сохранение темпов роста реальных доходов населения на уровне чуть выше 3%, рост розничного товарооборота резко замедлился (с 9,7% в I квартале 2014 года до 3,6% I квартале 2015 года). Снижение потребительской активности на фоне стабильного роста реальных доходов и стагнации кредитования физических лиц свидетельствует о росте сбережений, что связано с неопределенностью и высокими девальвационными ожиданиями населения (последнее отражается в росте долларизации депозитов). Рост неплатежей по заработной плате также ослабляется платежеспособный спрос населения.

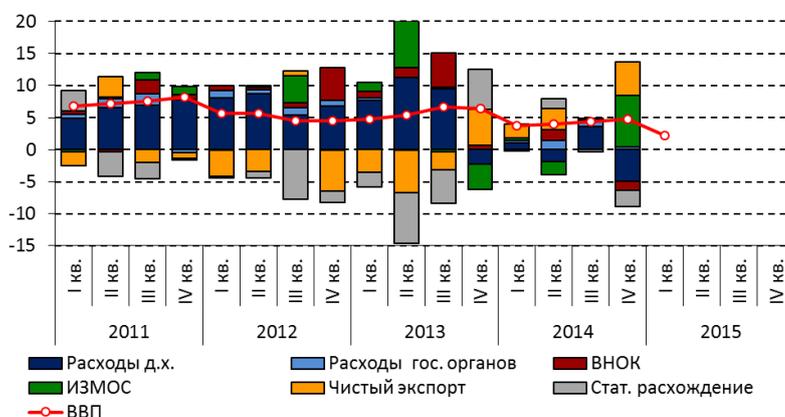


Рис. 2.9. Декомпозиция прироста ВВП Казахстана по компонентам спроса, г/г в %

Источник: Агентство по статистике РК, расчеты Комиссии

Рост инвестиций в основной капитал в начале 2015 года поддерживался за счет собственных средств предприятий, тогда как доля государственных средств сократилась. Однако ввиду реализации двух программ фискального стимулирования экономики значение государственных инвестиций может увеличиться. Инвестиции в промышленность выросли на 8% (в горнодобывающую на 10,8%, в обрабатывающую на 14,7%) и почти на 40% были профинансированы средствами нерезидентов, тогда как инвестиции в строительство сократились почти на 20%. Рост инвестиций пока не отражается на динамике промышленности в целом (рост на 0,6% в I квартале 2015 года г/г), однако отдельные отрасли растут опережающими темпами.

Экспорт Казахстана в ЕАЭС по итогам I квартала 2015 года сократился в меньшей степени, чем экспорт в третьи страны, что объясняется более диверсифицированной структурой экспорта Казахстана в государства – члены ЕАЭС. В целом падение стоимостных объемов экспорта объясняется снижением цен на нефть. Так, экспорт Казахстана в государства – члены ЕАЭС сократился на 31,1%, при падении цен экспорта на 17,4%, таким образом, сокращение физических объемов оценочно составило около 16,5%. Экспорт в третьи страны сократился на 48,3% (оценка снижения физических объемов экспорта составляет 40%). После небольшого роста импорта в январе, в феврале падение возобновилось (как за счет ценовой составляющей, так и за счет физических объемов), в основном за счет потребительских товаров, как следствие замедления роста потребительской активности, а также замещения импорта из третьих стран более дешевым импортом из России (как следствие снижения курса рубля).

В течение I квартала потребительская инфляция замедлялась, достигнув 5,2% (март 2015 г. к марту предыдущего года). Наибольший вклад в рост цен внесла группа продовольственных товаров 2,3 п.п., а также платные услуги населению (1,6 п.п.). Рост цен сдерживался фактически фиксированным курсом тенге, а также жесткой денежно-кредитной политикой (ограничение тенговой ликвидности на рынке).

На рынке труда сохраняется низкий уровень безработицы (5,0%) в силу проводимой региональной политики по поддержанию занятости (мораторий на увольнения на крупных предприятиях).

Налогово-бюджетный сектор. На итоги исполнения государственного бюджета⁴ в I квартале 2015 года повлияли такие факторы, как снижение налоговых поступлений по причине сохранения низких цен на нефть и снижения темпов роста внутреннего спроса, а также увеличение бюджетных расходов вследствие реализации двух программ контрциклической поддержки роста экономики.

Дефицит государственного бюджета по итогам первого квартала 2015 года составил 0,2% ВВП⁵, в 2014 году за аналогичный период бюджет сложился с профицитом в 1,7% ВВП (дефицит республиканского бюджета – 1,6% и 0% ВВП соответственно).

По отношению к ВВП уменьшился объем поступлений в государственный бюджет, поскольку в номинальном выражении поступления в бюджет выросли всего на 1,3%, что связано

с сокращением налоговых поступлений из-за НДС (поступления НДС сократились на 59,4% в номинальном выражении), которое, однако, было компенсировано увеличившимися поступлениями трансфертов из Национального фонда⁶.

Увеличение затрат бюджета составило 7,1% в номинальном выражении, по отношению к ВВП их уровень снизился. Наибольший рост затрат произошел по статье «Социальная помощь и социальное обеспечение», на что повлияло увеличение на 9% размера пенсионных выплат с 1 января 2015 года.

Рост расходов по отношению к ВВП в годовом сравнении связан с увеличением объемов предоставления бюджетных кредитов на 0,7 п.п. ВВП (с 0,1% до 0,8% ВВП). Основная сумма бюджетных кредитов (0,7% ВВП) по итогам первого квартала была направлена на кредитование АО «НУХ «КазАгро»» для проведения мероприятий по поддержке субъектов агропромышленного комплекса. Кроме того, по статье расходов «Приобретение финансовых активов» бюджетные средства в размере 0,5% ВВП были направлены на увеличение уставного капитала АО «ФНБ «Самрук-Казына»» для обеспечения конкурентоспособности и устойчивости национальной экономики в рамках реализации программ контрциклической поддержки экономики. В 2015 году в Казахстане реализуется два пакета мер фискального стимулирования экономики⁷.

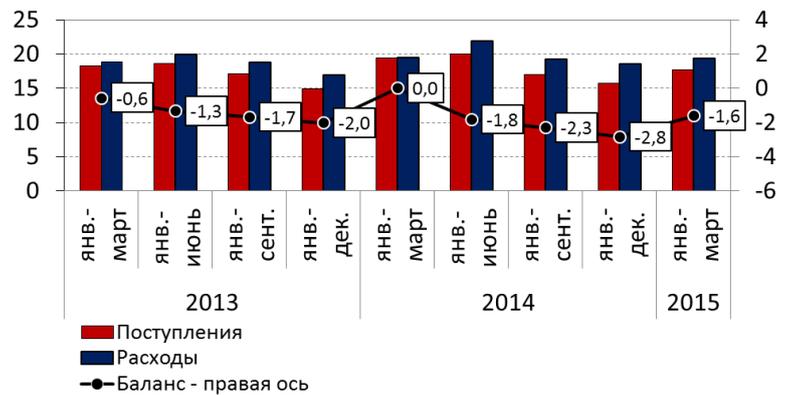


Рис. 2.10. Параметры республиканского бюджета Республики Казахстан, в процентах к ВВП

Источник: Минфин РК

⁴ Государственный бюджет Республики Казахстана включает республиканский бюджет и местные бюджеты.

⁵ Здесь и далее: ВВП Республики Казахстан в текущих ценах по итогам первого квартала 2015 года – оценка Евразийской экономической комиссии.

⁶ Согласно плану Минфина РК, общий объем трансфертов из Национального фонда (гарантированный и целевые) в 2015 году составит 6,0% ВВП или 34% всех бюджетных поступлений (в 2014 году – 5,1% и 27% соответственно).

⁷ 1) В течение 2014-2015 гг. из Национального фонда РК выделяется 1 трлн. тенге. В 2015 году в экономику будет направлен второй транш средств в размере 500 млрд. тенге (360 млрд. тенге через республиканский бюджет и 140 млрд. тенге напрямую институтам развития). 2) Кроме того, в течение 2015-2017 гг. в качестве антикризисной поддержки роста экономики из Национального фонда будет выделено до 3 млрд. долл. США (540 млрд. тенге) – программа «Нурлы Жол». Из них 347,5 млрд. тенге в 2015 году будет направлено

Дефицит государственного бюджета профинансирован полностью за счет внутренних источников. По итогам I квартала внутренний долг вырос на 1,9% к началу года, по отношению к ВВП уровень долга не изменился (14,9% ВВП).

В связи с ухудшением внешнеэкономических условий в конце 2014 года и снижением экономической активности в начале года в феврале текущего года параметры республиканского бюджета были скорректированы. Согласно новым проектировкам бюджета, дефицит 2015 года увеличен с 2,3% ВВП до 3,0% ВВП, рост ненефтяного дефицита составил 1,3 п.п. до 9,1% ВВП. Поступления в бюджет сокращаются из-за снижения объемов налоговых поступлений. Бюджетные расходы также сокращаются, но в меньших объемах.

Снижение долларовых доходов организаций нефтяного сектора и реализация программ поддержки роста экономики влияют на снижение активов Национального фонда РК. В долларовом эквиваленте активы фонда сократились на 5,2% к началу года, по отношению к ВВП – на 1,0 п.п. до 42,4% ВВП вследствие снижения поступлений в фонд прямых налогов от организаций нефтяного сектора и увеличения объемов использования фондов.

Денежно-кредитный сектор. Национальный Банк Казахстана (НБ РК) в 2015 году осуществляет меры по обеспечению стабильности цен и достижению целевого уровня по инфляции 6-8%. Валютная политика НБ РК направлена на обеспечение конкурентоспособности экономики с учетом складывающихся макроэкономических условий. Вместе с этим действия НБ РК направлены на обеспечение стабильности финансового сектора и в том числе на снижение объемов неработающих кредитов в банковском секторе, снижение долларизации экономики, повышение прозрачности операций регулятора и увеличение емкости финансового рынка путем расширения перечня залогового обеспечения.

Для достижения целей НБ РК использует такие инструменты регулирующие ликвидность как РЕПО (овернайт, 7-дневные), валютные свопы, Ноты НБ РК и депозиты, а также пруденциальные меры. В связи с ухудшением макроэкономических условий в прошлом году и создавшимся давлением на курс НБ РК осуществлял валютные интервенции на рынке и повышал ставки по своим операциям. Так, процентные ставки по инструментам предоставления ликвидности (РЕПО, СВОП) с начала 2015 года установились на уровне 15% (в марте снижены до 14%), что значительно выше уровней прошлого года, по абсорбированию ликвидности ставки поднялись до 3,05% с 2,75%, а чистые международные резервы, включая активы национального фонда, снизились в марте по сравнению с декабрем на 3,4 млрд. долларов США.

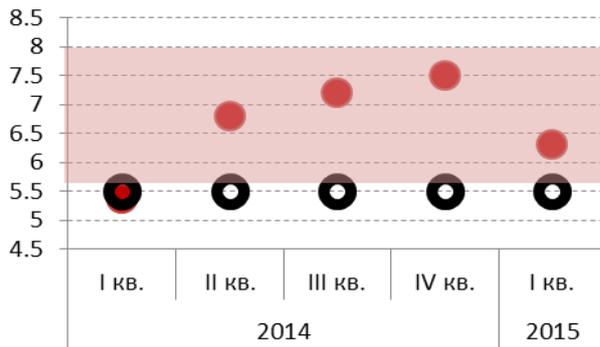
Курс долларов США в I квартале 2015 года поддерживался в рамках установленного коридора 185 -3 +15 тенге, при этом, несмотря на замедление инфляционных процессов (прирост ИПЦ в I квартале составил 6,2% г/г), реальный эффективный курс значительно укрепился.

Высокие девальвационные и инфляционные ожидания в экономике, интервенции НБ РК, а также ограниченный перечень залогового обеспечения привели к дефициту ликвидности в тенге в конце 2014 года, в результате чего резко возросли процентные ставки на межбанковском рынке. В начале 2015 года ситуация на финансовом рынке стала стабилизироваться, дефицит ликвидности был отчасти компенсирован увеличением расходов государственного сектора.

Для улучшения ситуации на финансовом рынке, снижения валютных рисков и повышения действенности процентного канала НБ РК планирует изменение в механизме минимальных резервных требований, а именно установление более низких нормативов по обязательствам в национальной валюте. Также регулятор содействует увеличению дифференциала ставок по депозитам в тенге и валюте, увеличил размер гарантированной выплаты по депозитам населения

целевыми трансфертами. Таким образом, заявленный объем средств, выделяемых из Национального фонда, для дополнительной поддержки экономики в 2015 году составляет 1,04 трлн. тенге или 2,5% ВВП.

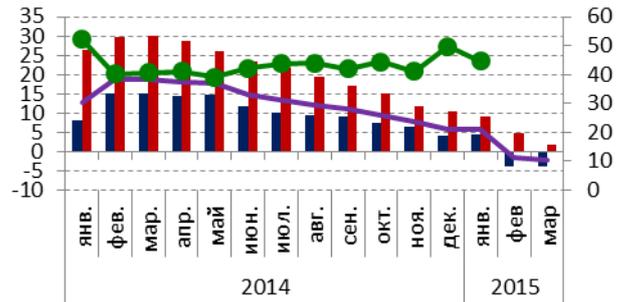
в национальной валюте с 5 млн. тенге до 10 млн. тенге. Кроме этого, в 2015 году планируется снизить удельный вес неработающих кредитов на балансах банков с существующих 23,4% до 10%.



- ИПЦ (кв. к соответствующему кв. прошлого года)
- Ставка рефинансирования

Рис. 2.11. Динамика инфляции и ставки рефинансирования, %

Источник: Национальный Банк Казахстана, расчеты Комиссии



- Нефинансовые организации
- Население
- В целом (без кредитных организаций)
- Удельный вес физ. лиц в общем приросте (пр. ось)

Рис. 2.12. Темп прироста требований банков к экономике, мес. к соответствующему мес. предыдущего года, %

Источник: Национальный Банк Казахстана, расчеты Комиссии

Ставки по банковским кредитам как для нефинансовых организаций, так и для физических лиц значительно выросли с начала 2015 года. Ставки по депозитам для населения остались на уровне прошлого года, тогда как для организаций они значительно увеличились. Также увеличился спред для организаций между депозитными ставками в тенге и в иностранной валюте.

Широкая денежная масса в феврале 2015 года сократилась относительно соответствующего периода прошлого года (г/г). Объем депозитов в январе-феврале 2015 года начал сокращаться как за счет средств в тенге, так и за счет средств в иностранной валюте (без учета изменения курса тенге к доллару США). При этом если население продолжило снижать свои сбережения в тенге и увеличивать их в иностранной валюте, то предприятия наряду со снижением депозитов в тенге в феврале впервые снизили объем депозитов в иностранной валюте г/г.

Вместе с депозитной базой в 2015 году сокращаются и активы банков (без учета изменений курса). Уменьшение активов г/г происходит за счет сокращения кредитования предприятий, тогда как объемы кредитования населения увеличиваются, но более медленными темпами, чем в прошлом году. Вместе с тем среди выданных кредитов сократились объемы кредитования в иностранной валюте, тогда как кредиты в тенге увеличиваются, но их динамика имеет негативную тенденцию.

Внешний сектор. Положительное сальдо внешней торговли быстро сокращается с 14,2 млрд. долларов США в январе-марте 2014 года до 4,8 млрд. долларов США в январе-марте 2015 года.

Значительно снижение экспорта обусловлено падением цен по основным товарным позициям экспорта и ослаблением внешнего спроса. За анализируемый период стоимостные объемы экспорта снизились с 22,7 млрд. долларов США до 11,9 млрд. долларов США или в 1,9 раза. При этом стоимостные объемы импорта снизились на 15,2%. Сохранение спроса на импорт обусловлено проведением контрциклической политики и увеличением государственных расходов, а также сохранением колебаний тенге в узких границах установленного Национальным Банком коридора, что привело к значительному укреплению реального эффективного курса тенге в конце 2014 года – начале 2015 года на фоне девальвации курсов валют стран-основных торговых партнеров, в том числе российского рубля.

Несмотря на проведенную в феврале 2014 года единовременную корректировку обменного курса на 18,6%, эффект от снижения обменного курса был быстро нивелирован в результате значительной девальвации обменных курсов стран-основных торговых партнеров. В марте 2015 года по сравнению с соответствующим месяцем 2014 года реальный эффективный курс тенге укрепился на 26,9%.

2.4. Российская Федерация

Реальный сектор. ВВП России в I квартале 2015 года сократился на 1,9% г/г, таким образом, продолжилась нисходящая тенденция в динамике ВВП.

Всплеск потребительской активности в I и IV кварталах 2014 года носил ажиотажный характер, и начало 2015 года ознаменовалось падением розничного товарооборота на 6,7% (от месяца к месяцу падение только ускорялось). Снижение потребительской активности произошло ввиду снижения реальных располагаемых доходов населения, а также сокращения объема кредитования физических лиц практически в 2 раза. Стоит отметить, что существенную поддержку населению оказал рост пенсий в I квартале, благодаря чему реальные доходы сократились лишь на 1,4%, при падении реальных заработных плат на 8,3%. Согласно опросам потребительские настроения остаются негативными, несмотря на стабилизацию ожиданий относительно роста цен, сохраняется общая неопределенность, что побуждает население придерживаться стратегии сбережения.

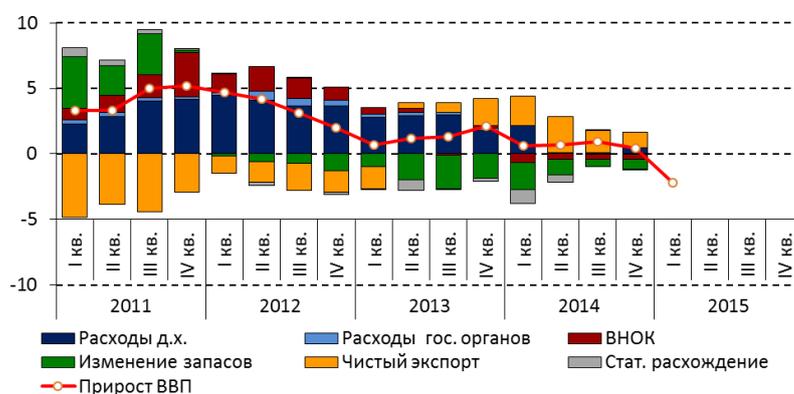


Рис. 2.13. Декомпозиция прироста ВВП России по компонентам спроса, г/г в %

Источник: ФСГС, Минэкономразвития России, расчеты Комиссии

Динамика инвестиций также негативная, однако темпы сокращения инвестиций в основной капитал стабилизировались на уровне 6-7%. В силу снижения финансового результата предприятий по итогам 2014 года, а также снижения спроса в начале 2015 года ресурсная база собственных средств для вложений остается скудной и ожидания положительной динамики инвестиций связаны с мерами политики, которые будут реализованы государством (как непосредственно через инвестиционные проекты, так и через кредитный канал путем смягчения денежно-кредитной политики).

Объемы промышленного производства начали сокращаться (-0,4% в I квартале 2015 года г/г): падение в обрабатывающих отраслях (-1,6%) превысило рост в горнодобывающих (0,7%). Данная динамика отражает снижение инвестиционной активности внутри страны. Экспорт машин и оборудования вырос в I квартале 2015 года на 5,2%, что, однако, не повлияло на динамику экспорта в целом (доля данной укрупненной товарной группы занимает всего 3,9% в экспорте России), сократившегося на 26,3%⁸. Импорт упал на 37,1% на фоне сокращения внутреннего спроса и ослабления курса рубля. Таким образом, на фоне негативной динамики внутреннего спроса рост ВВП будет поддержан опережающим падением импорта по сравнению с экспортом.

Инфляция в годовом выражении ускоряется, основной вклад вносит группа продовольственных товаров (8,4 п.п. из 16,9% март к марту). Однако после всплеска инфляции месяц к месяцу в январе, рост цен в феврале и марте несколько замедлился в силу снижения

⁸ Данные Комиссии

потребительского спроса и укрепления рубля, что среди прочего позволило ЦБ судить о стабилизации ценовой ситуации и понизить ключевую ставку на 1,5 п.п. 30 апреля.

Продолжается рост безработицы, отражая стремление предприятий сократить издержки, в частности за счет снижения затрат на трудовые ресурсы.

Налогово-бюджетный сектор. Исполнение бюджета расширенного правительства России проходило под влиянием сильных негативных факторов: сохранение низких цен на нефть и сокращение экономической активности внутри страны.

Дефицит федерального бюджета по итогам первого квартала 2015 года составил 4,2% ВВП (в I кв. 2014 г. – профицит 1,1% ВВП). Снижение доходов федерального бюджета вызвано снижением нефтегазовых доходов на 2,5 п.п. ВВП в годовом сравнении, при этом объем поступлений ненефтегазовых доходов вырос по отношению к ВВП на 0,4 п.п. На рост дефицита оказало сильное влияние увеличение бюджетных расходов, которое связано с увеличением расходов по статье «Национальная оборона» вследствие опережающего освоения бюджетных средств (в первом квартале 2015 г. израсходовано 44,4% утвержденных ассигнований федерального бюджета) и по статье «Социальная политика» из-за индексации пенсий. Дефицит федерального бюджета профинансирован преимущественно средствами Резервного фонда в размере 500 млрд. руб. (10,1% средств фонда, имеющихся на конец 2014 г.).

Бюджет расширенного правительства⁹ по итогам первого квартала 2015 года сложился с дефицитом в 2,7% ВВП (за аналогичный период 2014 года – профицит 3,4% ВВП). На снижение бюджетного баланса по отношению к первому кварталу 2014 года повлияло ухудшение баланса федерального бюджета и баланса бюджетов государственных внебюджетных фондов, в то же время региональные бюджеты сложились с профицитом большим, чем в прошлом году.

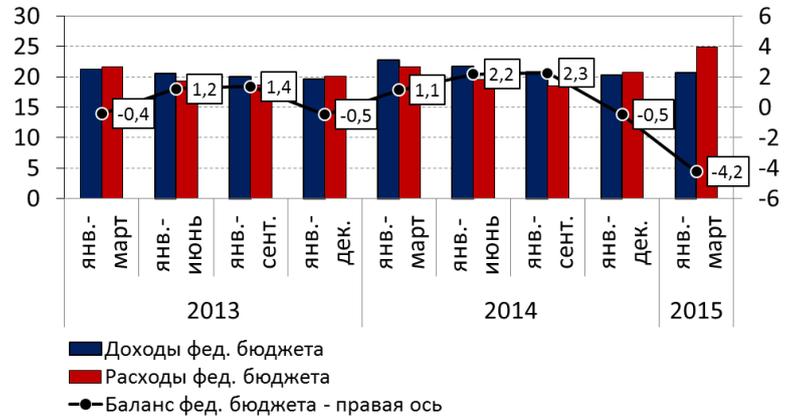


Рис. 2.14. Параметры федерального бюджета Российской Федерации, в процентах к ВВП

Источник: Казначейство РФ

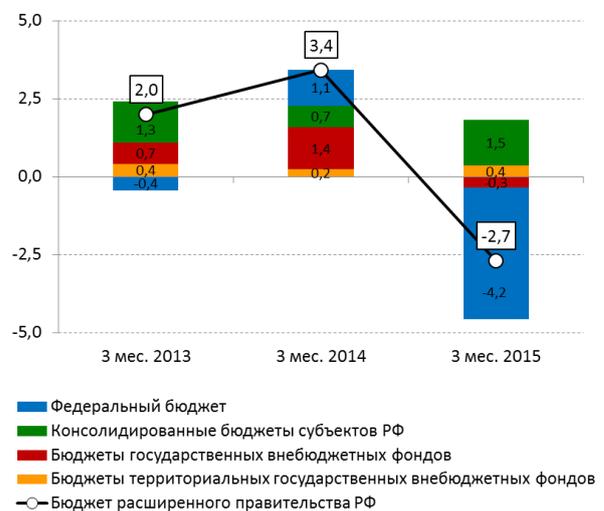


Рис. 2.15. Балансы бюджетной системы Российской Федерации, в процентах к ВВП

Источник: Казначейство РФ

⁹ Бюджет расширенного правительства включает федеральный бюджет, бюджеты субъектов РФ и бюджеты внебюджетных фондов.

В апреле 2015 г. был принят закон, скорректировавший параметры бюджета на 2015 год, согласно которому дефицит федерального бюджета увеличен с 0,6% до 3,7% ВВП в результате снижения нефтегазовых поступлений на 2,2 п.п. ВВП, ненефтегазовых – на 0,1 п.п. ВВП и увеличения расходов на 0,8 п.п. ВВП (в номинальном выражении расходы снижаются, однако ВВП снижается сильнее). Финансирование дефицита будет осуществлено в основном за счет средств Резервного фонда. Если ранее предполагалось привлечь внутренние и внешние заимствования для финансирования бюджетного дефицита, то ввиду высоких процентных ставок по привлечению долга, а также увеличения нагрузки на бюджет по обслуживанию долга по причине произведенной в конце 2014 года масштабной поддержке банковского и реального секторов экономики (имущественный взнос в ГК «АСВ») и значительного снижения обменного курса рубля, в 2015 году планируется снизить уровень государственного долга.

По итогам I квартала 2015 года чистое привлечение внутреннего долга было отрицательным, внешний долг только погашался. Общий государственный долг снизился к значению декабря 2014 года на 0,5 п.п. до 13,9% ВВП, в частности, внутренний долг снизился на 0,5 п.п. ВВП (9,6% ВВП), а уровень внешнего долга, несмотря на сокращение в долларовом эквиваленте, из-за более слабого курса рубля на конец марта по отношению к уровню декабря 2014 года не изменился по отношению к ВВП.

Вследствие использования средств Резервного фонда для финансирования дефицита федерального бюджета, размещения средств Фонда национального благосостояния в долговые обязательства и акции российских организаций, связанные с реализацией самокупаемых инфраструктурных проектов¹⁰, а также снижения обменного курса евро, средства Резервного фонда за I квартал сократились на 0,7 п.п. ВВП до 6,1% ВВП (снижение на 12,2 млрд. долларов США), а средства Фонда национального благосостояния – на 0,1 п.п. ВВП до 5,9% ВВП (3,65 млрд. долларов США).

Денежно-кредитный сектор. Центральный банк РФ (ЦБ РФ) в феврале начал снижение ключевой ставки до 15%, а затем в марте до 14%. Снижению ставки способствовало снижение инфляционных ожиданий в экономике на фоне замедления экономической активности и стабилизация ситуация на внешних рынках, в том числе на валютном рынке. По итогам года ЦБ РФ с учетом предпринимаемых мер ожидает инфляцию в диапазоне 12-14% и дальнейшее ее снижение до целевого уровня 4% в 2017 г.

Валютная политика с конца 2014 года осуществляется в режиме свободно плавающего валютного курса, в рамках которой интервенции ЦБ РФ осуществлялись только с целью стабилизации финансового рынка. Так, если в январе и начале февраля еще проводились интервенции, то в марте они отсутствовали. Также с целью снизить напряженность на валютном рынке, возникшую во второй половине 2014 года, в ноябре 2014 года был введен механизм валютного РЕПО и повышены лимиты по предоставлению долларов США за рубли по операциям «валютный своп». Вместе с этим на ситуацию на валютном рынке повлияло решение правительства обязать пять крупнейших госкомпаний-экспортеров до 1 марта привести размер «чистых валютных активов» к уровню не выше, чем по состоянию на 1 октября 2014 года.

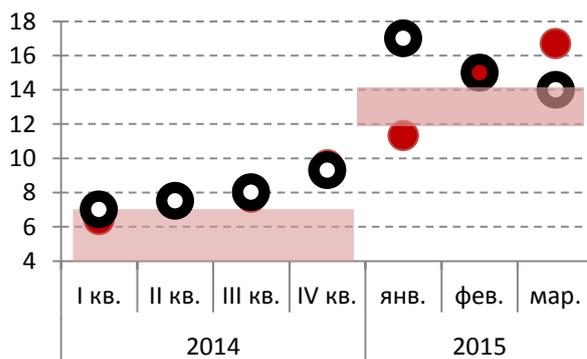
Но по мере укрепления курса рубля и снижения напряженности на валютном рынке, с конца марта 2015 г. ЦБ РФ начал повышать ставки по операциям валютного РЕПО, также наблюдается уменьшение спроса на операции «валютный своп».

Ситуации в банковской сфере в 2015 году начала стабилизироваться, чему способствовали временные меры по поддержанию устойчивости финансового сектора, принятые регулятором в

¹⁰ В течение первого квартала 2015 года средства ФНБ были размещены на общую сумму 208,5 млрд. руб. или 1,3% ВВП по следующим направлениям 1) Приобретение облигаций ОАО «Ямал СПГ», 2) Размещение средств фонда на депозит в ОАО Банк ВТБ, 3) Приобретение привилегированных акций ОАО «РЖД», 4) Приобретение привилегированных акций АО «Атомэнергопром».

конце прошлого года. К этим мерам относятся смягчение условий регулирования банковской сферы: перенос сроков вступления в силу нормативов ликвидности; возможности перерасчета банками валютных активов (на докризисном уровне), переоценки портфеля ценных бумаг; возможность для банков зафиксировать рейтинги; временно (до 01.07.2015) не применять ограничение значения полной стоимости потребительского кредита и т.д. Кроме этого, с конца декабря 2014 года был увеличен размер страхового покрытия банковских вкладов населения с 700 тысяч рублей до 1,4 миллиона рублей. Также для поддержания финансовой стабильности ЦБ РФ продолжил предпринимать меры, направленные на расширение возможностей кредитных организаций по рефинансированию (расширял список ценных бумаг, применяемых в качестве обеспечения) и развитию отдельных сегментов кредитных рынков.

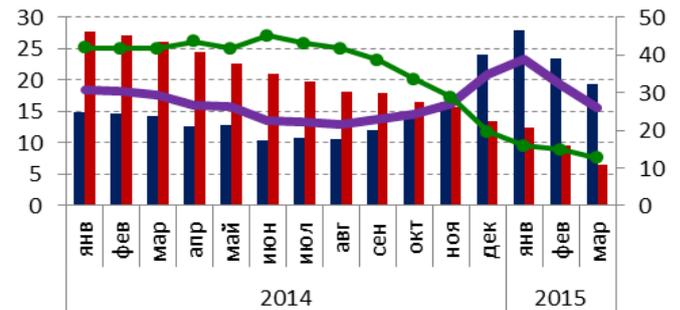
Ситуация с ликвидностью в банковском секторе в начале 2015 года нормализуется. Ставки на межбанковском рынке оставались в границах процентного коридора, установленного ЦБ РФ, и снижались вслед за ключевой ставкой. Рост объема требований центрального банка к банковскому сектору замедляется, а обязательства возрастают. Таким образом, основными факторами, оказывающими влияние на ликвидность в банковском секторе в I квартале 2015 года, являлись операции Банка России по абсорбированию ликвидности. Они, в свою очередь, компенсировались снижением объема наличных денег в экономике и, соответственно, их ростом на балансах банков, а также увеличением на счетах банков остатков средств расширенного правительства в связи с ростом бюджетных расходов.



- ИПЦ (кв. к соответ. кв. прошлого года)
- Ключевая ставка (РЕПО 7 дней)
- Целевой уровень инфляции

Рис. 2.16. Динамика инфляции и ключевой ставки, %

Источник: Банк России, расчеты Комиссии



- Требования к нефин. организациям, всего
- Требования к физ. лицам, всего
- Кредиты, всего

Рис. 2.17. Темп прироста требований банков к экономике, мес. к соответствующему мес. предыдущего года, %

Источник: Банк России, расчеты Комиссии

Ставки по долгосрочным кредитам (свыше 1 года) для физических лиц в марте продолжили рост, при этом краткосрочные ставки начали снижаться. Также снижаются ставки по кредитам для предприятий, в том числе и по долгосрочным кредитам. Снижение ставок в феврале наблюдается и по депозитным операциям после их резкого роста в конце прошлого года как для физических лиц, так и для нефинансовых организаций. В целом уровень ставок остается высоким, что стимулирует спрос на депозиты, и в то же время с учетом ужесточения требований к качеству заемщиков и обеспечения снижает кредитную активность.

Темпы роста денежной массы (M2) в январе и феврале 2015 года стабилизировались на уровне 5% после резкого снижения в конце 2014 года. Девальвационные процессы во второй половине 2014 года привели к увеличению в структуре депозитной базы банков удельного веса вкладов в иностранной валюте, за счет переоценки вкладов в иностранной валюте. Тогда как с

поправкой на валютную переоценку структура практически не изменилась, и темп роста вкладов снижался как в иностранной валюте (за исключением октября и ноября), так и в рублях. При этом если население в конце 2014 года снижало объемы депозитов в иностранной валюте (с поправкой на переоценку) относительно прошлого года, то предприятия наоборот увеличивали темпы их роста. Однако рост ставок в конце года привел к возобновлению положительной динамики роста рублевых вкладов в 2015 году, при этом рост вкладов в иностранной валюте продолжил замедляться и в целом темп роста депозитов в январе увеличился, а в феврале оставался на том же самом уровне.

Внешний сектор. В соответствии с оценкой платежного баланса, подготовленной Банком России, положительное сальдо счета текущих операций в январе-марте 2015 года снизилось по сравнению с аналогичным периодом 2014 года на 9,3% и составило 23,5 млрд. долларов США. При этом его величина относительно ВВП увеличилась за анализируемый период с 5,9% до 8,4% за счет значительного снижения величины ВВП в долларах США. Несмотря на опережающее снижение импорта по сравнению с экспортом (36,3% против 29,6%) положительный торговый баланс снизился на 20% до 40,3 млрд. долларов США.

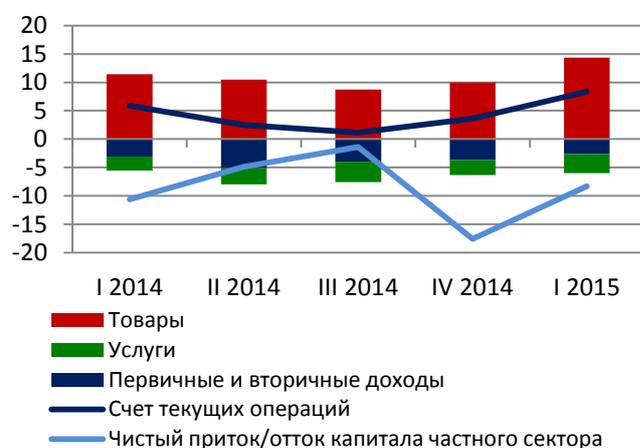


Рис. 2.18. Основные компоненты платежного баланса, в % к ВВП

Источник: Банк России, расчеты Комиссии

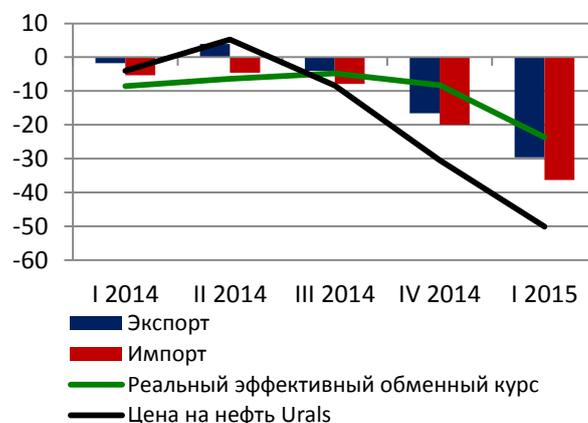


Рис. 2.19. Показатели внешней торговли и обменного курса, в % к соответствующему периоду предыдущего года

Источник: Банк России, расчеты Комиссии

Отток капитала по финансовому счету сократился с 47,2 млрд. долларов США до 27,9 млрд. долларов США, в том числе вывоз капитала банками и предприятиями с 47,7 млрд. долларов США до 32,6 млрд. долларов США. При этом отток сформировался преимущественно за счет погашения внешних обязательств перед нерезидентами, которые составили 30,7 млрд. долларов США (за аналогичный период 2014 года внешние заимствования на чистой основе сложились на уровне 2,6 млрд. долларов США). Кроме того, изменилась направленность операций по покупке иностранных активов. Если в I квартале 2014 года резидентами были размещены за рубежом активы на сумму 49,8 млрд. долларов США, то с начала 2015 года резиденты на чистой основе реализовали активов за рубежом на сумму 2,8 млрд. долларов США.

III. Прогноз основных показателей экономического развития государств – членов ЕАЭС на 2015-2017 годы

В мировой экономике сохраняются умеренные темпы восстановления, обусловленные снижением темпов потенциального роста как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком. Хотя восстановление экономического роста не стало всеобъемлющим, макроэкономические риски снизились. Наблюдавшиеся существенные колебания обменных курсов, возросшая волатильность капитала стали следствием реализации разнонаправленных денежно-кредитных политик на фоне восстановления экономики США и стагнации экономик еврозоны и Японии.

Значительное влияние на текущую динамику экономик стран ЕАЭС оказал внешнеторговый шок, обусловленный снижением цен на энергоносители. Он стал причиной циклического замедления экономик в силу высокой зависимости крупнейших экономик региона от доходов от экспорта энергоносителей и наличия тесных торговых и финансовых связей внутри интеграционного объединения. Девальвация обменных курсов национальных валют Армении, Беларуси в ответ на девальвацию курса российского рубля позволила снизить интенсивность негативного воздействия неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктуры на национальные экономики, хотя и привела к краткосрочному всплеску инфляции, уровень которой быстро стабилизировался в результате ужесточения денежно-кредитных политик и ослабления внутреннего спроса.

Глубина циклического спада в экономиках варьируется, что обусловлено различиями в реализуемых контрциклических мерах политики, величинах ранее сформировавшихся дисбалансов, скорости перебалансировки источников спроса. В то время как в Республике Армения и Республике Казахстан сохраняется положительная динамика ВВП, усиливается спад в экономиках Республики Беларусь и Российской Федерации. В соответствии с прогнозом в условиях сохранения умеренного роста мировых цен на сырьевые товары снижение ВВП ЕАЭС в 2015 году составит 2,4%. По мере преодоления циклического спада в долгосрочном периоде основным риском остается снижение потенциальных темпов роста, вследствие чего в 2016-2017 годах ожидается сохранение низких темпов роста.

Табл. 3.1. Прогнозные значения основных показателей экономического развития ЕАЭС¹¹

| Год | ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году) | | ИПЦ (прирост в % к пред. году) | | Справочно Цена нефти сорта URALS (средняя за год, долл. США/барр.) | |
|------|--|---|-----------------------------------|---------------------------------|---|---------------------------------|
| | Прогноз (с 2015 г.) | Разница с пред. прогнозом ¹² | Прогноз (с 2015 г.) | Разница с пред. прогнозом | Прогноз (с 2015 г.) | Разница с пред. прогнозом |
| 2014 | 1,0 | – | 8,1 | – | 97,7 | – |
| 2015 | -2,4 | 0,0 | 14,5 | 0,0 | 58,9 | 1,3 |
| 2016 | 0,9 | 0,4 | 7,4 | -3,0 | 66,6 | 1,8 |
| 2017 | 1,3 | 0,0 | 5,3 | -2,6 | 70,7 | 0,9 |

Источник: расчеты Комиссии

¹¹ Показатели рассчитаны как средневзвешенные значения на основе весов, соответствующих доле реального ВВП по паритету покупательной способности в суммарном ВВП ЕАЭС (2013 г., источник: МВФ).

¹² Здесь и далее предыдущий прогноз – прогноз, подготовленный в I квартале 2015 года.

3.1. Республика Армения

Экономика продолжает замедляться в результате ухудшения как внешних, так и внутренних условий. На фоне сокращения денежных переводов из России продолжается снижение спроса со стороны сектора домашних хозяйств, сохраняется стагнация в секторе строительства, сокращается занятость. Ухудшение условий торговли, низкие темпы роста в странах – основных торговых партнерах и рецессия в Российской Федерации привели к сокращению стоимостных объемов экспорта. В результате снижения обменного курса и восстановления внешней конкурентоспособности физические объемы экспорта продолжают увеличиваться, в то время как импорт сократился, что привело к улучшению сальдо торгового баланса. Чистый экспорт остается положительным, обеспечивая основной вклад в рост ВВП.

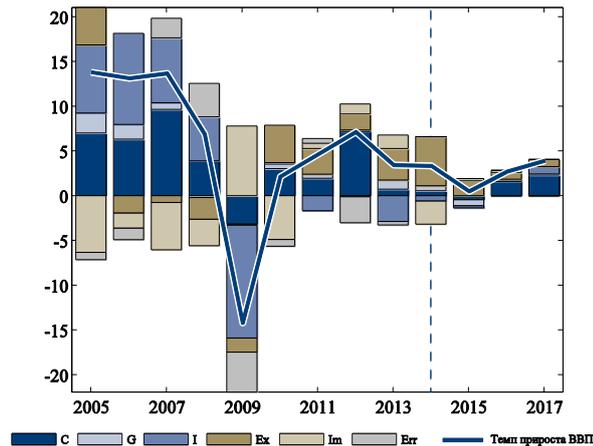


Рис. 3.1. Структура прироста ВВП в сопоставимых ценах по элементам использования (в проц. пунктах)¹³

Источник: расчеты Комиссии

В январе-марте 2015 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года ВВП увеличился на 2,2%. Вместе с тем, ожидаемое усиление рецессии в Российской Федерации во втором полугодии 2015 года несет определенные риски для экономики, поэтому в целом по 2015 году ожидается умеренный прирост ВВП на уровне 0,9%, что выше предыдущей оценки (см. табл. 3.2.).

Табл. 3.2. Прогнозные значения основных показателей экономического развития Республики Армения

| Год | ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году) | | ИПЦ (прирост в % к пред. году) | |
|------|--|---------------------------|-----------------------------------|---------------------------|
| | Прогноз (с 2015 г.) | Разница с пред. прогн. | Прогноз (с 2015 г.) | Разница с пред. прогн. |
| 2014 | 3,4 | – | 3,0 | – |
| 2015 | 0,9 | 0,7 | 5,7 | -0,1 |
| 2016 | 3,0 | 0,8 | 4,0 | -0,4 |
| 2017 | 3,5 | 0,3 | 3,8 | 0,1 |

Источник: расчеты Комиссии

В условиях наметившегося спада экономической активности запланированная бюджетная консолидация замедлилась из-за увеличения расходов на заработную плату и социальные пособия, что привело к дальнейшему увеличению государственного долга. В целях преодоления неблагоприятных внешних условий и обеспечения стабильности бюджетной системы правительством при финансовой поддержке МВФ реализуется пакет экономических мер.

¹³ Здесь и далее С – расходы на конечное потребление д/х, G – расходы на конечное потребление сектора гос. управления и НКООДХ, I – валовое накопление, Ex – экспорт, Im – импорт, Err – стат. расхождение.

На прогнозном горизонте экономический рост вернется к долгосрочным темпам за счет восстановления внутреннего спроса, а также увеличения чистого экспорта. Темпы прироста ВВП ожидаются на уровне 3,0% в 2016 году и 3,5% в 2017 году.

Инфляционные процессы в экономике замедляются под влиянием мер политики по стабилизации обменного курса (были повышены ключевая процентная ставка и норма резервирования). Снижение цен импорта и формирование отрицательного разрыва выпуска также способствовали стабилизации внутренних цен и быстрому возвращению инфляции к целевому ориентиру. По прогнозу среднегодовой прирост потребительских цен в 2015 году составит 5,7%.

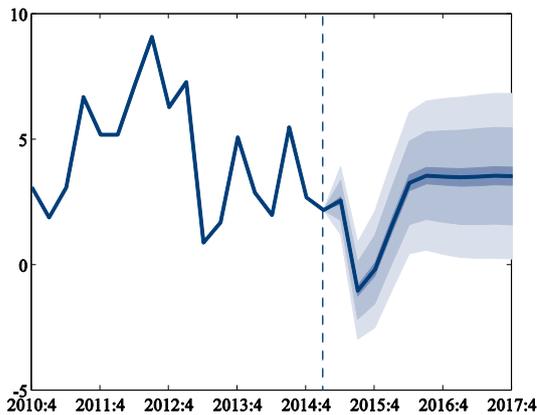


Рис. 3.2. ВВП в сопоставимых ценах
(прирост в % кварт. к соотв. кварт. пред. года)

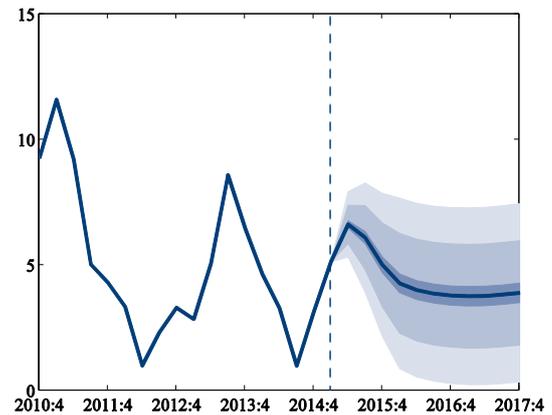


Рис. 3.3. ИПЦ
(прирост в % кварт. к соотв. кварт. пред. года)

Источник: расчеты Комиссии

В 2016-2017 годах инфляционные риски останутся умеренными, как с точки зрения внутренних факторов (медленное восстановление внутреннего спроса), так и внешних факторов (ожидается, что цены на сырье и продовольственные товары вырастут незначительно), а среднегодовой прирост цен останется на уровне 4% в 2016 году и 3,8% в 2017 году.

3.2. Республика Беларусь

С начала 2015 года в экономике наблюдается рецессия, что стало результатом сокращения спроса со стороны основных торговых партнеров – России и Украины, а также внутреннего спроса. Инфляция остается на устойчиво высоком уровне.

Продолжается снижение потребительской активности вследствие уменьшения реальных доходов населения, инвестиции снижаются на фоне сокращения программ директивного кредитования, наблюдается увеличение находившейся на низком уровне безработицы. В I квартале текущего года по сравнению с аналогичным периодом 2014 года ВВП сократился на 2,0%.

Ожидается, что на прогнозном горизонте сохранится общая направленность реализуемой в настоящее время экономической политики, основной целью которой является сокращение внутреннего спроса и урегулирование внешних дисбалансов в условиях сохраняющегося ограниченного доступа к внешнему финансированию. В результате проводимой консолидации профицит бюджета сектора государственного управления сохраняется на достаточно высоком уровне: в январе-апреле 2015 года он достиг 6% ВВП и по итогам года оценивается на уровне 1,7% ВВП.

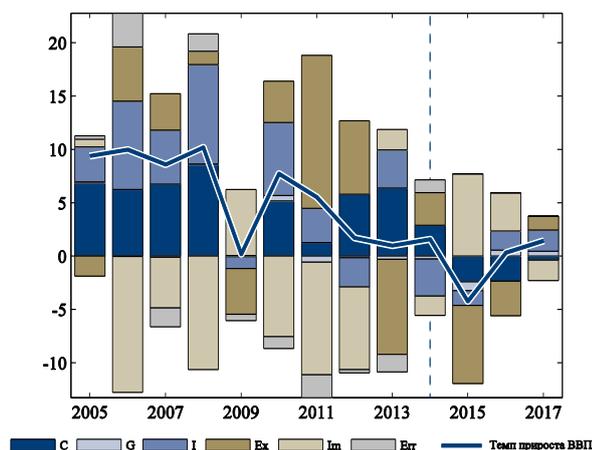


Рис. 3.4. Структура прироста ВВП в сопоставимых ценах по элементам использования (в проц. пунктах)

Источник: расчеты Комиссии

Баланс рисков под влиянием изменения денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики существенно изменился, что обусловило значительный пересмотр прогноза в сторону его ухудшения. Ужесточение условий функционирования экономики на фоне циклического спада может привести к более сильному, чем ожидалось ранее, сокращению экономической активности. В соответствии с прогнозом экономика Беларуси в 2015 году сократится на 4,2% (против ранее прогнозирувавшегося спада на 2,1%).

Табл. 3.3. Прогнозные значения основных показателей экономического развития Республики Беларусь

| Год | ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году) | | ИПЦ (прирост в % к пред. году) | |
|------|--|---------------------------|-----------------------------------|---------------------------|
| | Прогноз (с 2015 г.) | Разница с пред. прогн. | Прогноз (с 2015 г.) | Разница с пред. прогн. |
| 2014 | 1,6 | – | 18,1 | – |
| 2015 | –4,2 | –2,1 | 14,4 | –8,7 |
| 2016 | 0,3 | –1,9 | 13,6 | –7,5 |
| 2017 | 1,4 | –1,0 | 9,2 | –5,4 |

Источник: расчеты Комиссии

В сложившихся условиях переход к более гибкому режиму обменного курса призван повысить конкурентоспособность и способствовать более быстрой адаптации экономики к внешним шокам, сократить объемы интервенций на внутреннем валютном рынке с целью повышения ликвидности в иностранной валюте и формирования резервов для обеспечения выплат по внешнему долгу.

Увеличившаяся после девальвации инфляция начала постепенно снижаться в ответ на ужесточение денежно-кредитной политики, усиление административного регулирования цен, а также формирование отрицательного разрыва выпуска.

В годовом выражении инфляция снизилась с 17,1% в январе текущего года до 15,5% в апреле. Переход к новому режиму денежно-кредитной политики, основанному на использовании широкой денежной массы в качестве номинального якоря, призван обеспечить ценовую стабильность в среднесрочной перспективе. По прогнозу инфляция в 2015 году составит 14,4%. При отсутствии значительных шоков на прогнозном горизонте инфляция продолжит замедляться до 13,6% в 2016 году и 9,2% в 2017 году. Структурные факторы, а также сокращение инвестиций, продолжают оставаться основным препятствием для быстрого восстановления экономики и сохранения потенциальных темпов экономического роста на низком уровне. В результате в 2016-2017 годах ожидается слабый рост на уровне 0,3% и 1,4% соответственно.

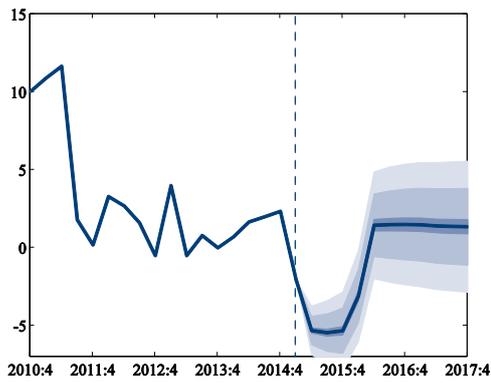


Рис. 3.5. ВВП в сопоставимых ценах
(прирост в % кварт. к соотв. кварт. пред. года)

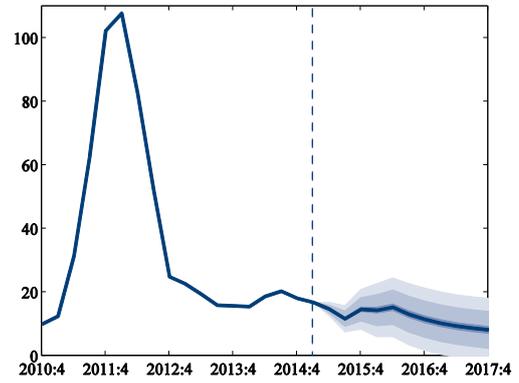


Рис. 3.6. ИПЦ
(прирост в % кварт. к соотв. кварт. пред. года)

Источник: расчеты Комиссии

3.3. Республика Казахстан

В условиях нарастания рецессии в экономике России и замедления темпов экономического роста в Китае, ВВП Республики Казахстан в I квартале 2015 года увеличился на 2,2% по сравнению с 3,8% за I квартал 2014 г. В связи с девальвацией валют в странах – торговых партнерах в конце 2014 – начале 2015 года и ограниченной гибкостью обменного курса экономике Казахстана потребуется время для того, чтобы адаптироваться к ухудшившимся условиям торговли, что может привести к формированию внутренних и внешних дисбалансов, а также необходимости перманентного ужесточения денежно-кредитной политики.

Дефляционный внешний фон, слабый внутренний спрос и укрепление реального курса тенге привели к замедлению инфляционных процессов с начала года: темп прироста ИПЦ снизился с 7,5% в январе 2015 года до 4,6% в апреле 2015 года, что ниже целевого диапазона в 5-8 процентных пунктов и является одним из самых низких значений с 2000 года. В Основных направлениях денежно-кредитной политики Республики Казахстан на 2020 год Национальный банк объявил о постепенном переходе к режиму инфляционного таргетирования и более гибкому обменному курсу в целях обеспечения баланса между внутренней и внешней конкурентоспособностью казахстанской экономики, а также ценовой стабильности в среднесрочном периоде. Вместе с тем, уровень долларизации экономики остается высоким.

Данные о динамике ВВП за I квартал 2015 года свидетельствуют о том, что ухудшение условий торговли оказывает более сильное влияние на экономику, чем оценивалось в начале года. В результате прогноз по темпам прироста реального ВВП в 2015 году в Республике Казахстан пересмотрен в сторону понижения до 1,9%.

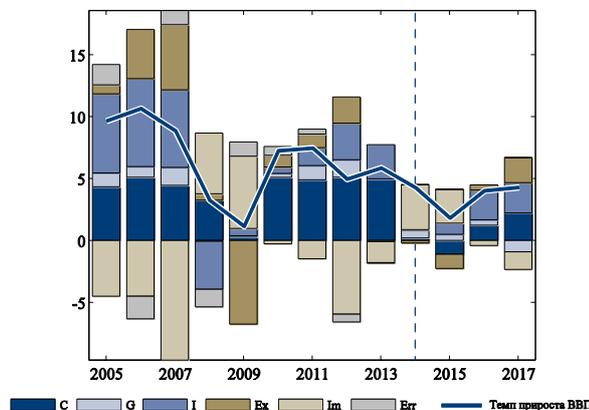


Рис. 3.7. Структура прироста ВВП в сопоставимых ценах по элементам использования (в проц. пунктах)

Негативное влияние снижения цен на нефть на экономику компенсируется контрциклическими мерами политики, предусматривающими увеличение расходов на реализацию инфраструктурных проектов и поддержку отдельных отраслей экономики. Хотя данные меры лишь незначительно поддержат экономический рост в 2015-2017 годах, их основной положительный эффект состоит в стимулировании долгосрочного потенциального роста.

В условиях постепенного восстановления внешнего спроса и ожидаемого ввода в эксплуатацию новых мощностей по добыче нефти темпы экономического роста могут увеличиться до 4,1% в 2016 году и до 4,3% в 2017 году.

Табл. 3.4. Прогнозные значения основных показателей экономического развития Республики Казахстан

| Год | ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году) | | ИПЦ (прирост в % к пред. году) | |
|------|--|---------------------------|-----------------------------------|---------------------------|
| | Прогноз (с 2015 г.) | Разница с пред. прогн. | Прогноз (с 2015 г.) | Разница с пред. прогн. |
| 2014 | 4,3 | – | 6,7 | – |
| 2015 | 1,9 | –0,4 | 4,6 | –1,7 |
| 2016 | 4,1 | 0,4 | 5,0 | –0,9 |
| 2017 | 4,3 | –0,3 | 5,1 | –1,2 |

Источник: расчеты Комиссии

Сохранение слабого внутреннего спроса, жесткие монетарные условия и укрепление реального эффективного курса тенге будут сдерживать рост потребительских цен. В 2015 г. инфляция в среднем составит 4,6%, в 2016 г. – 5,0%.

Пересмотр прогнозов по инфляции вниз отражает более быстрое нарастание негативных тенденций в реальном и денежно-кредитном секторах. В 2017 г. на фоне сокращения отрицательного разрыва выпуска и восстановления внутреннего спроса прогнозируется небольшое ускорение роста потребительских цен до 5,1%.

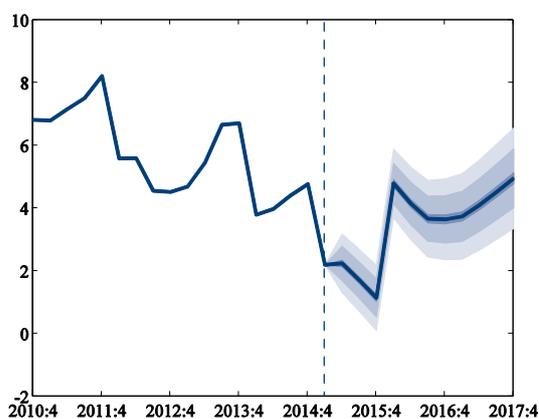


Рис. 3.8. ВВП в сопоставимых ценах
(прирост в % кварт. к соотв. кварт. пред. года)

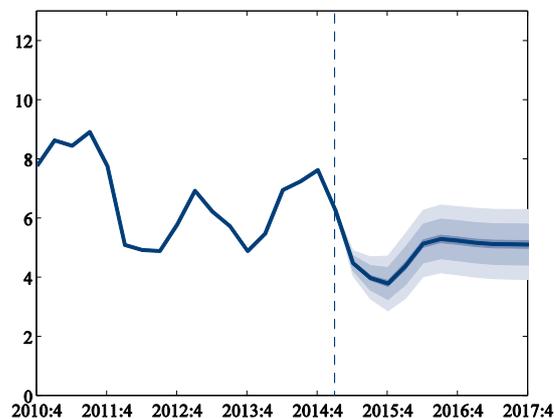


Рис. 3.9. ИПЦ
(прирост в % кварт. к соотв. кварт. пред. года)

Источник: расчеты Комиссии

3.4. Российская Федерация

Наблюдавшиеся в 2014 году в экономике негативные тенденции усилились на фоне падения цен на нефть и введения санкционного режима. Внутренний спрос сокращается, отражая снижение реальных доходов домашних хозяйств и инвестиций частного сектора. Меры стимулирования приносят положительные результаты, но являются недостаточными для компенсации снижения реальных доходов домашних хозяйств в результате девальвации курса национальной валюты, а также сокращения расходов на инвестиции со стороны частного сектора.

Важным фактором в формировании негативной динамики внутреннего спроса остаются негативные ожидания инвесторов, связанные с действием секторальных санкций. Производство продолжает сокращаться, наблюдается увеличение безработицы, сохраняется отток капитала, связанный с погашением внешних обязательств и сохранением ограниченного доступа на международные финансовые рынки для банковского и корпоративного сектора.

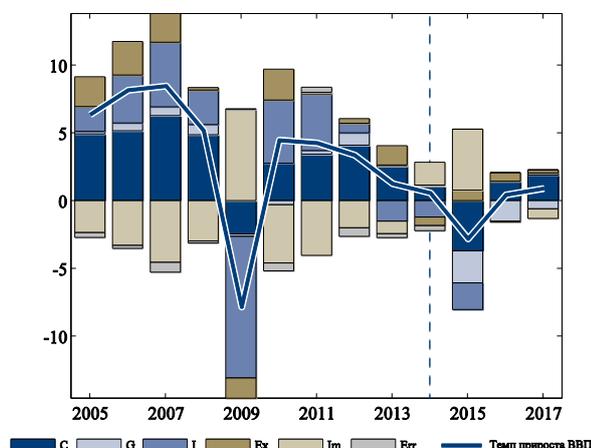


Рис. 3.10. Структура прироста ВВП в сопоставимых ценах по элементам использования (в проц. пунктах)

Источник: расчеты Комиссии

В результате реализуемой политики макроэкономические риски несколько снизились. Банк России начал ослаблять меры денежно-кредитной политики, что призвано восстановить кредитную активность банковского сектора и стимулировать инвестиционный и потребительский спрос. Ожидается, что замедление экономики продолжится в III-IV кварталах, в результате сокращение ВВП в 2015 году составит 2,8%.

Табл. 3.5. Прогнозные значения основных показателей экономического развития Российской Федерации

| Год | ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к пред. году) | | ИПЦ (прирост в % к пред. году) | |
|------|--|------------------------|-----------------------------------|------------------------|
| | Прогноз (с 2015 г.) | Разница с пред. прогн. | Прогноз (с 2015 г.) | Разница с пред. прогн. |
| 2014 | 0,6 | – | 7,9 | – |
| 2015 | –2,8 | 0,2 | 15,7 | 0,6 |
| 2016 | 0,5 | 0,5 | 7,4 | –3,0 |
| 2017 | 0,9 | 0,1 | 5,2 | –2,7 |

Источник: расчеты Комиссии

Инфляция постепенно снижается в результате временного укрепления обменного курса и сохранения отрицательного разрыва выпуска, хотя и остается выше целевого уровня. По прогнозу в 2015 году среднегодовой прирост потребительских цен составит 15,7%, что отражает имевшее место в начале года ослабление обменного курса, а также ожидаемое во второй половине 2015 года повышение тарифов на жилищно-коммунальные услуги, хотя общая тенденция к ее замедлению до конца года сохранится. В 2016 году инфляция ожидается на уровне 7,4% в 2017 году –5,2%. Вместе с тем реализация Банком России планов по наращиванию международных резервных активов может привести к увеличению вклада в инфляцию монетарных факторов на прогнозном горизонте.

В результате умеренного роста цен на нефть, а также адаптации экономики к их более низкому уровню, экономический рост в 2016-2017 годах начнет восстанавливаться.

Основным среднесрочным риском является переход рецессии в стагнацию в силу сохранения структурных ограничений, действия санкций, низкой инвестиционной активности. Темпы прироста

ВВП в 2016 и 2017 годах останутся низкими – 0,5% и 0,9% соответственно, что связано с дальнейшим замедлением потенциальных темпов экономического роста.

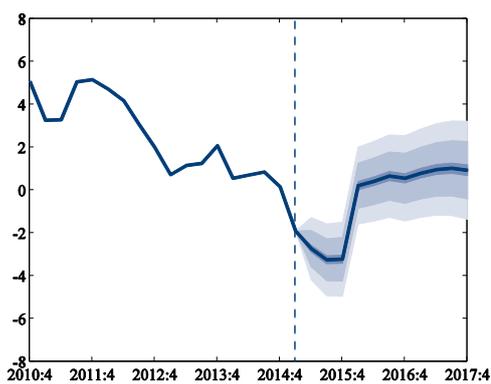


Рис. 3.11. ВВП в сопоставимых ценах
(прирост в % кварт. к соотв. кварт. пред. года)

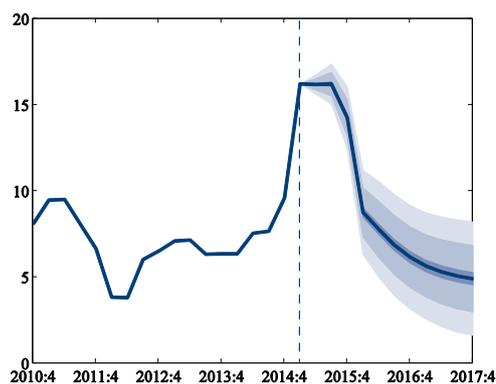


Рис. 3.12. ИПЦ
(прирост в % кварт. к соотв. кварт. пред. года)

Источник: расчеты Комиссии