



Макро монитор

СНГ

Макроэкономика региона

2–6

Макроэкономика стран:

Азербайджан	7–8
Армения	9–11
Беларусь	12–14
Казахстан	15–17
Кыргызстан	18–20
Молдова	21–22
Россия	23–25
Таджикистан	26–28
Туркменистан	29
Узбекистан	29
Украина	30–31

Тенденции:

- **Мировая экономика** – замедление общемирового роста ВВП, сближение темпов экономического роста в развитых странах. Стабилизация курсов основных валют и цен на сырьевые товары в феврале-марте
- **США** – ослабление ожиданий относительно роста процентной ставки ФРС в текущем году
- **Европа** – дополнительное ослабление политики ЕЦБ, признаки завершения серии снижений ставок центрального банка
- **Азия** – сохранение роста ВВП в Японии; стабилизация национальной валюты, стимулирование экономики мерами фискальной политики в Китае
- **СНГ:**
 - 1) Ослабление национальных валют в конце 2015 – начале 2016г., стабилизация в феврале-марте; более мягкие монетарные условия в большинстве стран региона
 - 2) Замедление инфляции в большинстве стран СНГ
 - 3) Сохранение режима санкций на фоне неурегулированного внутреннего конфликта в Украине

Перспективы и риски:

- **Мировая экономика:** сохранение роста ВВП в развитых странах, возможность стабилизации роста в Китае
- **Товарные рынки:** продвижение процесса ребалансировки рынка энергоносителей

СНГ: стабилизация экономической активности, адаптация экономик к изменившимся внешним условиям

Настоящий аналитический отчет подготовлен **Управлением стратегического и отраслевого анализа Евразийского банка развития (ЕАБР)**. Приводимые здесь данные и выводы не являются рекомендацией и основаны на публичной информации.

Дмитриева Е.В. – начальник Управления стратегического и отраслевого анализа ЕАБР

Ахунбаев Арман (ama@eabr.org) – Азербайджан, Армения, Казахстан, Туркменистан, Узбекистан

Федоров Константин (fks@eabr.org) – макроэкономика региона, Беларусь, Молдова, Россия, Украина

Курманалиева Эльвира (kes@eabr.org) – макроэкономика региона, Кыргызстан, Таджикистан

Макроэкономика региона

Масштабы экономического спада уменьшились по сравнению с более ранней частью года

Стабилизация или рост экономической активности в наиболее крупных государствах региона имели место, несмотря на неблагоприятный внешний фон

Устойчивость экономик по отношению к негативным внешним шокам объяснялась действием компенсирующих факторов

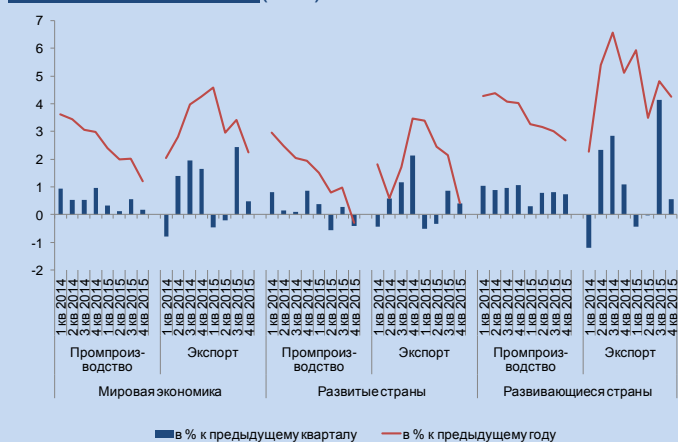
По итогам 2015г. снижение ВВП стран СНГ по сравнению с тем же периодом предыдущего года составило, согласно нашей оценке, 3.8%, а по итогам IV квартала 2.9%. В IV квартале масштабы экономического спада уменьшились по сравнению с более ранней частью года: этот показатель был равен 4.3% и 3.9% во II и III кварталах соответственно. Его улучшение объяснялось эффектом снижающейся базы сравнения в условиях стабилизировавшейся активности в экономике России, начала ее восстановления в экономике Украины и некоторого ускорения роста ВВП в Казахстане. Влияние наиболее крупных экономик региона на динамику его ВВП перевесило эффекты снижения показателей роста, которое имело место в большинстве других государств СНГ.

Стабилизация или рост экономической активности в наиболее крупных государствах региона в IV квартале имели место, несмотря на неблагоприятный внешний фон, главным элементом которого оставался новый тур падения цен на экспортируемое странами СНГ сырье, прежде всего энергоносители, начавшийся еще в III квартале. Основными факторами, определившими негативное развитие событий на товарных рынках, были: медленное снижение производства нефти в странах с высокими издержками добычи, рост добычи в странах ОПЕК и России, ожидания скорого восстановления экспорта нефти из Ирана, наблюдавшееся в последние месяцы 2015г. замедление экономического роста в мире, а также укрепление доллара США к другим основным валютам под влиянием ожидавшегося (и действительно состоявшегося) повышения процентной ставки американским центральным банком.

Относительная устойчивость экономик региона по отношению к негативному воздействию внешних шоков в IV квартале 2015г. объяснялась действием ряда компенсирующих факторов: увеличения чистого экспорта благодаря падению импорта и, в меньшей степени, росту экспорта в реальном выражении, меньшего, чем год назад, оттока капитала в условиях снизившегося валового внешнего долга, восстановительных процессов в Украине на фоне снижения интенсивности внутреннего вооруженного конфликта, а также в случае Казахстана – сильного роста в сельском хозяйстве благодаря хорошему урожаю.

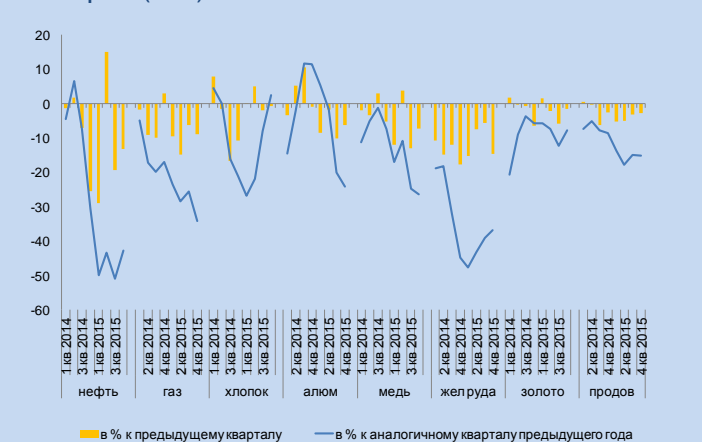
В результате улучшения показателей роста ВВП в России и Казахстане

Рисунок 1.1. **Промышленное производство и торговля в мире** (в %)



Источник: CPB World Trade Monitor

Рисунок 1.2. **Условия торговли: мировые цены на сырье** (в %)



Источник: Всемирный банк

Улучшился показатель роста ВВП для группы стран – экспортеров нефти и газа

улучшился соответствующий показатель для группы стран – экспортеров нефти и газа: по итогам IV квартала он составил -3.2% после -3.7% за предыдущий отчетный период. Динамика экономики Азербайджана внесла в общий показатель этой группы отрицательный вклад: ВВП этой страны снизился в IV квартале на 6.7% по сравнению с тем же кварталом годом ранее. Для сравнения, в III квартале это снижение в Азербайджане составляло лишь 0.7%.

Рост ВВП в странах – экспортерах трудовых ресурсов остался положительным

Рост ВВП в странах – экспортерах трудовых ресурсов (Армения, Кыргызстан, Молдова и Таджикистан) остался положительным, но продолжил снижаться, составив в целом для этой группы 0.5% по сравнению с IV кварталом 2014г. Этот показатель равнялся 4.6%, 5.4% и 2.8% в I, II и III кварталах соответственно. Наиболее значительное снижение роста ВВП (с 5% до -2.3%) наблюдалось в Кыргызстане. Оно было вызвано колебаниями в объемах добычи золота на месторождении Кумтор, которые часто оказывают значительное, но краткосрочное влияние на экономическую динамику в этой стране. Снижение показателей роста в Армении и Таджикистане было меньшим по масштабу, однако имело более широкий характер, затронув различные отрасли промышленности (в частности, обрабатывающие), торговлю, сферу услуг и строительство. В Молдове глубина экономического спада уменьшилась, особенно принимая во внимание значительный временный эффект спада в сельском хозяйстве, связанного с неудачным урожаем. Эта группа оказалась более подверженной общему негативному влиянию сокращения притока денежных переводов.

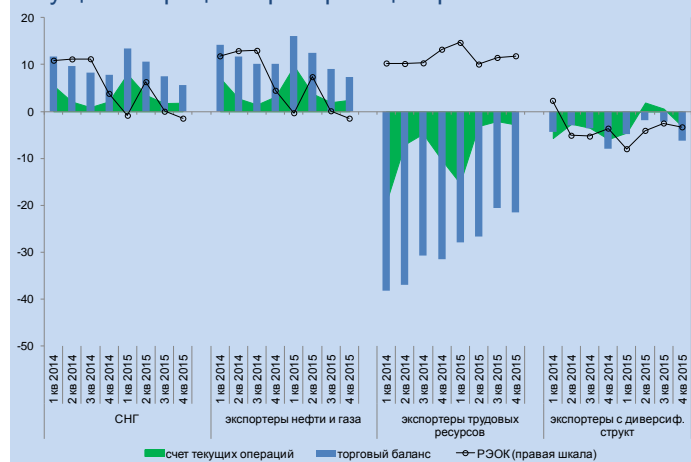
Снижение ВВП стран с диверсифицированной структурой экспорта заметно уменьшилось в масштабе

Что касается группы стран с диверсифицированной структурой экспорта (Беларусь, Украина и Узбекистан), то снижение ее ВВП по сравнению с тем же кварталом 2014г. заметно уменьшилось в масштабе, составив по итогам 2015г. 2.5% после 6.4% в III квартале и двузначных показателей спада в I полугодии. Это улучшение определялось динамикой украинской экономики, показатели которой изменились в позитивном направлении благодаря эффекту снизившейся базы сравнения и (в меньшей степени) начавшемуся во второй половине года поквартальному росту с учетом сезонности. Экономика Узбекистана сохранила высокие темпы роста благодаря активному государственному стимулированию. Спад в белорусской экономике, напротив, углубился, хотя и не радикальным образом.

Консолидация внутреннего спроса в регионе привела к существенному сокращению импорта

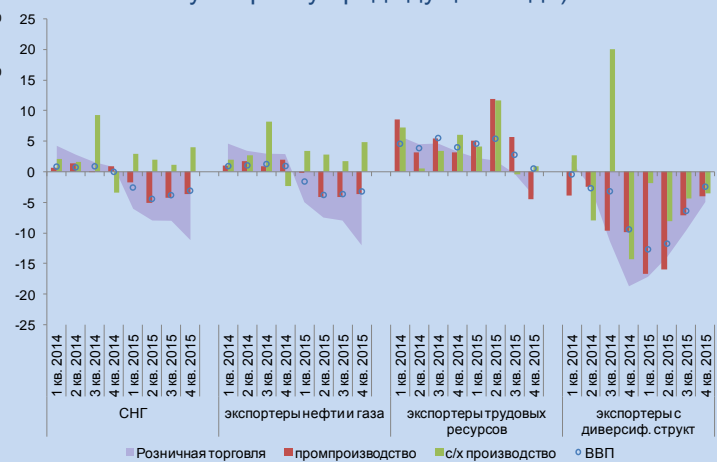
Продолжавшаяся на протяжении всего прошлого года консолидация внутреннего спроса в регионе привела к существенному сокращению импорта по сравнению с экспортом практически во всех странах региона: сальдо счета текущих операций (СТО) стран СНГ по итогам прошлого года составило 3.3% от их суммарного ВВП

Рисунок 1.3. Платежный баланс: показатели счета текущих операций и резервы центральных банков



Источник: национальные ведомства

Рисунок 1.4. Реальный сектор экономик СНГ (в % к аналогичному кварталу предыдущего года)



Источник: национальные ведомства

В странах с диверсифицированной структурой экспорта наблюдалось улучшение сальдо торгового баланса

Чистый вывоз капитала частным сектором вновь стал положительным

Балансы государственных бюджетов стран СНГ ухудшились по итогам года

В целом для региона монетарные условия стали мягче

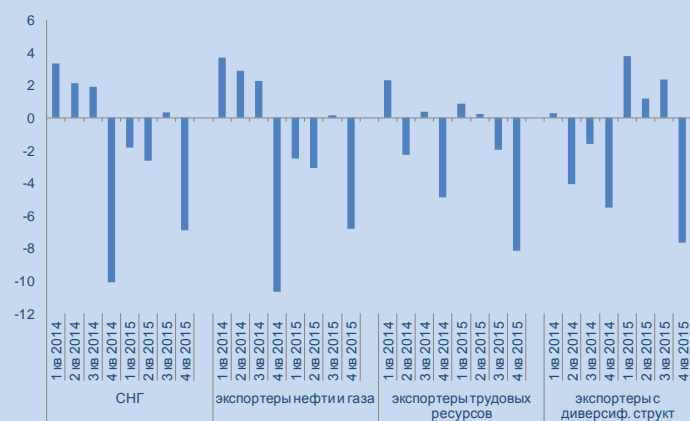
по сравнению с 2.5% ВВП в 2014г. В странах – экспортерах энергоресурсов некоторое ухудшение показателей величины торговых балансов относительно ВВП в сравнении с предыдущим годом отражало факт снижения цен на экспортируемое ими сырье за этот период. Между тем увеличение торгового профицита этой группы относительно ВВП, наблюдавшееся в I–II кварталах в связи с сильным оттоком капитала из региона в кризисный период, не сохранилось по итогам года. В странах – экспортерах трудовых ресурсов, наоборот, наблюдалось существенное улучшение сальдо торгового баланса, где на фоне значительного сокращения спроса на импорт, оно достигло соответственно -21.6% ВВП после -31.5% ВВП в IV квартале 2014г. Улучшение также наблюдалось в странах с диверсифицированной структурой экспорта, чему способствовало ослабление национальных валют в течение более ранней части 2015г., приведшее к сокращению импорта и стимулировавшее рост экспорта в реальном выражении.

Чистый вывоз капитала из региона частным сектором вновь стал положительным, однако существенно снизился по сравнению с тем же периодом 2014г. На фоне сокращения объемов импорта совокупные резервные активы в номинальном выражении практически остались на уровне предыдущего года, достаточном для финансирования 16 месяцев импорта товаров.

Балансы государственных бюджетов стран СНГ ухудшились по итогам года под действием факторов, негативно влиявших на их доходные части: снижения внутренней экономической активности, сокращения внешнего товарооборота. В отличие от более ранних периодов года, по его итогам среди стран региона не оказалось исключений, которым удалось бы улучшить свой бюджетный баланс. Между тем усилия правительств по консолидации госрасходов способствовали тому, что дефициты бюджетов остались ограниченными, оставаясь в большинстве случаев на уровнях порядка 3–4% ВВП, за возможным исключением Кыргызстана. В Казахстане состояние государственных финансов существенным образом улучшилось в IV квартале в результате девальвации тенге. При этом только в двух странах СНГ – Беларуси и Узбекистане – по итогам 2015г. наблюдался профицит бюджета.

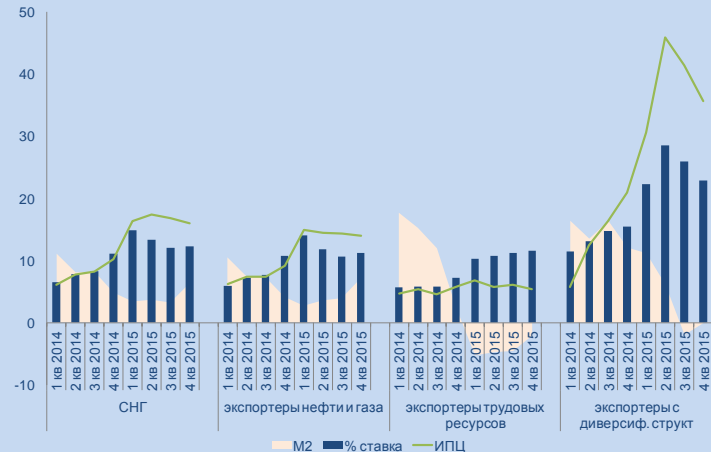
Движение центральных банков стран СНГ в направлении более гибкой политики по отношению к курсам национальных валют способствовало тому, что в целом для региона монетарные условия стали мягче по итогам IV квартала. Это подтверждается тем фактом, что показатель роста денежной массы M2 по сравнению с тем же периодом 2014г. повысился, составив в IV квартале 2015г.

Рисунок 1.5. Государственный бюджет: сальдо государственного бюджета (% ВВП)



Источник: национальные ведомства

Рисунок 1.6. Монетарная сфера (в % к аналогичному месяцу предыдущего года)



Источник: национальные ведомства

Изменение монетарных условий в экономике региона имело место на фоне медленно снижавшейся инфляции

6.3% после 3.2% в III квартале. Это повышение отражало как стабильный рост денежной массы в российской экономике, так и возвращение показателя этого роста в положительную область в Казахстане и Украине, а также его повышение в Армении, Кыргызстане и Таджикистане. Тем не менее в ряде стран (Беларусь, Азербайджан и Молдова) снижение M2 в IV квартале углубилось, не оказав, впрочем, определяющего влияния на ее динамику для региона в целом.

В экономиках Центральной Азии и Закавказья после волны девальваций во второй половине 2015г. ускорится процесс консолидации внутреннего спроса

Изменение монетарных условий в экономике региона имело место на фоне медленно снижавшейся инфляции: годовой рост индекса потребительских цен (ИПЦ) снизился по итогам IV квартала до 15.9% с 16.8% в III квартале. Это снижение имело место для всех групп стран СНГ: экспортеров нефти и газа, экспортеров трудовых ресурсов и стран с диверсифицированной структурой экспорта, несмотря на то, что ослабление национальных валют в последние месяцы года привело к некоторому повышению темпов роста цен за месяц. Ускорение месячной инфляции имело умеренный характер в условиях слабого потребительского спроса. Единственной страной, где рост цен ускорился достаточно заметным образом, чтобы привести к существенному повышению инфляции по состоянию на конец года, стал Казахстан.

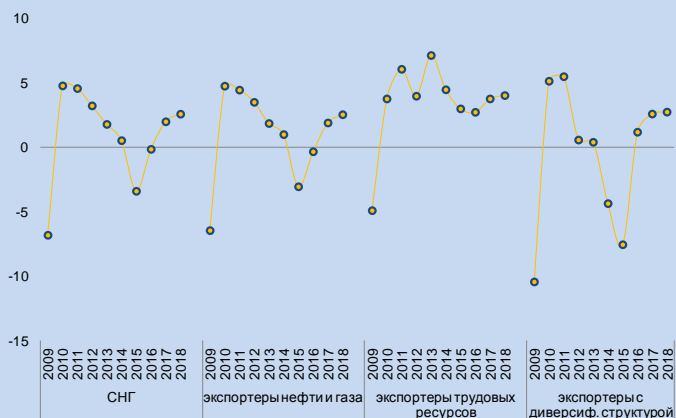
Снижение темпов экономического роста в мире приостановилось или замедлилось в новом году

Развитие событий в IV квартале прошлого года подтвердило наши ожидания, согласно которым в экономиках Центральной Азии и Закавказья после волны девальваций во второй половине 2015г. ускорится процесс консолидации внутреннего спроса, сопровождающийся замедлением темпов роста ВВП или его снижением. По всей вероятности, в I полугодии 2016г. этот процесс затронет и Казахстан, где начавшееся еще в IV квартале ослабление потребительской активности, оказав сильный негативный эффект на продажи в торговле и спровоцировав снижение индикатора экономической активности в первые два месяца 2016г. Стабилизация или рост экономик в европейской части региона окажет сдерживающее влияние на сжатие внутреннего спроса в Центральной Азии и Закавказье, ограничив его негативные последствия, включая социальные, прежде всего для стран, активно вовлеченных в региональную интеграцию. Между тем обозначившийся в течение прошлого года переход стран региона вне России к более гибкой политике в отношении курсов национальных валют может иметь долгосрочное позитивное влияние на устойчивость платежных балансов стран СНГ.

Волатильность цен на нефть и валютных курсов замедлит переход экономической активности в регионе к восстановлению

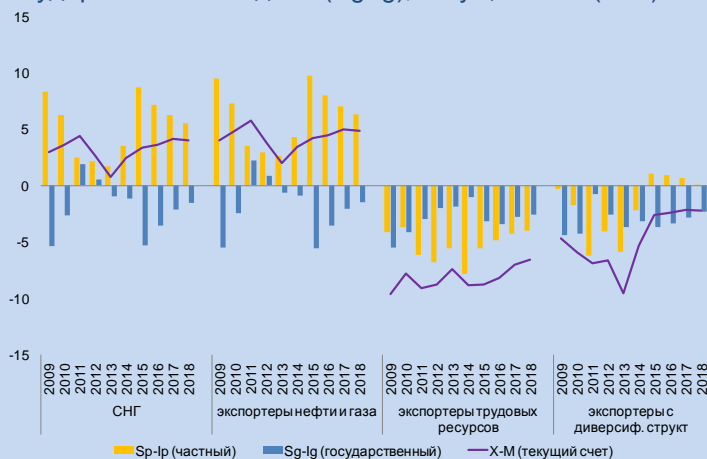
На основе данных за первые месяцы 2016г. можно сделать вывод, что снижение темпов экономического роста в мире, наблюдавшееся в конце 2015г., приостановилось или замедлилось в новом году, в том числе благодаря коррекции своей политики с учетом этого процесса ведущими центральными банками. В этих условиях имела место стабилизация основных мировых валют относительно доллара США и некоторое восстановление международных цен на сырье в феврале-марте текущего года. Цены на нефть получили дополнительный импульс к восстановлению в связи с признаками ограниченной координации политики в отношении добычи между странами ОПЕК и Россией, а также относительно медленным наращиванием экспорта Ираном после снятия части санкций с этой страны. В этой связи мы продолжаем исходить из сценария, в рамках которого средняя цена на нефть Brent в 2016г. будет находиться в пределах \$40–50 за баррель. Между тем влияние волатильности цен на нефть и валютных курсов, которая имела место в начале года, замедлит переход экономической активности в регионе к восстановлению, в результате чего реальный рост совокупного ВВП стран СНГ по итогам 2016г. будет находиться в пределах от -0.5% до 0.5%.

Рисунок 1.7. Экономический рост (рост ВВП): консенсус-прогнозы национальных и международных институтов (%)



Источник: оценки и прогнозы национальных ведомств, ЕАБР, МВФ, ЕБРР, Всемирного банка, АБР

Рисунок 1.8. Сбережения и инвестиции (% от ВВП): баланс частных инвестиций и сбережений (Sp-Ip), государственный бюджет (Sg-Ig), текущий счет (X-M)



Источник: национальные ведомства, оценки и прогнозы МВФ

Тенденции**Азербайджан: замедление экономики на фоне сложностей с платежным балансом, дефицитом госбюджета и инфляции**

Рост ВВП резко снизился в IV квартале 2015г., составив по итогам года до 1.1% в годовом выражении (3.7% за январь – сентябрь). На фоне сохранения позитивных темпов роста в промышленности, сельском хозяйстве и торговле спад экономики в этом квартале объясняется масштабным сокращением объемов строительных работ (-13.4% в 2015г.), что, по всей видимости, связано с укрепляющимся в течение года сокращением инвестиций (-11.1% по итогам 2015г.).

На фоне отрицательной динамики инвестиций и экспорта потребление выступило основным источником роста. Так, высокие показатели сохраняются в розничной торговле (10.9%), связи (6.8%), платных услугах (5.1%) и транспорте (3.5). Сельское хозяйство выступает также в качестве драйвера роста (6.6%). Несмотря на сокращение добычи нефти (-0.7%), добывающая промышленность сохранила позитивный темп роста (2%), что в совокупности с высокими показателями нефтегазовой промышленности (8.4%), получившей поддержку от восстановления внешней конкурентоспособности и государства, способствовало формированию роста в промышленности в 2.4%.

Спад добычи нефти (при росте производства газа) и укрепившееся к концу года снижение цен на нефть способствовали сокращению экспорта (кроме его нефтегазового компонента) как в реальном (-4.6% в 2015г.), так и в номинальном выражении (-47.7%). В результате возобновления потребительской активности (господдержка, рост доходов населения) импорт практически восстановился в реальном выражении (-0.5%) и перешел в позитивную зону в номинальном (0.4%). В итоге сокращение профицита внешней торговли усилилось (ВВП), что, по всей видимости, спровоцировало дополнительное сокращение профицита счета текущих операций. На фоне расширяющегося дефицита счета финансовых операций снижение СТО спровоцировало формирование отрицательного сальдо платежного баланса, новое обесценение маната и сокращение международных резервов на \$8.4 млрд в течение 2015г., чтобы составить \$6.3 млрд.

Комбинация быстро сокращающегося экспорта и укрепляющегося замедления экономики оказала негативное влияние на бюджет. Доходы госбюджета сократились на -6.8% в 2015г., но их сокращение сдерживалось одновременным наращиванием (+10% по сравнению с 2014г.) трансфертов из Нефтегазового фонда, которые составили 47% доходов госбюджета. В условиях кризиса руководство усилило меры по консолидации расходной части (-4.9% в 2015г.). В результате дефицит государственного бюджета составил 1.2% ВВП. Более проблематично выглядит состояние консолидированного бюджета, учитывающего доходы Нефтегазового фонда, дефицит которого составил 2.5% в результате сокращения доходов фонда на 26% в годовом выражении. Активы Нефтегазового фонда сократились за год на \$3.5 млрд и составили \$33.6 млрд на конец 2015г.

Инфляция оставалась на низком уровне в течение большей части года, но ускорилась под воздействием девальвации к концу года, составив 7.7% по итогам декабря 2015г.

Экономика резко сократилась в IV квартале 2015г., что способствовало замедлению роста ВВП по итогам года до 1.1% в годовом выражении

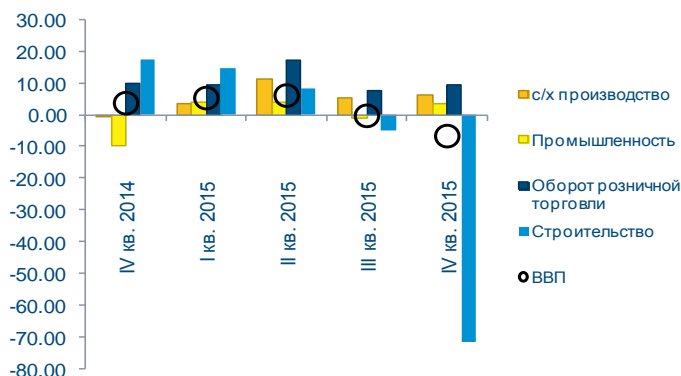
В 2015г. международные резервы сократились на \$8.4 млрд

Дефицит государственного бюджета составил 1.2% ВВП

Инфляция ускорилась к концу года, составив 7.7% в годовом выражении в декабре 2015г.

Азербайджан

Рисунок 2.1. **ВВП и производство**: изменение ВВП и объемов производства по отраслям (% от предыдущего года)



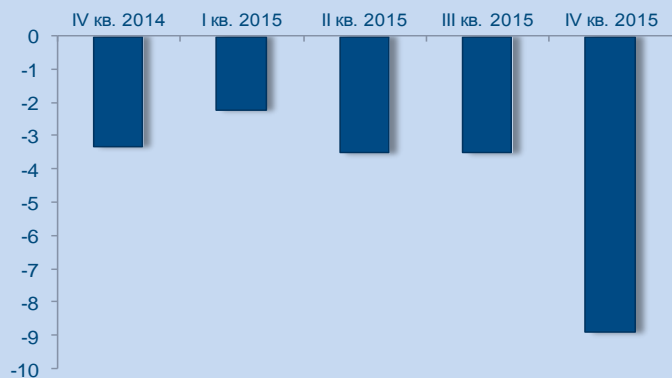
Источник: Государственный статкомитет Азербайджана

Рисунок 2.2. **Внешняя торговля**: экспорт, импорт, счет текущих операций (левая шкала, \$ млрд), реальный эффективный обменный курс – РЭОК (правая шкала, индекс – II кв. 2009 = 100)



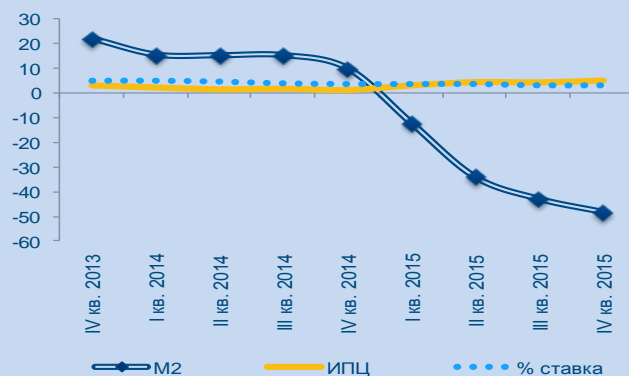
Источник: национальные ведомства

Рисунок 2.3. **Государственные финансы**: суммарное сальдо государственного бюджета и Нефтяного фонда (% от ВВП)



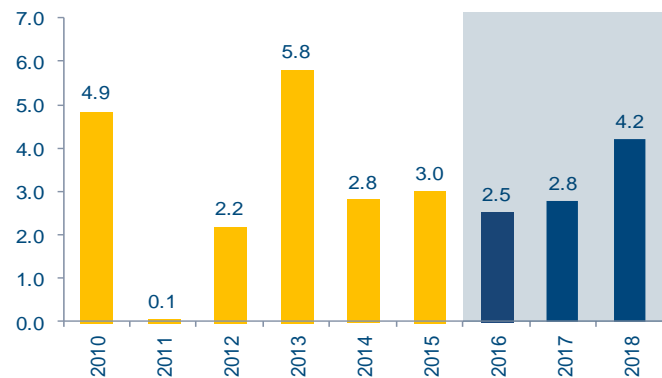
Источник: национальные ведомства

Рисунок 2.4. **Монетарная сфера**: ставка Нацбанка (%), рост ИПЦ и рост денежного агрегата М2 (% к аналогичному периоду предыдущего года)



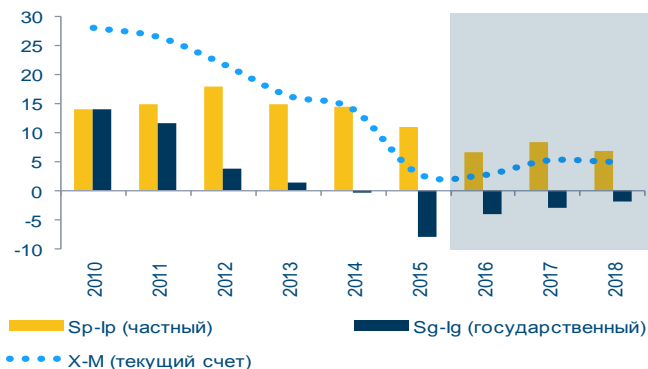
Источник: национальные ведомства

Рисунок 2.5. **Экономический рост**: факт и прогнозы национальных и международных институтов (%)



Источник: статистика и оценки национальных ведомств, АБР, ВБ, ЕБРР, МВФ

Рисунок 2.6. **Сбережения и инвестиции** (% от ВВП): баланс частных инвестиций и сбережений (Sp-Ip), государственный бюджет (Sg-Ig), текущий счет (X-M)



Источник: статистика, оценки национальных ведомств, МВФ

Тенденции**Армения: высокий рост в сельском хозяйстве и добывающей промышленности, стабильность драма и низкая инфляция**

После девяти месяцев уверенного роста ВВП, обусловленного внутренними шоками со стороны предложения в сельском хозяйстве (расширение посевных земель, развитие парниковых хозяйств, благоприятные погодные условия и т.д.) и горнодобывающей промышленности (запуск Техутского медно-молибденового комбината), экономика замедлилась в IV квартале 2015г. Рост ВВП составил 1.9% в годовом выражении и 3% по итогам года (3.4% в 2014г.). На фоне высоких показателей в сельском хозяйстве (13%) и промышленности (5.2% благодаря росту добычи металлических руд на 51.5%) замедление в большей степени связано с укрепившимся спадом в торговле (-8%), обрабатывающей промышленности (-5.6%) и практически нулевым ростом в строительстве (0.3%) и услугах (0%). Плохие показатели этих отраслей связаны с ослаблением внутреннего спроса (потребления и инвестиций) в результате резкого сокращения денежных переводов (-30% в годовом выражении, или с 15% ВВП в 2014г. до 11.4% ВВП в 2015г.), в частности из России, и сокращения банковского кредитования (-3.1%).

Сальдо платежного баланса улучшилось в IV квартале 2015г. Международные резервы выросли за квартал на \$146 млн (\$1.8 млрд на конец 2015г.), что способствовало укреплению драма в реальном и номинальном выражении. Тренд к улучшению состояния счета текущих операций сохранился (-2.1% ВВП по итогам девяти месяцев 2015г. по сравнению с -9.8% ВВП за аналогичный период 2014г.). Дефицит сальдо торгового баланса в 2015г. сократился до 11.2% ВВП (20.7% ВВП за аналогичный период 2014г.) благодаря позитивным шокам в сельском хозяйстве и горнодобывающей промышленности. Экспорт в этих отраслях в реальном выражении существенно увеличился, что компенсировало снижение цен на рынках. Сокращение номинального экспорта составило всего 2.1% в 2015г., тогда как импорт сократился на 26.2%. Важным фактором формирования позитивного сальдо платежного баланса в течение всего года было активное привлечение внешних займов.

В результате роста ВВП, обеспечиваемого только несколькими секторами, сокращающегося внешнего товарооборота и ряда фискальных изменений доходы госбюджета сократились в IV квартале (в частности, по таким ключевым статьям, как НДС и акцизы). По итогам года рост доходов составил всего 0.9%. Существенную поддержку доходам оказал рост сборов таможенных пошлин и подоходного налога. На фоне замедления экономики рост расходов в IV квартале замедлился. Тем не менее по итогам года рост составил 10.7% в результате наращивания текущих расходов, направленных на стимулирование ослабевающего внутреннего спроса, и расходов на обслуживание государственного долга. Дефицит госбюджета увеличился до 2.9% ВВП (-0.7% ВВП в 2014г.).

Инфляция в течение 2015г. сохранялась на низком уровне (3.7% в среднем за год) и на конец декабря 2015г. снизилась до 1.7% в годовом выражении. Среди ключевых факторов низкой инфляции следует выделить: дефляционный внешний фон; жесткость денежно-кредитной политики (высокие процентные ставки, сокращение денежной массы); слабый внутренний спрос; приоритет стабильности драма. В контексте сокращения кредитования экономики показатели доходности банковского сектора стали отрицательными (ROA -0.5%, ROE -3.5%), что не помешало сокращению доли неработающих кредитов до 7.8% на конец года.

Рост ВВП составил 1.9% в годовом выражении и 3% по итогам года (3.4% в 2014г.)

Международные резервы выросли за квартал на \$146 млн (\$1.8 млрд на конец 2015г.)

Дефицит госбюджета увеличился до 2.9% ВВП (-0.7% ВВП в 2014г.)

Инфляция снизилась до 1.7% на конец декабря 2015г.

Перспективы**Армения: замедление экономической активности, сложности с платежным балансом и расширение дефицита госбюджета**

Статистика за первые два месяца 2016г. указывает на то, что высокая экономическая активность в промышленности (9.9% за январь-февраль в годовом выражении) продолжает оказывать поддержку экономике. Наблюдается высокий рост в услугах без учета торговли (9.8%). В строительстве рост стал более уверенным (2.1%) благодаря использованию займов от международных организаций (в частности АБР). Показатели в сельском хозяйстве в силу сезонных факторов замедлились до 2.5%. В торговле сохраняется спад (-1.8%). Показатель экономической активности за два месяца вырос на 4.7% в годовом выражении. Немаловажным фактором в сохранении высокого уровня активности в этом периоде стал статистический эффект низкой базы сравнения.

При отсутствии новых шоков со стороны предложения и с учетом сохраняющегося негативного внешнего фона (низкие цен на медь, слабая активность в России и Европе, замедление в Китае, сложная геополитическая ситуация), укрепляющегося драма динамика экспорта будет ограниченной (несмотря на поддержку со стороны расширения рынков сбыта за счет стран ЕАЭС, Ирана и т.д.), замедление активности затронет добывающую промышленность и сельское хозяйство. На фоне ограниченности инструментов стимулирования экономики со стороны государства, отсутствия частных стимулов внутреннего потребления (спад денежных переводов и слабый рост банковского кредитования), отрицательной в течение последних семи лет инвестиционной активности (недостаток структурных реформ, слабость институциональной среды, изоляция, негативные ожидания), ограниченности в привлечении дополнительных внешних займов (высокий уровень обслуживания внешнего долга) спад в торговле и обрабатывающей промышленности может сохраниться. Рост ВВП по итогам 2016г. не превысит уровень 2015г., составив 2–2.5%.

Ухудшение состояния сальдо платежного баланса в первые два месяца 2016г. проявилось через сокращение валовых международных резервов (-\$90.5 млн) и обесценение драма (до середины февраля 2016г.). Основные причины – новый виток снижения цен на международных рынках сырья и укрепление доллара на фоне реальной переоцененности драма. Ухудшение сальдо было связано с ухудшением финансового счета, так как дефицит внешней торговли сократился. По итогам 2016г. с учетом вышеупомянутых ограничений для наращивания экспорта и ожидаемого замедления темпов сокращения импорта улучшение дефицита внешней торговли должно остановиться, и, вероятно, в контексте сохраняющегося спада денежных переводов дефицит счета текущих операций вновь расширится. Ситуация платежного баланса будет усугубляться в связи с высокой краткосрочной внешней задолженностью и сложностями в привлечении новых иностранных инвестиций.

Невысокая экономическая активность и стабилизация внешнеторгового оборота на низком уровне будут ограничивать возможности наращивания доходов госбюджета в 2016г. В этом контексте и с учетом необходимости поддержания социальных и капитальных расходов государство закладывает высокий уровень дефицита госбюджета (-3.5% ВВП). Что касается инфляции, то в феврале 2016г. она стала отрицательной (-1.7% в годовом выражении) при целевом уровне ЦБА в 2.5–5.5%. Уровень инфляции будет преимущественно зависеть от стабильности курса драма.

Показатель экономической активности за первые два месяца 2016г. вырос на 4.7% в годовом выражении

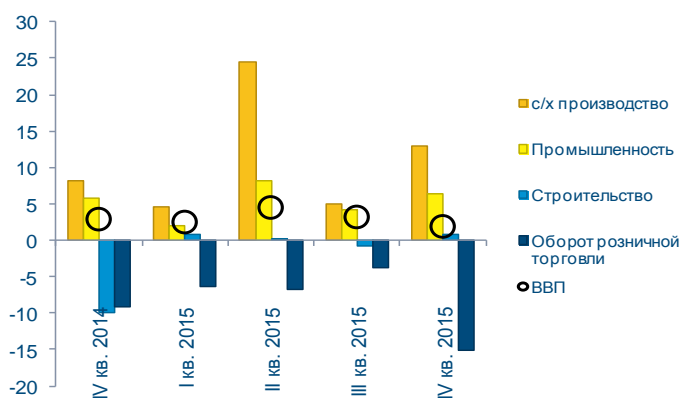
Рост ВВП по итогам 2016г. не превысит уровень 2015г., составив 2–2.5%

Дефицит внешней торговли и счета текущих операций могут вновь расширяться

Руководство заложило расширение дефицита госбюджета до 3.5% ВВП

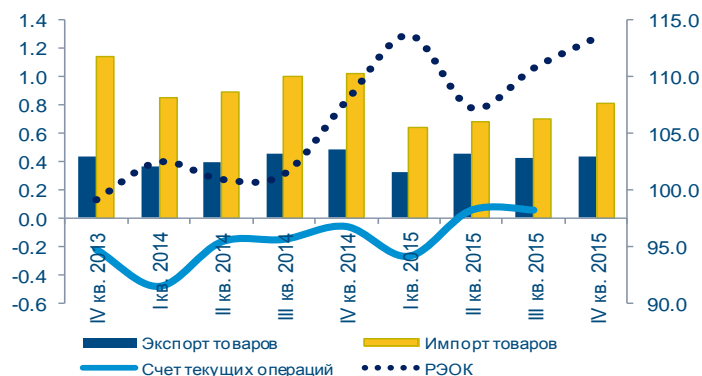
Армения

Рисунок 3.1. **ВВП и производство:** изменение ВВП и объемов производства по отраслям (% от предыдущего года)



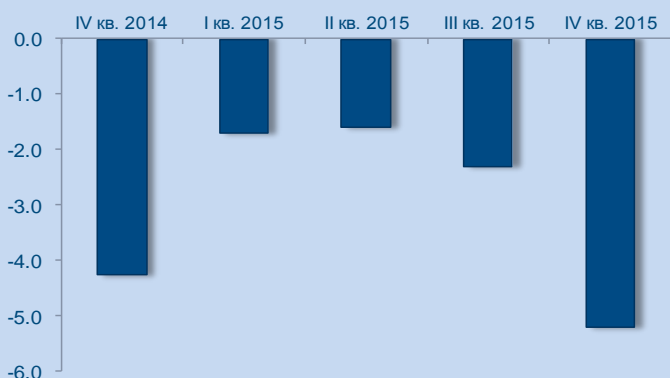
Источник: Национальная статистическая служба Армении

Рисунок 3.2. **Внешняя торговля:** экспорт, импорт, счет текущих операций (левая шкала, \$ млрд), реальный эффективный обменный курс – РЭОК (правая шкала, индекс – II кв. 2009 = 100)



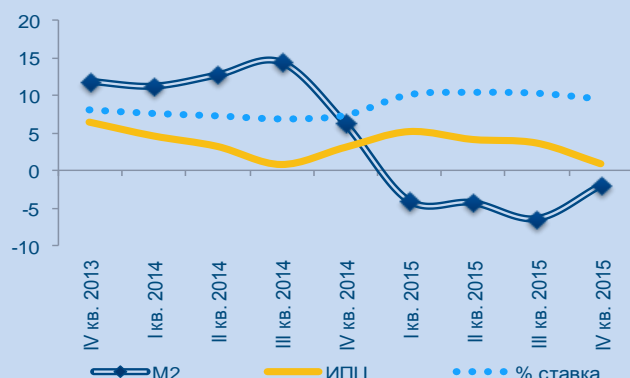
Источник: национальные ведомства, МВФ

Рисунок 3.3. **Государственные финансы:** сальдо государственного бюджета (% от ВВП)



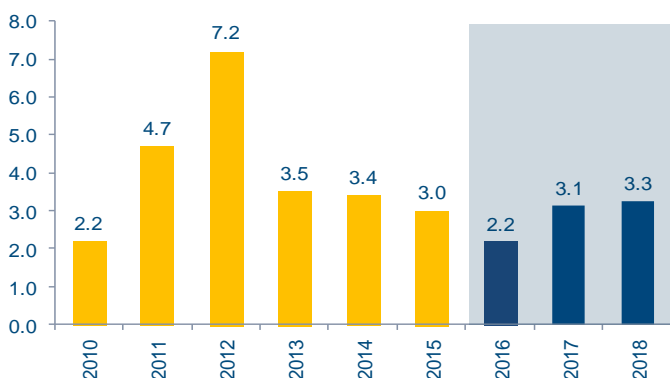
Источник: национальные ведомства

Рисунок 3.4. **Монетарная сфера:** ставка Центробанка (%), рост ИПЦ и рост денежного агрегата M2 (% к аналогичному периоду предыдущего года)



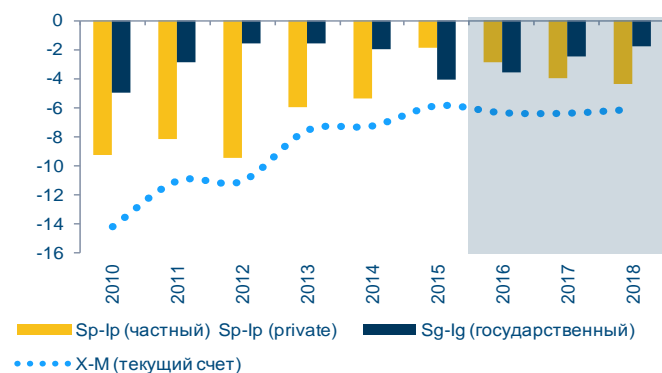
Источник: национальные ведомства

Рисунок 3.5. **Экономический рост:** факт и прогнозы национальных и международных институтов (%)



Источник: статистика и оценки национальных ведомств, ЕАБР, АБР, ВБ, ЕБРР, МВФ

Рисунок 3.6. **Сбережения и инвестиции** (% от ВВП): баланс частных инвестиций и сбережений (Sp-Ip), государственный бюджет (Sg-Ig), текущий счет (X-M)



Источник: статистика и оценки национальных ведомств, МВФ и ЕАБР

Тенденции**Беларусь: углубление экономического спада в IV квартале, снижение инфляции**

Исходя из предварительных данных, по итогам IV квартала глубина спада в экономике Беларуси вновь несколько углубилась: снижение ВВП по сравнению с тем же кварталом 2014г. составило около 5% по итогам этого периода. Этот показатель составил 4.54% во II квартале, 4.45% в III квартале и 3.9% по итогам 2015г. в целом. По итогам 2015г. спад наблюдался во всех основных секторах экономики: на 3.5% в сельском хозяйстве, на 7.8% в добывающей промышленности, на 4.1% в обрабатывающей промышленности, на 9.5% в строительстве, на 1.6% в торговле. Его углубление в IV квартале, частично связанное с действием эффекта высокой базы сравнения, было одной из причин более глубокого, чем в I–III кварталах, падения ВВП в этот период.

Инфляция продолжала снижаться в течение большей части IV квартала, достигнув 11.3% – минимума за период с февраля 2011 года – по итогам ноября. В декабре имел место скачок цен, связанный с пересмотром ряда регулируемых тарифов, в результате которого рост ИПЦ по сравнению с тем же месяцем предыдущего года повысился до 12%. Тем не менее этот показатель остался намного ниже, чем годом ранее, когда он был равен 17.1%. Медленному росту цен в конце 2015г. способствовала высокая степень стабильности белорусского рубля относительно официальной корзины иностранных валют (доллара, евро и российского рубля) и обеспечивавшая ее жесткая денежная политика Национального Банка (НБ РБ). В частности, годовой рост денежной массы M2 оставался отрицательным с августа прошлого года, а ее объем последовательно снижался в октябре и ноябре. Кроме того, вклад в замедление инфляции внес немонетарный фактор: снижение цен на импорт.

Сохранение РЭОК на высоких уровнях (средний рост по сравнению с 2014г. составил 3.6%), а также действие сезонных факторов, таких как рост импорта энергоносителей в конце года, способствовали ухудшению платежного баланса в IV квартале. Дефицит СТО вырос с \$73.7 млн в III квартале до \$1091.7 млн. Хотя номинальный дефицит СТО остался намного ниже, чем в IV квартале 2014г., когда он был равен \$1868.9 млн, его размер относительно ВВП оказался значительным, составив 8.3%, лишь немного ниже, чем в IV квартале 2014г. (9.3% ВВП). Таким образом, ощутимое улучшение платежного баланса, наблюдавшееся в течение II и III кварталов, в большой степени сошло на нет. В условиях жесткого контроля над курсом белорусского рубля к корзине (прежде всего, его обеспечивает политика процентных ставок) со стороны НБ РБ и необходимости погашения внешних долгов, это способствовало возобновлению снижения международных резервов Нацбанка, которые составили \$4.2 млрд на конец 2015г., снизившись с \$5.06 млрд годом ранее.

Между тем, состояние государственных финансов по итогам 2015г. осталось лучше, чем годом ранее. Консолидированный бюджет страны был исполнен с профицитом в размере 1.5% ВВП. По итогам 2014г. его профицит был равен 1.1% ВВП. Интерпретируя этот показатель, следует иметь в виду сохранение масштабного квазифискального финансирования экономики правительством. В условиях жесткой денежной политики годовой показатель роста банковского кредитования снизился до 20% по итогам декабря с 30.5% в сентябре, причем объем кредитования уменьшился за последние три месяца года.

По итогам IV квартала глубина спада в экономике Беларуси вновь несколько углубилась

Снижение в прошлом году объясняется, прежде всего, падением инвестиций в основной капитал

Инфляция продолжала снижаться в течение большей части IV квартала

Медленному росту цен в конце 2015г. способствовала высокая степень стабильности белорусского рубля

Сохранение РЭОК на высоких уровнях, а также действие сезонных факторов способствовало ухудшению платежного баланса в IV квартале

Состояние государственных финансов по итогам 2015г. осталось лучше, чем годом ранее

Объем кредитования уменьшился за последние три месяца года

Перспективы**Беларусь: уменьшение глубины экономического спада, приостановка процесса дезинфляции**

В настоящий момент показатели белорусской экономики находятся под влиянием разнонаправленных факторов. Прежде всего, в условиях относительной стабильности в промышленности и сельском хозяйстве показатели их роста относительно тех же периодов прошлого года начали улучшаться в связи со снижением базы сравнения. Прежде всего, этот эффект затронул сельское хозяйство, годовой рост производства в котором вернулся в положительную область (2.7% по итогам января-февраля). Аналогичный показатель для промышленности улучшился гораздо менее значительно: производство в ней осталось заметно (на 5.6% за январь-февраль) ниже, чем в том же периоде 2015г. Тем не менее, вскоре можно ожидать заметного улучшения показателей роста этого сектора, наиболее значительное сокращение производства в котором в прошлом году пришлось на апрель. Между тем, в начале года начал вновь углубляться спад в строительстве, которому способствует высокая степень макроэкономической неопределенности и жесткая политика Нацбанка. Одновременно, новый виток девальвации белорусского рубля к корзине валют, который имел место в январе-феврале, может оказать негативное влияние на потребительскую активность и показатели роста в торговле во II квартале. Можно ожидать, что баланс этих факторов начнет сдвигаться в положительном направлении во II полугодии, хотя годовой рост ВВП, скорее всего, останется отрицательным и составит от -1.5% до -0.5% по итогам 2016г. В противном случае спад может достичь 3.5%.

Политика Нацбанка по отношению к курсу национальной валюты пока сохраняет черты, оформившиеся в 2015г. НБ РБ продолжает череду разовых девальваций к корзине валют, за каждой из которых следует период, в течение которого курс рубля к корзине остается очень стабильным. Последний эпизод девальвации, близко совпавший по времени с повышением регулируемых цен и тарифов, способствовал существенному ускорению инфляции, годовой показатель которой достиг 12.8% по итогам февраля. Исходя из того, что новый период стабильности национальной валюты, начавшийся в середине февраля, будет сопоставим по продолжительности с аналогичными периодами в 2015г., можно ожидать постепенного замедления роста цен в стране в течение II квартала и стабилизации годового показателя инфляции к середине года на уровнях чуть выше 12%. Его существенное снижение может последовать позднее, уже в 2017г., когда исчезнут статистические эффекты скачка цен в I квартале текущего года.

Риски для инфляционной ситуации и для общей стабильности в экономике связаны с ухудшением платежного баланса, наметившимся в IV квартале 2015г. Девальвация в январе-феврале, скорее всего, будет иметь лишь ограниченный позитивный эффект на внешнюю устойчивость экономики, учитывая остающуюся высокой инфляцию. Принятое Нацбанком в марте решение снизить на 1% до 24% годовую ставку рефинансирования может способствовать росту этих рисков, если будет иметь продолжение на фоне остающегося жестким контроля над обменным курсом. Между тем, строгое соблюдение властями условий программы сотрудничества с Евразийским Фондом Стабилизации и Развития (ЕФСР) должно купировать этот риск. Одновременно, поддержку платежному балансу белорусской экономики должна оказать жесткая бюджетная политика.

В настоящий момент показатели белорусской экономики находятся под влиянием разнонаправленных факторов

В начале года начал вновь углубляться спад в строительстве

Новый виток девальвации белорусского рубля к корзине валют может оказать негативное влияние на потребительскую активность

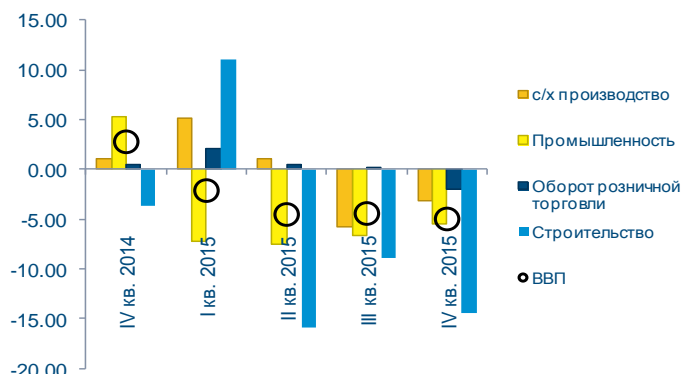
НБ РБ продолжает череду разовых девальваций к корзине валют

Можно ожидать постепенного замедления роста цен в стране в течение II квартала и стабилизации годового показателя инфляции к середине года

Девальвация, проведенная в январе-феврале, скорее всего, будет иметь лишь ограниченный и недолговечный позитивный эффект на внешнюю устойчивость экономики

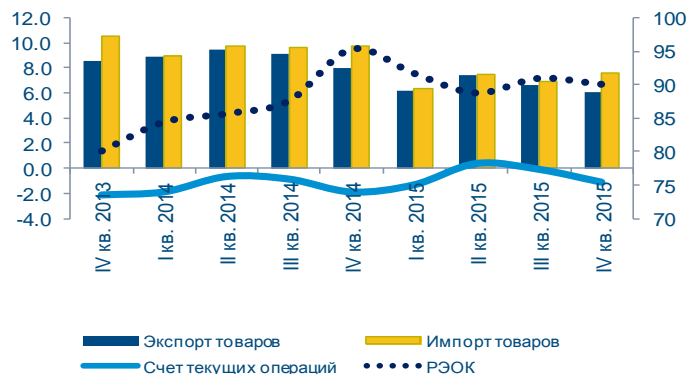
Беларусь

Рисунок 4.1. **ВВП и производство:** изменение ВВП и объемов производства по отраслям (% от предыдущего года)



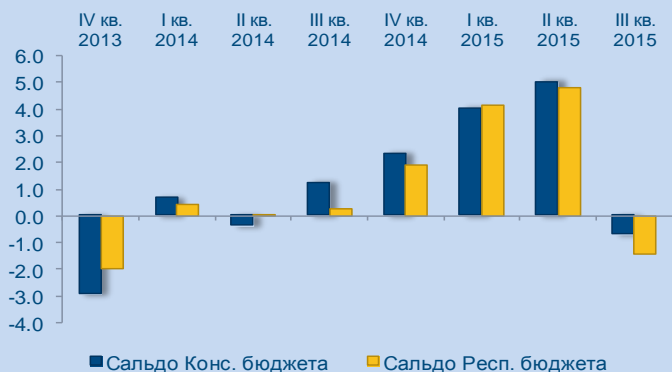
Источник: Национальный статкомитет Беларуси

Рисунок 4.2. **Внешняя торговля:** экспорт, импорт, счет текущих операций (левая шкала, \$ млрд), реальный эффективный обменный курс – РЭОК (правая шкала, индекс – II кв. 2009 = 100)



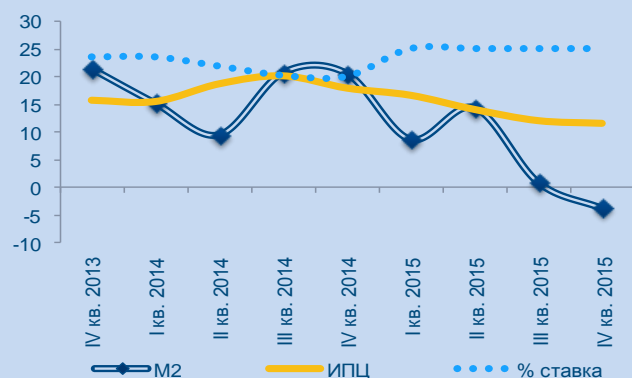
Источник: национальные ведомства, МВФ

Рисунок 4.3. **Государственные финансы:** сальдо республиканского и консолидированного бюджета (% от ВВП)



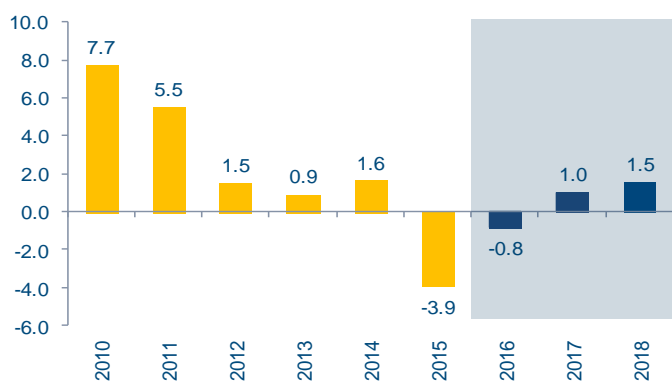
Источник: национальные ведомства

Рисунок 4.4. **Монетарная сфера:** ставка Нацбанка (%), рост ИПЦ и рост денежного агрегата М2 (% к аналогичному периоду предыдущего года)



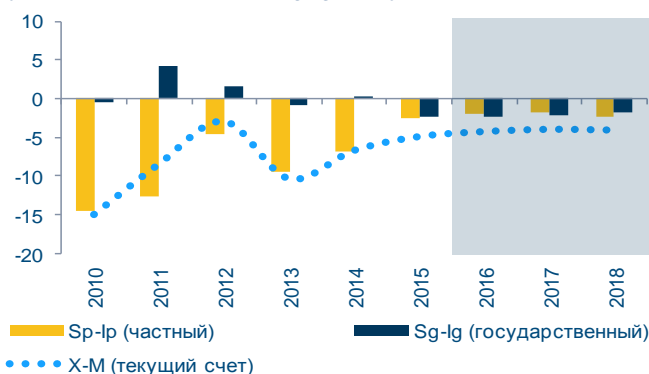
Источник: национальные ведомства

Рисунок 4.5. **Экономический рост:** факт и прогнозы национальных и международных институтов (%)



Источник: статистика и оценки национальных ведомств, ЕАБР, ВБ, ЕБРР, МВФ

Рисунок 4.6. **Сбережения и инвестиции** (% от ВВП): баланс частных инвестиций и сбережений (Sp-Ip), государственный бюджет (Sg-Ig), текущий счет (X-M)



Источник: статистика и оценки национальных ведомств, МВФ и ЕАБР

Тенденции**Казахстан: антикризисные меры и корректировка тенге поддержали экономику, платежный баланс и бюджет**

В IV квартале рост ВВП ускорился, составив 1.7% в годовом выражении и 1.2% по итогам 2015г. На фоне критичного снижения цен на сырьевые продукты и ограниченного внешнего спроса торговых партнеров (ЕАЭС, Китай, Европа) сохранение позитивного роста можно отнести на счет двух факторов: антикризисные меры государства, финансируемые за счет госбюджета, средств крупных госкорпораций, МФО и внешних займов; благоприятный эффект от восстановившейся конкурентоспособности экономики. Эти меры поддержали инвестиционную активность (+3.7% по итогам года) и сдержали ослабление потребительского спроса. В результате рост наблюдался в строительстве (+4.3%), во многих сферах услуг, в некоторых отраслях обрабатывающей промышленности (в том числе в металлургии) и сельском хозяйстве (+4.4%). Рост в этих отраслях компенсировал спад в горнодобывающей отрасли (-2.5%) и замедление в торговле (+0.3%).

В результате усиливающегося на протяжении всего года неблагоприятного внешнего фона и снижения профицита торгового баланса (6.8% ВВП по итогам 2015г. против 19% в среднем за период 2005–2014гг.) счет текущих операций формировался с дефицитом каждый квартал и составил -2.9% ВВП по итогам года после пяти лет профицита. Состояние платежного баланса усугублялось снижением объемов привлекаемых прямых иностранных инвестиций и повышенным внутренним спекулятивным спросом на иностранную валюту на фоне общего обесценения валют развивающихся стран, в том числе российского рубля. В этом сложном контексте платежный баланс находил поддержку со стороны активного использования международных резервов, внешних займов и мер по репатриации средств НФ РК. Тем не менее в августе 2015г. назрела необходимость в корректировке структурных внешних дисбалансов за счет номинального обменного курса.

Состояние государственного и консолидированного бюджетов, ухудшавшееся одновременно с замедлением экономики и снижением внешнего товарооборота, существенно улучшилось в последнем квартале. По итогам 2015г. рост доходов госбюджета составил +4.3% в годовом выражении, что объясняется преимущественно позитивным эффектом корректировки тенге на налоговые отчисления крупных налогоплательщиков, в частности, сырьевых экспортеров. Сдержанный рост расходов (+1.7%) был достигнут благодаря активным мерам по консолидации и оптимизации расходов, не затронувших финансирование антикризисных мер. В результате дефицит госбюджета снизился до 2.2% ВВП (2.9% в 2014г.), а консолидированный бюджет сложился с существенным профицитом, в том числе благодаря увеличению инвестиционных доходов от управления НФ РК.

В контексте сокращения чистого экспорта, сильного давления на тенге и высоких инфляционных ожиданий (инфляция составила 13.6% на конец декабря 2015г.) денежно-кредитная политика сохраняла жесткий характер, особенно проявившийся после перехода на инфляционное таргетирование и резкой корректировки курса тенге, процентные ставки оставались на высоком уровне, кредитование экономики (несмотря на активную поддержку со стороны государства) и денежная масса активно сокращались в течение большей части 2015г. Регулятивные меры позволили снизить долю неработающих кредитов до 8% на конец года.

В IV квартале 2015г. рост ВВП ускорился, составив 1.7% в годовом выражении и 1.2% по итогам 2015г.

Счет текущих операций сформировался с дефицитом в 2.9% ВВП по итогам 2015г.

Дефицит госбюджета снизился до 2.2% ВВП в 2015г. (2.9% в 2014г.), а консолидированный бюджет сложился с профицитом

Инфляция составила 13.6% на конец декабря 2015г.

Перспективы**Казахстан: в краткосрочной перспективе ожидается низкий рост ВВП и высокая инфляция**

По итогам января-февраля 2016г. краткосрочный экономический индикатор сократился на 0.5% в годовом выражении. Сокращение обусловлено усилившимся влиянием негативных внешних факторов, в частности, снижением цены на нефть до \$30 (уровень 2003–2004гг.). Сокращение экспорта составило -42.6% в годовом выражении в январе 2016г., в промышленности сохранился спад (-0.3% за январь-февраль 2016г.) преимущественно в связи со спадом в горнодобывающей отрасли (-0.9%). Сокращение реальных денежных доходов населения (-3.5% в годовом выражении в январе 2016г.) на фоне ускорения инфляции (15.2% в феврале 2016г.) и продолжающееся сокращение кредитования в реальном выражении ослабили потребительскую активность и способствовали укреплению спада в розничной торговле (-4.3%). С ростом в 4.1% инвестиции, стимулируемые государством, сохранили роль основного драйвера (+4.1%) и рост в строительстве составил +3.7%. В обрабатывающей промышленности также сохранился рост (+0.8%).

С учетом ожидаемого сдержанного роста глобальной экономики, чувствительного замедления в Китае и спада в России, снижения цен на нефть и сохранения низких цен на другое экспортируемое сырье, сокращения объемов добычи нефти и газового конденсата (с 79.5 млн тонн в 2015г. до 74 млн тонн согласно прогнозам правительства) на фоне повышенной неопределенности относительно запуска добычи на Кашагане перспективы горнодобывающей промышленности остаются негативными. Внутренний спрос будет дополнительно испытывать негативное воздействие со стороны ограниченного банковского кредитования, высоких процентных ставок и высокой инфляции. Это негативно скажется на сфере услуг и ограничит благоприятный эффект на обрабатывающую промышленность от приобретенной внешней конкурентоспособности. На этом фоне государственная поддержка в рамках антикризисных мер (в частности, меры поддержки банковского сектора, крупных корпораций и МСБ), программ развития (в частности, инфраструктурного и промышленного), институциональных реформ (в том числе по развитию частного сектора и улучшению делового климата), а также использование длинных ресурсов пенсионного фонда, вхождение в ВТО поддержат доходы населения и инвестиционную активность. Строительство, некоторые сферы услуг, в частности государственные, и отдельные отрасли промышленности сохраняют позитивный рост. В целом рост ВВП в 2016г. останется положительным (0.1–0.5%).

Снижение цен на нефть и слабый внешний спрос окажут негативное воздействие на экспортные и фискальные доходы. Несмотря на улучшение внешней конкурентоспособности, сохраняется вероятность формирования дефицита СТО. Проводимая жесткая денежно-кредитная политика (базовая ставка сохраняется на уровне 17%) и сдержанная фискальная политика, нацеленная на сужение дефицита госбюджета до 2% ВВП в 2016г., активная политика по привлечению иностранных инвестиций и улучшению деловой среды, привлечение внешних займов и политика по управлению международными резервами (\$91.3 млрд на конец февраля) будут ограничивать негативное влияние дефицита СТО и сдерживать давление на тенге. Высокие темпы инфляции сохранятся в течение I полугодия 2016г. (15.2% на конец февраля), но во второй половине 2016г. они должны снизиться.

Слабые показатели первых двух месяцев 2016г. обусловлены усилившимся влиянием негативных внешних факторов

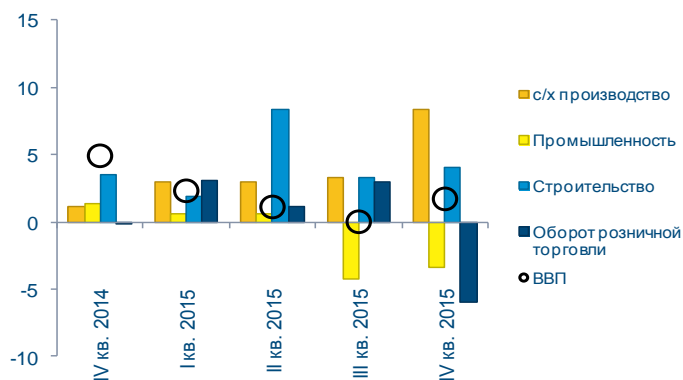
Рост ВВП в 2016г. останется положительным в пределах 0.1–0.5%

Сохраняется вероятность формирования дефицита СТО

Высокие темпы инфляции сохранятся в течение I полугодия 2016г., но во второй половине 2016г. они должны снизиться

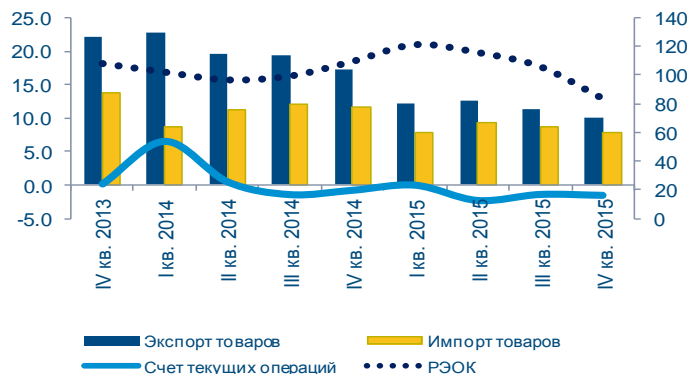
Казахстан

Рисунок 5.1. **ВВП и производство:** изменение ВВП и объемов производства по отраслям (% от предыдущего года)



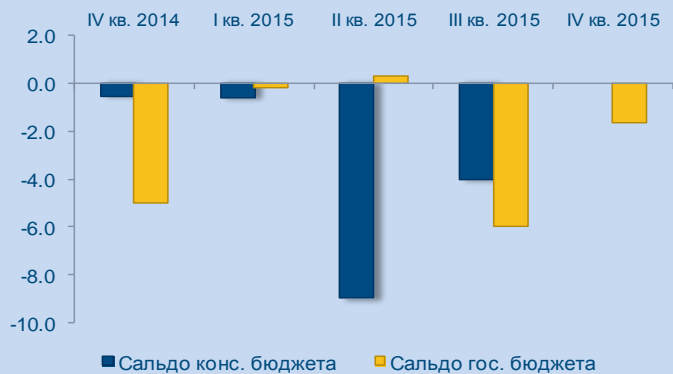
Источник: Агентство по статистике Казахстана

Рисунок 5.2. **Внешняя торговля:** экспорт, импорт, счет текущих операций (левая шкала, \$ млрд), реальный эффективный обменный курс – РЭОК (правая шкала, индекс – II кв. 2009 = 100)



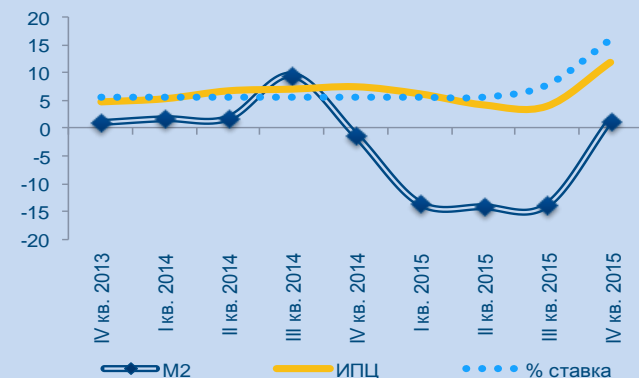
Источник: национальные ведомства, МВФ

Рисунок 5.3. **Государственные финансы:** сальдо консолидированного и государственного бюджета (% от ВВП)



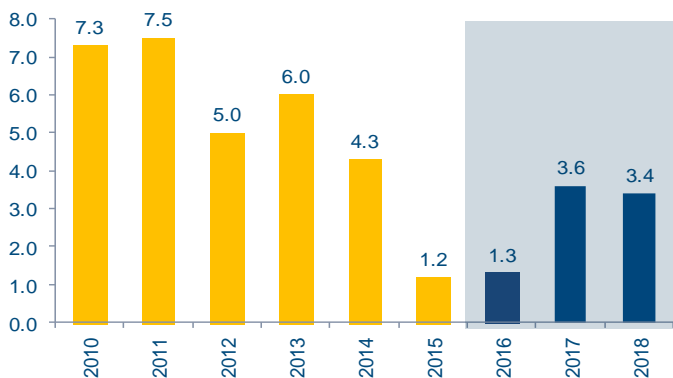
Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР

Рисунок 5.4. **Монетарная сфера:** ставка Нацбанка (%), рост ИПЦ и рост денежного агрегата М2 (% к аналогичному периоду предыдущего года)



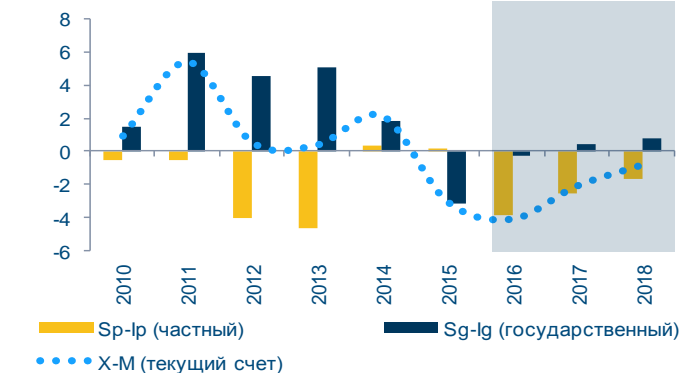
Источник: национальные ведомства

Рисунок 5.5. **Экономический рост:** факт и прогнозы национальных и международных институтов (%)



Источник: статистика и оценки национальных ведомств, ЕАБР, АБР, ВБ, ЕБРР, МВФ

Рисунок 5.6. **Сбережения и инвестиции** (% от ВВП): баланс частных инвестиций и сбережений (Sp-Ip), государственный бюджет (Sg-Ig), текущий счет (X-M)



Источник: статистика и оценки национальных ведомств, МВФ и ЕАБР

Тенденции**Кыргызстан: высокие расходы госбюджета и стабилизация инфляции оказали поддержку экономике**

Темпы экономического роста в 2015г., основную поддержку которым оказали возросшие траты государственного бюджета и замедление инфляции в последнем квартале года, сложились выше прогнозных ожиданий многих экспертов (+3.5%, г/г). В первой половине года рост ВВП стимулировали производство и экспорт золота, тогда как во второй половине стали проявляться признаки кризиса в строительном секторе и замедление в промышленном производстве на фоне сокращения производства драгоценных металлов. Однако резко возросшие государственные расходы на фоне валютных интервенций НБ КР и стабилизация валютного курса в конце года поддержали быстрое восстановление сектора услуг и строительства.

Платежный баланс экономики в прошлом году продолжал находиться преимущественно под влиянием внешних факторов. Ослабление валют основных торговых партнеров по отношению к доллару США сказалось на сокращении объемов международной торговли и поступлении денежных переводов в страну. Дефицит текущего счета по итогам 2015г. составил 14.8% ВВП, что существенно ниже аналогичного показателя (-24.9% ВВП) 2014г. Увеличение притока прямых иностранных инвестиций, а также рост внешних заимствований во второй половине года способствовали финансированию внешнего дефицита. Несмотря на усиление валютных интервенций в конце года на фоне укрепления доллара США и роста волатильности валют стран-партнеров, уровень международных резервов в конце года был эквивалентен 4.9 месяца импорта товаров и услуг.

В IV квартале 2015г., несмотря на стабильное поступление грантовых средств, наблюдалось сокращение налоговых поступлений как в номинальном, так и в реальном выражении. Неналоговые платежи, которые в первой половине года поддержали госбюджет (16.4% ВВП), во второй половине снизились до 5.5% ВВП. На фоне существенно возросших капитальных расходов (14.1% ВВП) дефицит госбюджета за последние три месяца составил 22% ВВП, а в целом за год – 7.7% ВВП. Возросшие после парламентских выборов текущие расходы привели к росту текущего дефицита до уровня 3.6% ВВП.

В прошлом году основной вклад в рост потребительских цен внесли цены на непродовольственные товары и услуги, которые наиболее подвержены влиянию валютных колебаний. Национальный банк (НБ КР) повысил базовую процентную ставку и увеличил степень своего присутствия на валютном рынке. На фоне валютных интервенций Национального банка КР и стабилизации девальвационных ожиданий в экономике инфляционное давление стабилизировалось, 12-месячный показатель инфляции в декабре 2015г. составил 3.4% (по сравнению с 11.6% и 6.4% в январе и сентябре 2015г.), а среднегодовая инфляция сложилась на уровне 6.5%.

На фоне возросшей роли иностранной валюты как средства сбережения рост депозитной базы в течение 2015г. обеспечивался за счет инвалютных вкладов, а кредитование в инвалюте, наоборот, сокращалось как следствие пруденциальных ограничительных мер. Несмотря на повышение доли классифицированных кредитов (7.1%), общие показатели устойчивости банков находились вне критических значений по состоянию на конец 2015г.

За 2015г. рост ВВП составил 3.5%

Во внешнем секторе наблюдалось снижение дефицита счета текущих операций и приток иностранных инвестиций

На фоне существенно возросших капитальных расходов (14.1% ВВП) дефицит госбюджета составил 7.7% ВВП

На фоне постепенной стабилизации девальвационных настроений среднегодовая инфляция в 2015г. сложилась на уровне 6.5%

Перспективы**Кыргызстан: замедление экономики на фоне расширения государственных расходов**

За первые два месяца 2016г. сокращение ВВП (г/г) составило 7.8% по отношению к январю-февралю 2015-го. Основным ухудшающим фактором для экономики стали показатели обрабатывающей промышленности (-44.9%, г/г) и, в частности, производство золота. ВВП без учета золотодобычи сократился на 0.1%. Рост цен в годовом выражении в феврале 2016г. составил 1.3%. Сохранение тенденции замедления в экономике может привести к более умеренным темпам экономического роста в текущем году по сравнению с прошлым. По итогам 2016г. рост ВВП может составить 2–3%. На фоне замедления экономической активности и сохраняющихся высоких государственных расходов периодически можно будет наблюдать рост цен. Однако валютные интервенции и жесткая денежно-кредитная политика в определенной степени компенсируют рост инфляции, которая в среднем может сложиться ниже уровня прошлого года.

В целях сохранения социальной стабильности и устойчивости банковского сектора меры правительства были направлены на дедолларизацию банковских активов и обязательств, а также сохранение стабильности валютного курса. Возобновившиеся валютные интервенции на фоне девальвации валют стран-партнеров в январе 2016г. способствовали уменьшению объемов международных резервов НБ КР. Меры, принимаемые НБ КР по дедолларизации банковского сектора и сохранению его стабильности, оказывают необходимое воздействие – объем кредитов в иностранной валюте неуклонно снижается, а также несколько замедлился темп роста валютных депозитов. Однако данная ситуация вызывает беспокойство с точки зрения риска возможной резкой корректировки валютного курса в последующем с учетом того, что в перспективе присутствуют риски, связанные с усилением волатильности валютных курсов. На фоне девальвации и повышения стоимости внешней задолженности в 2015г. размер общего внешнего долга составил 97.5% ВВП, а государственный внешний долг – 55.2% ВВП (по сравнению с 86% ВВП и 46.7% ВВП в 2014г.).

На фоне принимаемых НБ КР пруденциальных мер темпы роста банковского кредитования демонстрировали небольшой рост. По итогам января 2016г. показатели эффективности банковского сектора находились вне пределов критических значений, однако доля классифицированных займов возросла до 7.9%, а доля кредитов, находящихся под наблюдением, составила 22.2% от общего объема.

Обязательства по текущим расходам государственного бюджета, взятые в прошлом году, предполагают в условиях умеренного роста экономики сохранение их на уровне, превышающем прогнозируемый объем налоговых доходов. Дополнительно, предполагаемый законом о республиканском бюджете на 2016г. уровень капитальных расходов создает условия для существенного роста дефицита государственного бюджета. Несмотря на высокую льготность государственного внешнего долга и доступ к ресурсам международных институтов и соседних экономик, ослабление курса национальной валюты, повышенные обязательства по заработным платам и социальной поддержке на фоне слабых налоговых поступлений скажутся на росте показателей внешней задолженности государства, которые уже в прошлом году приблизились к 60%-ной отметке (в % ВВП).

По итогам 2016г. рост ВВП может составить 2–3%

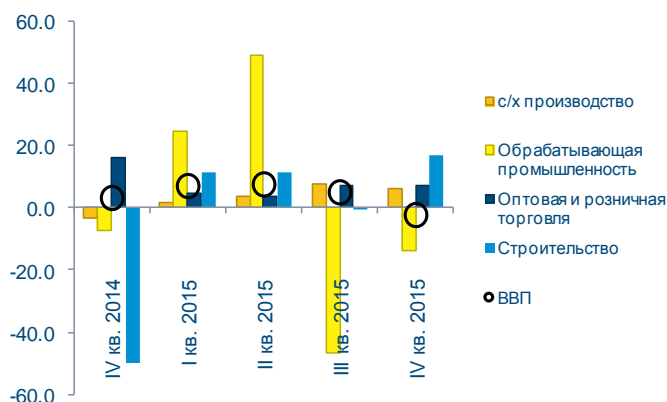
Среднегодовая инфляция в 2016г. может сложиться в диапазоне 5.5–6.5%

Сохранение политики гибкости валютного курса является важным условием для поддержки экономики

Повышенные госрасходы на фоне слабых налоговых поступлений скажутся на росте показателей внешней задолженности государства

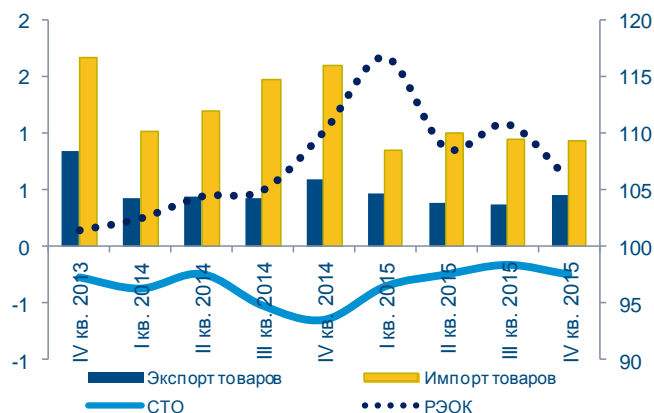
Кыргызстан

Рисунок 6.1. **ВВП и производство:** изменение ВВП и объемов производства по отраслям (% от предыдущего года)



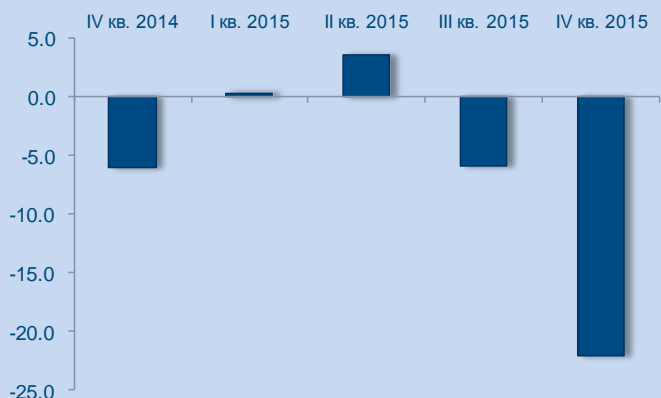
Источник: Национальный статкомитет Кыргызстана

Рисунок 6.2. **Внешняя торговля:** экспорт, импорт, счет текущих операций (левая шкала, \$ млрд), реальный эффективный обменный курс – РЭОК (правая шкала, индекс – II кв. 2009 = 100)



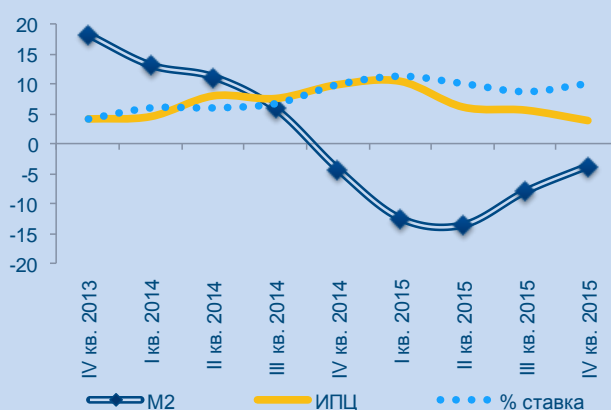
Источник: национальные ведомства

Рисунок 6.3. **Государственные финансы:** сальдо государственного бюджета (% от ВВП)



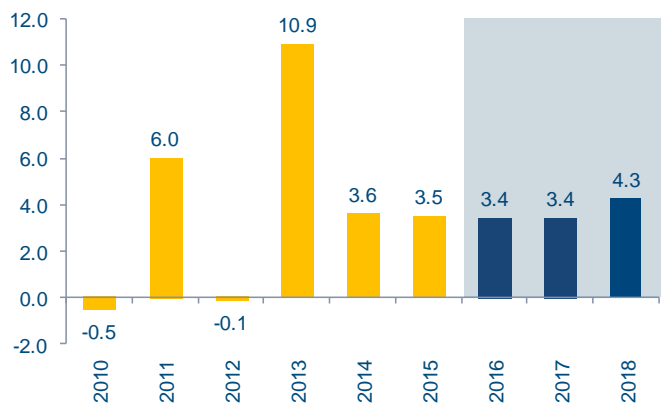
Источник: национальные ведомства

Рисунок 6.4. **Монетарная сфера:** ставка Нацбанка (%), рост ИПЦ и рост денежного агрегата M2 (% к аналогичному периоду предыдущего года)



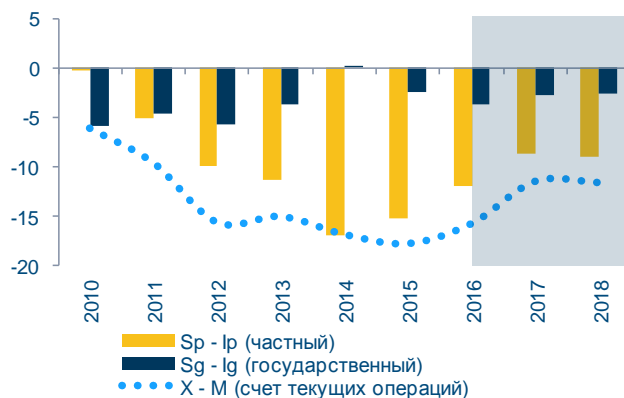
Источник: национальные ведомства

Рисунок 6.5. **Экономический рост:** факт и прогнозы национальных и международных институтов (%)



Источник: статистика и оценки национальных ведомств, ЕАБР, АБР, ВБ, ЕБРР, МВФ

Рисунок 6.6. **Сбережения и инвестиции** (% от ВВП): баланс частных инвестиций и сбережений (Sp-Ip), государственный бюджет (Sg-Ig), текущий счет (X-M)



Источник: статистика и оценки национальных ведомств, МВФ и ЕАБР

Тенденции и перспективы

Молдова: снижение ВВП на фоне плохого урожая, политической нестабильности, кредитного сжатия

По итогам IV квартала на фоне плохого урожая, политической нестабильности внутри страны и неблагоприятной экономической ситуации в регионе ВВП молдавской экономики вновь продемонстрировал негативный годовой рост на уровне -3.7%. Этот показатель остался таким же, каким был в III квартале. Для сравнения, в I и II кварталах экономика демонстрировала годовой рост в размере 4.8% и 2.5% соответственно. По итогам года в целом ВВП снизился по сравнению с 2014г. на 0.5%. С точки зрения производства, основной вклад в экономический спад внесло сельское хозяйство, производство в котором снизилось по итогам 2015г. на 13.4%. Также падение на 3.1% наблюдалось в добывающей промышленности, на 0.9% в торговле, на 0.2% в транспортной отрасли. Обрабатывающая промышленность показала по итогам года рост на 3.6%, строительство на 0.6%.

В течение IV квартала инфляция постепенно замедлялась после импульса, приданного ей ранее ростом цен на продовольствие (в связи с плохим урожаем), повышением регулируемых тарифов (прежде всего на электричество и газ) и девальвацией национальной валюты (лея). Месячный рост ИПЦ снизился с 1.8% в октябре до 0.8% в декабре. Годовой показатель инфляции продолжил медленно расти, достигнув на конец года 13.6%. Улучшению инфляционной ситуации и относительной стабильности лея в IV квартале способствовало ужесточение денежной политики, предпринятое Национальным Банком (НБМ) ранее в течение года. В IV квартале НБМ сохранял свои процентные ставки на достигнутых уровнях. Международные резервы НБМ не менялись значительно, оставаясь на уровне \$1.75–1.77 млрд (в начале года имело место их снижение в связи с интервенциями, предпринимавшимися НБМ с целью поддержки лея).

Ситуация в области государственных финансов ухудшилась ограниченным образом: дефицит консолидированного бюджета вырос до 2.2% ВВП в 2015г. с 1.7% ВВП в 2014г.

Снижение спроса на товары молдавского экспорта в условиях ухудшения экономической ситуации в регионе и отмены режима наибольшего благоприятствования в торговле с Россией, падение сельскохозяйственного производства в связи с погодными условиями, а также снижение цен на сельскохозяйственную продукцию способствовали снижению доходов страны от экспорта товаров до \$2 млрд по итогам 2015г. с \$2.3 млрд в 2014г. Между тем ослабление лея в 2015г. способствовало опережающему снижению импорта, благодаря которому баланс внешней торговли товарами улучшился по итогам 2015г., сложившись с дефицитом в размере \$2 млрд после \$3 млрд в 2014г. В то же время совокупный внешний долг страны приблизился к 100% ВВП (96% по итогам III квартала 2015г.), в основном в связи со снижением долларовой величины ВВП в результате девальвации.

Годовой показатель роста банковского кредитования вернулся в положительную область, составив 0.8% по итогам декабря (еще в октябре он опускался до -12%). Это улучшение объясняется снизившейся базой сравнения: на помесечной основе кредитование экономики продолжило сокращаться в условиях жесткой денежной политики Нацбанка, стагнации в экономике и проблемной ситуации в банковском секторе, пережившем масштабный кризис в конце 2014г.

ВВП молдавской экономики вновь продемонстрировал негативный годовой рост

Основной вклад в экономический спад внесло сельское хозяйство

Инфляция постепенно замедлялась после импульса, приданного ей ранее ростом цен на продовольствие

Улучшению инфляционной ситуации способствовало ужесточение денежной политики

Дефицит консолидированного бюджета вырос до 2.2% ВВП

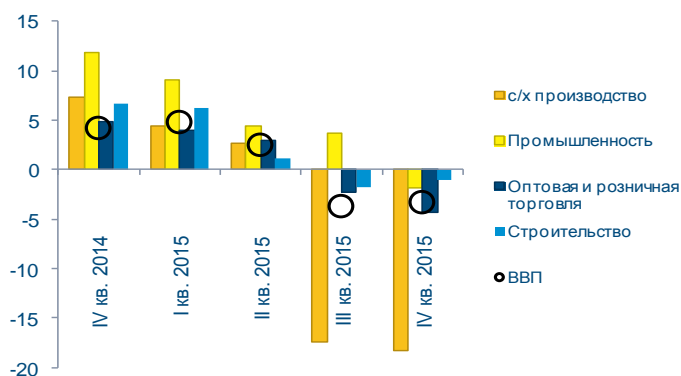
Ослабление лея в 2015г. способствовало опережающему снижению импорта

Совокупный внешний долг страны приблизился к 100% ВВП

Годовой показатель роста банковского кредитования вернулся в положительную область

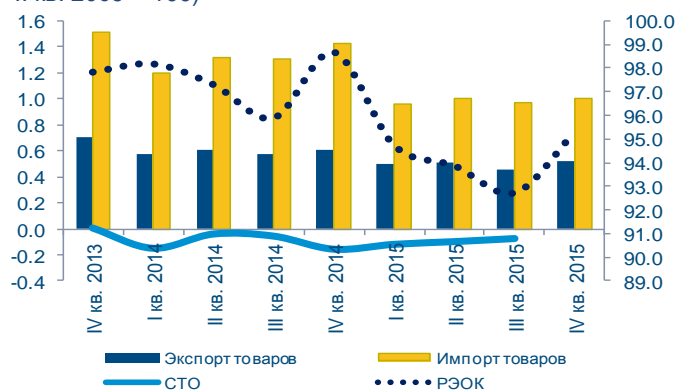
Молдова

Рисунок 7.1. **ВВП и производство:** изменение ВВП и объемов производства по отраслям (% от предыдущего года)



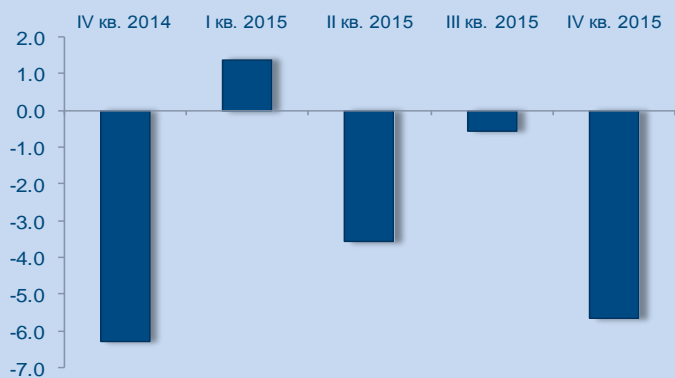
Источник: Национальное бюро статистики Молдовы

Рисунок 7.2. **Внешняя торговля:** экспорт, импорт, счет текущих операций (левая шкала, \$ млрд), реальный эффективный обменный курс – РЭОК (правая шкала, индекс – II кв. 2009 = 100)



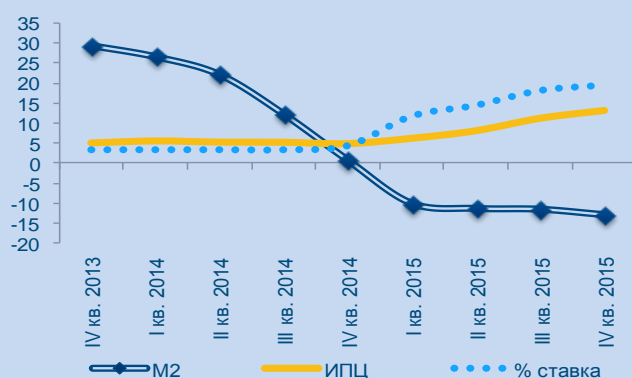
Источник: национальные ведомства

Рисунок 7.3. **Государственные финансы:** сальдо государственного бюджета (% от ВВП)



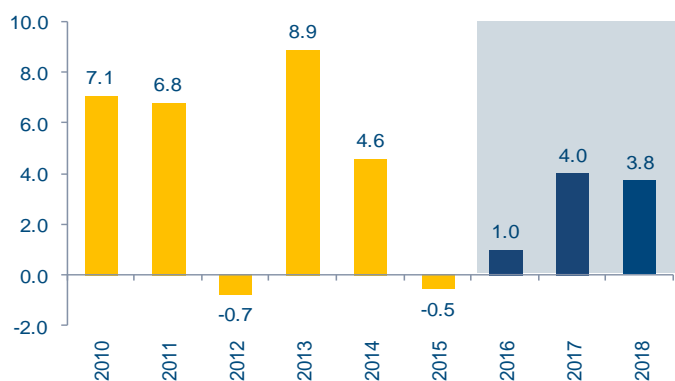
Источник: национальные ведомства

Рисунок 7.4. **Монетарная сфера:** ставка Нацбанка (%), рост ИПЦ и рост денежного агрегата М2 (% к аналогичному периоду предыдущего года)



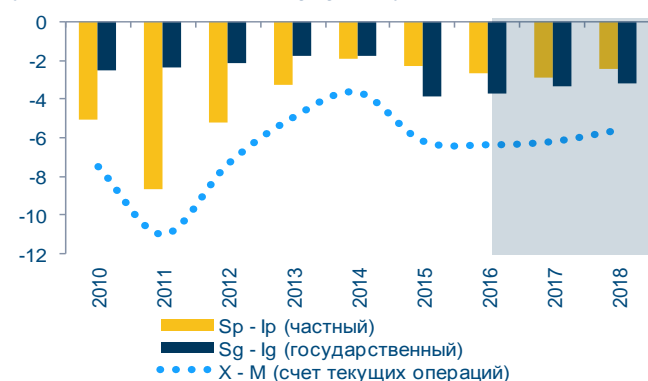
Источник: национальные ведомства

Рисунок 7.5. **Экономический рост:** факт и прогнозы национальных и международных институтов (%)



Источник: статистика и оценки национальных ведомств, ВБ, ЕБРР, МВФ

Рисунок 7.6. **Сбережения и инвестиции** (% от ВВП): баланс частных инвестиций и сбережений (Sp-Ip), государственный бюджет (Sg-Ig), текущий счет (X-M)



Источник: статистика, оценки национальных ведомств, МВФ

Тенденции

Россия: стагнация экономической активности, умеренное ускорение роста цен под влиянием девальвации рубля

В IV квартале 2015г. ВВП страны не продемонстрировал какой-либо значимой динамики помимо сугубо сезонной – в экономике продолжилась стагнация, установившаяся после существенного падения активности в первой половине года. В этих условиях эффект снижающейся базы сравнения обеспечил уменьшение глубины годовых показателей спада. Как результат по итогам 2015г. снижение ВВП по сравнению с 2014г. составило 3.7%. Оценка Минэкономики указывает на то, что в IV квартале этот показатель был равен 3.6%, оказавшись меньше, чем во II и III кварталах (4.6% и 4.1% соответственно). С отраслевой точки зрения, по итогам года продемонстрировали значительный спад обрабатывающая промышленность, торговля и строительство (снижение на 5.5%, 10.1% и 7.5% соответственно), а рост – сельское хозяйство, добывающая промышленность и здравоохранение (3.5%, 1.1% и 0.3%).

В результате ослабления национальной валюты, которое имело место осенью-зимой на фоне падения цен на нефть, несколько ускорился рост цен в экономике: показатель роста ИПЦ за месяц повысился с 0.4% в августе до 0.8% в декабре. Несмотря на это ускорение, эффект базы сравнения (сильное ускорение инфляции имело место в конце 2014г.) способствовал тому, что годовой рост ИПЦ снизился до 12.9% по итогам декабря. Для сравнения, этот показатель составлял 15.8% в августе и 15.7% в сентябре. Тем не менее слишком высокие, с точки зрения целей Банка России (ЦБ РФ), месячные темпы инфляции заставили центральный банк воздержаться от ослабления денежной политики, сохраняя процентную ставку на уровне 11% (она не менялась с августа). Денежные агрегаты продолжали расти стабильными темпами, их годовой рост повысился, отразив исчерпание статистических эффектов торможения в 2014г. (связанного с усилиями ЦБ РФ по поддержке курса рубля). Так, годовой рост M2 повысился до 11.5% с 7.5% в сентябре.

Согласно предварительной оценке, профицит СТО вырос в IV квартале до \$13 млрд в рамках сезонности. Его величина относительно ВВП (3.2%) оказалась немного меньше, чем годом ранее (3.4%), впервые в 2015г. Этот факт может быть связан с тем, что предварительная оценка преувеличивает номинальный размер ВВП в IV квартале, или с тем, что период чрезмерной консолидации платежного баланса (снижение цен на нефть должно вести к снижению профицита СТО после переходного периода) подошел к концу. Чистый вывоз капитала частным сектором вновь стал положительным после перерыва в III квартале, составив \$9.2 млрд (2.2% ВВП). Тем не менее резервные активы продолжили расти, увеличившись на 3.8 млрд (0.9% ВВП).

Дефициты федерального и консолидированного бюджетов составили, соответственно, 2.4% и 3.5% ВВП. Первый из этих показателей оказался ниже прогнозов, делавшихся в течение года большинством экспертов. Размеры Резервного Фонда и Фонда Национального Благосостояния составили 4.6% и 6.6% ВВП (6.2% и 5.5% годом ранее).

Показатели роста кредитования снизились к концу года, оставшись положительными: требования банков к другим секторам экономики выросли на 5.5% по итогам декабря. Коэффициент адекватности капитала немного снизился по сравнению с концом III квартала (до 12.7% с 13%), доля проблемных активов выросла до 8.3% с 8.2%.

В IV квартале 2015г. ВВП страны не продемонстрировал какой-либо значимой динамики помимо сугубо сезонной

Продemonстрировали значительный спад обрабатывающая промышленность, торговля и строительство

В результате ослабления национальной валюты несколько ускорился рост цен в экономике

Слишком высокие темпы инфляции заставили ЦБ РФ воздержаться от ослабления денежной политики

Профицит СТО вырос в IV квартале до \$13 млрд в рамках сезонности

Резервные активы продолжили расти

Дефицит федерального и консолидированного бюджетов составил, соответственно, 2.4% и 3.5% ВВП

Показатели роста кредитования снизились к концу года

Перспективы
Россия: замедление инфляции, возобновление роста ВВП в течение года

Доступные к настоящему моменту данные за прошедшую часть 2016г. указывают на то, что падение цен на нефть, продолжавшееся с середины прошлого по январь текущего года, не оказало драматического влияния на активность в экономике, хотя и воспрепятствовало возобновлению ее роста. В этих условиях эффект снижающейся базы сравнения обеспечивает уменьшение показателей падения производства и торговли по сравнению с теми же периодами 2015г. В случае, если наметившаяся в феврале-марте стабилизация на рынках сырья окажется устойчивой, масштабы годового снижения ВВП могут стать близкими к нулю к середине года. В то же время итоги 2016г. в целом будут зависеть от того, когда именно начнется восстановление экономической активности в стране. В настоящий момент можно ожидать, что рост ВВП за 2016г. будет находиться в диапазоне от -0.5 до 0.5%.

Годовой показатель инфляции (рост ИПЦ по сравнению с тем же месяцем предыдущего года) резко снизился в начале 2016г., достигнув 8.1% по итогам февраля. Для сравнения, он был равен 15% еще в ноябре. Между тем месячный рост ИПЦ начал демонстрировать признаки возвращения к уровням, совместимым с планами ЦБ РФ (меньше 0.5% в месяц), только в марте. По всей видимости, эффекты девальвации рубля во II полугодии 2015г. и январе 2016г. будут окончательно исчерпаны в течение II квартала, что позволит Банку России возобновить серию снижений процентной ставки, которые окажут существенный положительный эффект на рост ВВП во второй половине года. Что касается годового показателя инфляции, то он стабилизируется на уровне 7–8% начиная с апреля, когда прекратят действовать статистические эффекты, связанные со скачком цен в начале 2015г. Этот показатель может вновь начать снижаться осенью, оказавшись ниже 7% к концу года, особенно если ситуация на рынках сырья будет способствовать укреплению национальной валюты.

Итоги первых двух месяцев 2016г. в отношении исполнения государственного бюджета можно назвать позитивными: федеральный бюджет за январь-февраль 2016г. был исполнен с дефицитом на уровне 111.7 млрд рублей (0.9% ВВП). Исходя из обычной сезонности, такой показатель может указывать на небольшой (в пределах 1% ВВП) дефицит по итогам года, однако смещение сезонности, прежде всего связанное с откладыванием финансирования расходов в условиях нестабильной экономической ситуации, может означать, что в действительности бюджет федерального правительства будет исполнен с более значительным дефицитом. На итоги исполнения бюджета в этом году может сильно повлиять финансирование или отказ от финансирования тех или иных намеченных властями антикризисных мер.

Относительно платежного баланса можно ожидать, что профицит СТО несколько снизится по сравнению со своим уровнем в 2015г. (5% ВВП) и будет находиться в районе 3–4% ВВП. Этому будет способствовать снижение оттока капитала из страны в условиях значительно более низких, чем в 2015г., платежей по внешнему долгу, приходящихся на текущий год.

Падение цен на нефть воспрепятствовало возобновлению роста экономики

Масштабы годового снижения ВВП могут стать близкими к нулю к середине года

Годовой показатель инфляции резко снизился в начале 2016г.

Эффекты девальвации рубля во II полугодии 2015г. и январе 2016г. будут окончательно исчерпаны в течение II квартала

Показатель может вновь начать снижаться осенью

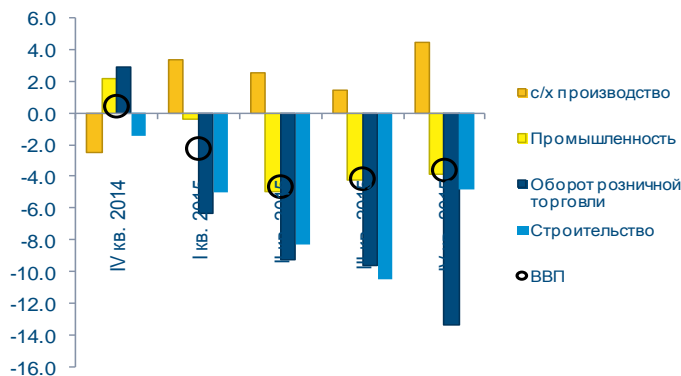
Итоги первых двух месяцев 2016г. в отношении исполнения государственного бюджета можно назвать позитивными

На итоги исполнения бюджета в 2016г. может сильно повлиять финансирование антикризисных мер

Профицит СТО несколько снизится по сравнению со своим уровнем в 2015г.

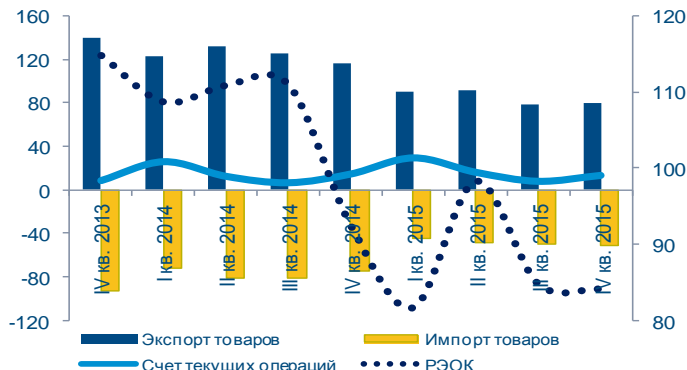
Россия

Рисунок 8.1. **ВВП и производство**: изменение ВВП и объемов производства по отраслям (% от предыдущего года)



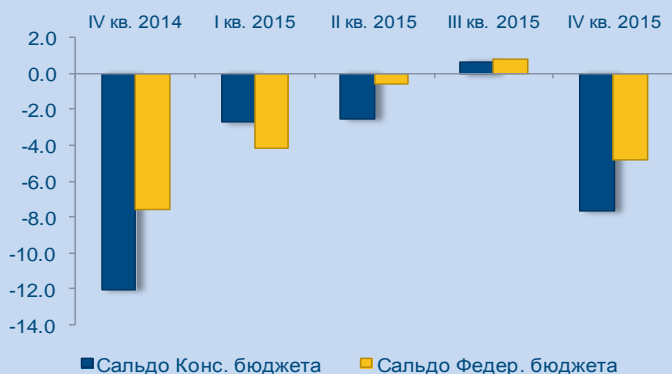
Источник: Федеральная служба статистики России

Рисунок 8.2. **Внешняя торговля**: экспорт, импорт, счет текущих операций (левая шкала, \$ млрд), реальный эффективный обменный курс – РЭОК (правая шкала, индекс – II кв. 2009 = 100)



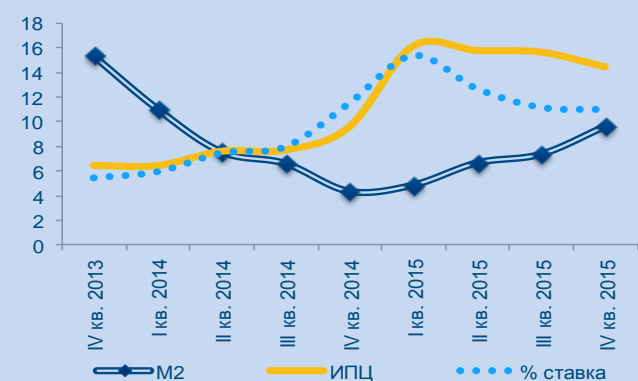
Источник: национальные ведомства

Рисунок 8.3. **Государственные финансы**: сальдо консолидированного и федерального бюджета (% от ВВП)



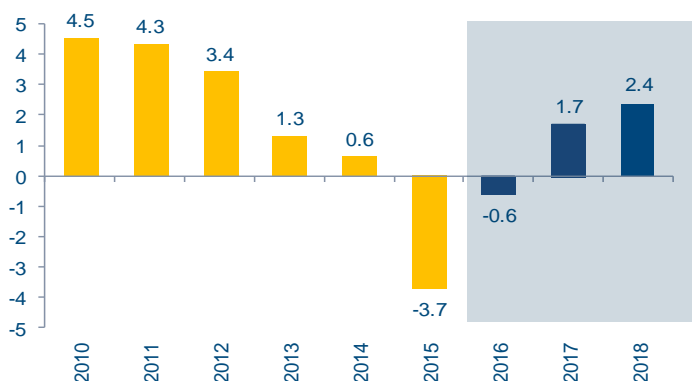
Источник: национальные ведомства

Рисунок 8.4. **Монетарная сфера**: ставка Центробанка (%), рост ИПЦ и рост денежного агрегата M2 (% к аналогичному периоду предыдущего года)



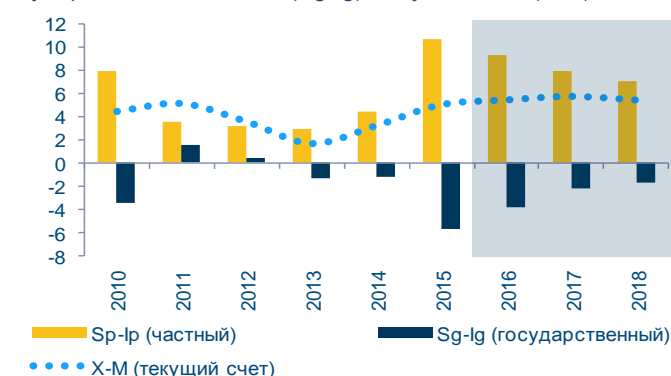
Источник: национальные ведомства, статистика МВФ (IFS)

Рисунок 8.5. **Экономический рост**: факт и прогнозы национальных и международных институтов (%)



Источник: статистика и оценки национальных ведомств, ЕАБР, ВБ, ЕБРР, МВФ

Рисунок 8.6. **Сбережения и инвестиции** (% от ВВП): баланс частных инвестиций и сбережений (Sp-Ip), государственный бюджет (Sg-Ig), текущий счет (X-M)



Источник: статистика и оценки национальных ведомств, МВФ и ЕАБР

Тенденции

Таджикистан: замедление в непроизводственной сфере экономики и высокие темпы роста в промышленности и строительстве

В прошлом году рост экономики составил 6%, заняв среднее значение между ожиданиями международных и национальных ведомств. Существенную поддержку экономике оказало промышленное производство, в частности, отрасли добычи и производства металлов (+31.5%, г/г) и минеральных изделий (+38.1%, г/г). Дополнительную поддержку росту ВВП, кроме традиционно высокого вклада сельского хозяйства, оказали строительные проекты государства в инфраструктуру, коммуникации, производство и передачу электроэнергии. В то же время на фоне существенного падения объемов поступающих денежных переводов (по данным Банка России, объем чистых денежных переводов из России в Таджикистан за 2015г. оказался на 68.6% меньше показателя 2014-го) сектора платных услуг (-7.1% по сравнению с +1% в 2014г.) и розничной торговли (+5.5% по сравнению с 6.5% в 2014г.) демонстрировали замедление, которое особенно сильно проявилось во второй половине года.

Снижение поступлений денежных переводов создало давление на валютный курс: курс сомони к доллару США ослаб как в реальном (-4.6%), так и в номинальном (-20%) выражении. На фоне существенных колебаний валютного курса и слабого внутреннего и внешнего спроса во внешней торговле наблюдалось заметное уменьшение дефицита (-32.4% ВВП по сравнению с -36.4% ВВП в предыдущем году), что связано со сравнительно небольшим сокращением экспорта (в частности, экспорт минеральных продуктов уменьшился на 10.1%, а недргоценных металлов и изделий из них – на 4.5%) и значительным снижением импорта (из наиболее крупных групп товаров импорт нефтепродуктов и транспортных средств сократился на 31.9% и 54.2% соответственно).

Показатель государственного бюджета без учета программы госинвестиций в 2015г. был исполнен с профицитом в 0.8% ВВП, а показатель за IV квартал – с дефицитом в 2.7% ВВП. Несмотря на сокращение объемов поступлений доходов от внешнеэкономических операций, приток неналоговых и прочих доходов позволил увеличить общие доходы госбюджета до 33.2% ВВП. Из расходных статей госбюджета, помимо текущих расходов, госинвестиции в энергетику и транспорт, связанные с развитием внутреннего энергетического потенциала и расширением транспортных коммуникаций, остаются в числе наиболее приоритетных как на текущий, так и на следующий годы.

Инфляция, снизившись до 5% к середине года, оставалась на этом уровне до декабря 2015г., чему в определенной степени способствовали снижение цен на продовольствие и нефтепродукты на мировых рынках, а также валютные интервенции Национального банка (НБТ). На фоне валютных колебаний и роста девальвационных ожиданий ускорился рост цен и темп долларизации депозитной базы коммерческих банков. На этом фоне коммерческие банки замедлили темпы кредитования как в национальной, так и в иностранной валюте: с учетом изменений валютного курса спрос на кредиты снизился на 1.7% (г/г) в декабре 2015г. При этом статистика демонстрирует существенное ухудшение качества кредитного портфеля коммерческих банков: доля классифицированных ссуд к общему объему на конец декабря 2015г. достигла 37.8% по сравнению с 22.6% в начале года.

За 2015г. рост ВВП составил 6%

Во внешнем секторе наблюдалось снижение внешнеторгового дефицита и сокращение денежных переводов

Сальдо госбюджета в 2015г. сложилось с профицитом на уровне 0.8% ВВП

К декабрю 2015г. годовая инфляция составила 5.1%

Индикаторы качества активов банковской системы ухудшаются

Перспективы**Таджикистан: замедление роста ВВП на фоне проблем с качеством активов в банковской системе**

Экономические прогнозы правительства и международных организаций в течение последних трех лет расходятся: в то время как международные организации на фоне разрастания кризисных явлений снижают свои прогнозные показатели, официальные прогнозы правительства страны стабильно остаются на высоком уровне. Так, прогноз правительства по росту экономики на 2016г. остается на уровне 7%, тогда как средний прогноз международных организаций составил 4.4%. Согласно текущему прогнозу ЕАБР, ожидается, что по итогам 2016г. рост ВВП может замедлиться до 4–5%. Статистические показатели первых двух месяцев текущего года свидетельствуют о продолжающемся замедлении в экономике. На фоне сокращения притока денежных переводов в страну продолжается спад в секторе услуг, а темпы оборота объемов розничной торговли замедляются. Промышленное производство в горнодобывающей и металлургической отраслях, а также государственные капитальные инвестиции остаются основными драйверами экономики.

Показатели внешней торговли за январь-февраль 2016г. указывают на небольшой рост дефицита внешней торговли на фоне более низких объемов экспорта металлов, которые формируют основной приток экспортной выручки Таджикистана. В то же время импортные поставки ввиду слабого внутреннего потребительского спроса по-прежнему снижаются. На фоне продолжающегося сокращения объемов международной торговли и замедления в экономике в январе 2016г. поступления в государственный бюджет составили 87.7% от плана. В случае продления такой тенденции можно будет ожидать дальнейший рост внешней задолженности государства, которая в конце прошлого года достигла 28% ВВП.

Официальный валютный курс сомони по отношению к доллару США резко снизился в начале года, несмотря на предпринятые в прошлом году Национальным банком меры по усилению контроля за валютными операциями. В конце февраля курс составил 7.66 сомони (на 19.5% ниже показателя конца 2015г.), тем самым приблизившись к своему рыночному значению. Годовое значение инфляции к февралю 2016г. ускорилось до 6.4% (с 5.1% в декабре 2015-го), а годовой рост денежной массы составил 15.4% (по сравнению с 12.2% в декабре 2015г.). На этом фоне Национальный банк (НБТ) принял решение о повышении с марта 2016г. ставки рефинансирования на 1 процентный пункт до 9%. Несмотря на ужесточение денежной политики, до конца года инфляция может продолжить ускорение вследствие ослабления валютного курса на фоне волатильной внешнеэкономической ситуации и сохранения достаточно быстрого роста денежного предложения.

Существенная доля классифицированных займов в банковской системе, а также сохранение достаточно быстрых темпов роста просроченной задолженности по ссудам как в национальной, так и в иностранной валюте (за январь-февраль 2016г. просроченная задолженность выросла на 20.5%) свидетельствуют о растущих проблемах в банковской системе и необходимости усиления пруденциального надзора. Концентрация проблемных займов в крупных и системно значимых банках делает банковскую систему Таджикистана особенно подверженной влиянию кредитных и рыночных рисков.

По итогам 2016г. рост ВВП может замедлиться до 4–5 %

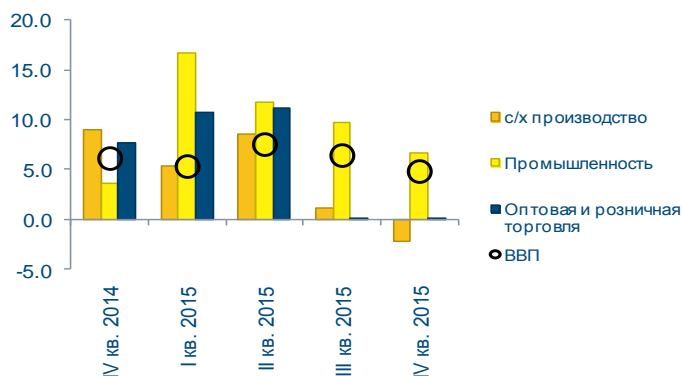
Снижение объемов международной торговли и слабые поступления в госбюджет

Инфляция ускорилась до 6.4% на фоне ослабления валютного курса

Существенная доля проблемных займов свидетельствует о растущих проблемах в банковской системе

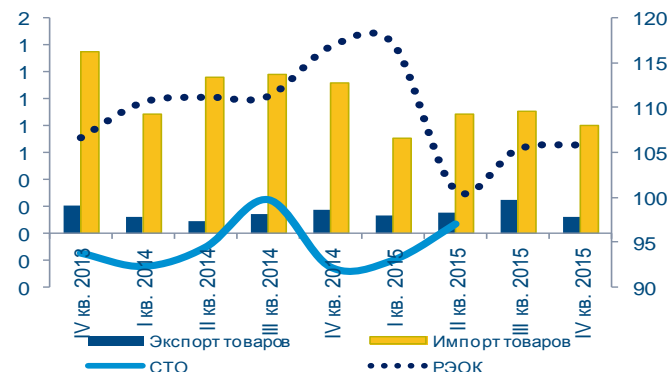
Таджикистан

Рисунок 9.1. **ВВП и производство**: изменение ВВП и объемов производства по отраслям (% от предыдущего года)



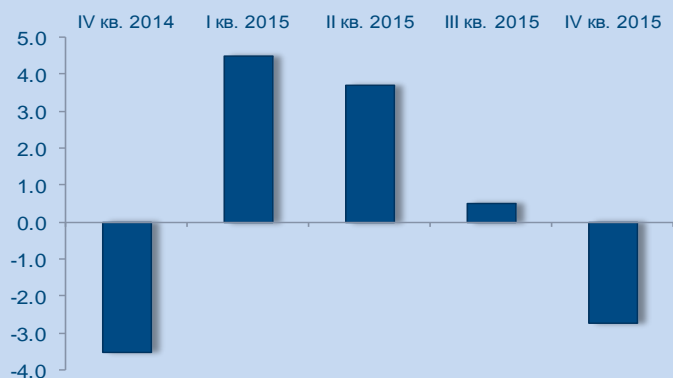
Источник: Агентство по статистике Таджикистана

Рисунок 9.2. **Внешняя торговля**: экспорт, импорт, счет текущих операций (левая шкала, \$ млрд), реальный эффективный обменный курс – РЭОК (правая шкала, индекс – II кв. 2009 = 100)



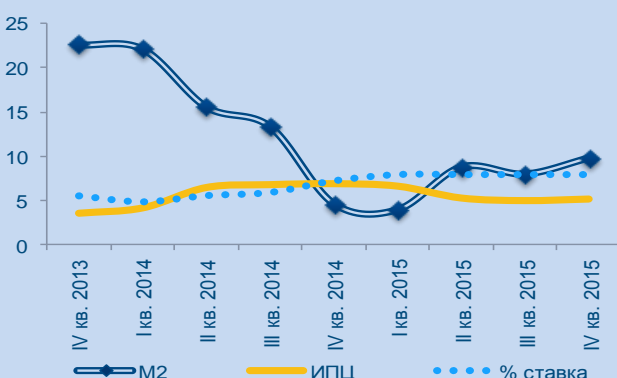
Источник: национальные ведомства

Рисунок 9.3. **Государственные финансы**: сальдо государственного бюджета (% от ВВП)



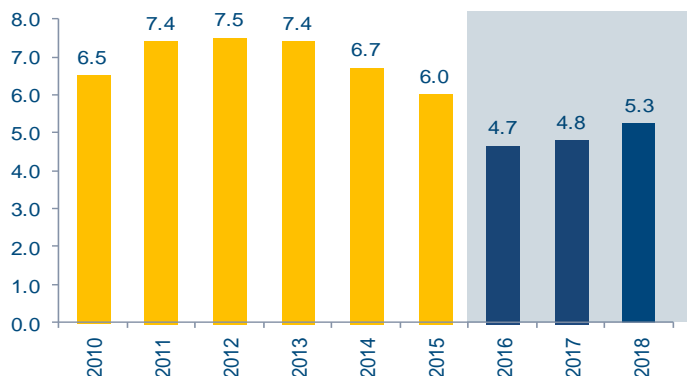
Источник: национальные ведомства

Рисунок 9.4. **Монетарная сфера**: ставка Нацбанка (%), рост ИПЦ и рост денежного агрегата М2 (% к аналогичному периоду предыдущего года)



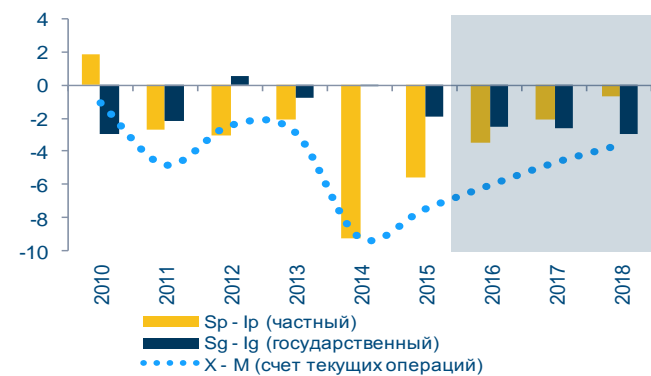
Источник: национальные ведомства, статистика МВФ (IFS)

Рисунок 9.5. **Экономический рост**: факт и прогнозы национальных и международных институтов (%)



Источник: статистика и оценки национальных ведомств, ЕАБР, АБР, ВБ, ЕБРР, МВФ

Рисунок 9.6. **Сбережения и инвестиции** (% от ВВП): баланс частных инвестиций и сбережений (Sp-Ip), государственный бюджет (Sg-Ig), текущий счет (X-M)



Источник: статистика и оценки национальных ведомств, МВФ и ЕАБР

Тенденции**Туркменистан и Узбекистан: сохранение высоких темпов роста ВВП и сбалансированности госфинансов на фоне сокращения внешнеторгового оборота и инфляции**

В 2015г. экономики Туркменистана и Узбекистана были подвержены негативному воздействию ухудшающегося внешнего фона. Усиливающиеся к концу года витки снижения мировых цен на сырье (энергоресурсы, металлы, хлопок и т.д.), ухудшающиеся показатели ключевых торговых партнеров (Россия, Китай, Европа), сложная геополитическая обстановка оказали прямое негативное воздействие на объемы экспортных и фискальных поступлений. В результате динамика ключевых отраслей промышленности стала замедляться в обеих странах, что было компенсировано сохранением высоких темпов роста в других отраслях промышленности, получивших стимул со стороны государства. В результате рост в промышленности составил 4.8% и 8% в годовом выражении соответственно для Туркменистана и Узбекистана.

В течение периода страны активно использовали доходы от экспорта энергоресурсов (48% госдоходов в Туркменистане) для стимулирования как капитальных инвестиций (7.8% и 9.6% соответственно для Туркменистана и Узбекистана) в рамках промышленных политик (расширение маршрутов экспорта энергоресурсов, диверсификация экспорта, локализация производства и импортозамещение) и программ развития инфраструктуры, так и внутреннего потребления в рамках социальной политики, нацеленной на создание рабочих мест и повышение доходов населения (9.6% в Узбекистане, несмотря на сокращение денежных переводов). Высокие темпы роста сохранялись в строительстве (17.8% в Узбекистане), в торговле (18.2% и 15.1% соответственно для Туркменистана и Узбекистана), в сельском хозяйстве (6.8% в Узбекистане). Темпы роста ВВП составили по итогам года 6.5% и 8% в годовом выражении соответственно для Туркменистана и Узбекистана.

С учетом критического ухудшения условий торговли в течение года (сокращение индекса на нефть составило -47% в годовом выражении, на природный газ -28%; на золото -8.3%; на хлопок -15%), повышенного давления на номинальный обменный курс национальных валют в результате обесценения валют торговых партнеров внешнеторговый оборот сократился в Туркменистане (-28%) и Узбекистане. В условиях активного стимулирования внутреннего спроса, поддерживающего импорт (в частности оборудования), основной причиной сокращения внешнеторгового оборота выступает экспорт (-38% для Туркменистана и для Узбекистана), несмотря на активную политику импортозамещения и диверсификацию экспорта. Тем не менее обе страны должны были сохранить профицит внешней торговли и располагают большими объемами международных резервов в качестве подушки безопасности.

Высокие темпы роста ВВП, рост доходов населения, расширение налогооблагаемой базы, использование средств резервных фондов, обесценение валют и консолидация госрасходов способствовали сохранению сбалансированности госфинансов, несмотря на сокращающийся внешнеторговый оборот и снижение налоговой нагрузки (в Узбекистане). В Туркменистане по итогам 2015г. рост доходов составил 0.5% при сокращении расходов на 10%. В Узбекистане госбюджет был исполнен с профицитом в 0.1% ВВП. Под воздействием негативных эффектов девальвации сума и маната, а также снижения субсидий на некоторые продукты инфляция ускорилась в течение года.

Туркменистан и Узбекистан были подвержены негативному воздействию ухудшающегося внешнего фона

Темпы роста ВВП составили по итогам года 6.5% и 8% в годовом выражении соответственно для Туркменистана и Узбекистана

Туркменистан и Узбекистан должны были сохранить профицит внешней торговли

Туркменистан и Узбекистан сохранили сбалансированность госфинансов

Тенденции и перспективы

Украина: возобновление роста ВВП в условиях снижения интенсивности внутреннего вооруженного конфликта

По итогам IV квартала 2015г. показатель годового роста ВВП вновь улучшился, составив -1.4%. Для сравнения, он составлял -17.2%, -14.6% и -7.2% в I, II и III кварталах. Основным фактором его улучшения стала снижающаяся база сравнения, но возобновившийся поквартальный рост экономики (с учетом сезонности) также внес свой вклад, составив 1.5% после 0.5% в III квартале. Очевидно, что экономическая активность начала восстанавливаться в условиях снижения интенсивности внутреннего вооруженного конфликта в стране. Тем не менее по итогам 2015г. снижение ВВП составило 9.9%, промышленного производства – 13%, производства в сельском хозяйстве – 4.8%, розничных продаж – 20.7%, работ в строительстве – 12.3%.

Темпы роста цен остались умеренными в течение IV квартала 2015г. По итогам этого периода рост ИПЦ составил 0.5% за месяц, а показатель годового роста ИПЦ уменьшился с 51.9% в сентябре до 43.3% в декабре. Его высокий уровень отражает, прежде всего, скачок цен, имевший место в начале года. Снижению инфляции продолжила способствовать относительная стабильность национальной валюты (в терминах номинального эффективного обменного курса гривна подешевела на 2.7% в среднем по итогам IV квартала). Между тем Национальный Банк (НБУ) заметно ослабил денежную политику с конца сентября, когда ставка рефинансирования Нацбанка была снижена с 27% до 22% годовых. Как результат в IV квартале имел место ощутимый рост денежных агрегатов. В частности, денежная масса M2 увеличилась на 4% по сравнению с тем же месяцем прошлого года по итогам декабря. Аналогичный показатель за сентябрь был равен -5.6%. Ближе к концу года начал слабеть контроль НБУ над курсом национальной валюты: гривна подешевела с 21.5 до 23.9 гривен за доллар США за IV квартал и далее до 27 на конец февраля.

Консолидированный бюджет страны был исполнен с дефицитом в размере 1.6% ВВП по итогам 2015г. на фоне опережающего роста расходов в заключительные месяцы года. Таким образом, властям не удалось повторить результат 2014г., когда консолидированный бюджет страны был сведен с профицитом.

Положительный сдвиг в состоянии платежного баланса, наблюдавшийся в I–III кварталах, сохранился в последние месяцы года. Несмотря на то, что по итогам IV квартала сальдо СТО в рамках сезонной динамики переместилось в отрицательную область, составив -\$283 млн, этот показатель оказался намного лучше, чем в IV квартале 2014г., когда он был равен -\$1410 млн. По итогам 2015г. СТО сложился с дефицитом в размере \$176 млн после \$4596 млн годом ранее. В условиях снижения контроля за курсом валюты международные резервы НБУ умеренным образом выросли, составив \$13.3 млрд (\$12.8 млрд на конец сентября). Валовой внешний долг снизился за IV квартал с \$125.1 до \$118.7 млрд (вырос со 130.7% до 131.4% ВВП) на фоне выплаты своих обязательств государством, банками и нефинансовыми корпорациями в этот период. Между тем в конце 2015г. и текущем году ряд факторов – неопределенное положение действующего правительства, де-факто пауза в программе сотрудничества с МВФ и отсутствие соглашения относительно долга в размере \$3 млрд перед Российской Федерацией – обозначился как риски, угрожающие устойчивости достигнутого прогресса в области восстановления внешней устойчивости украинской экономики.

По итогам IV квартала 2015г. показатель годового роста ВВП вновь улучшился

Экономическая активность начала восстанавливаться в условиях снижения интенсивности внутреннего вооруженного конфликта

Темпы роста цен остались умеренными в течение IV квартала 2015г.

Снижению инфляции продолжила способствовать относительная стабильность национальной валюты

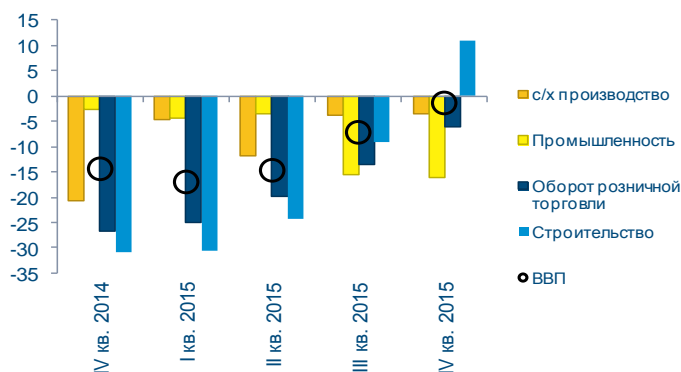
Консолидированный бюджет страны был исполнен с дефицитом

Положительный сдвиг в состоянии платежного баланса, наблюдавшийся в I–III кварталах, сохранился в последние месяцы года

Валовой внешний долг снизился за IV квартал на фоне выплаты обязательств государством, банками и корпорациями в этот период

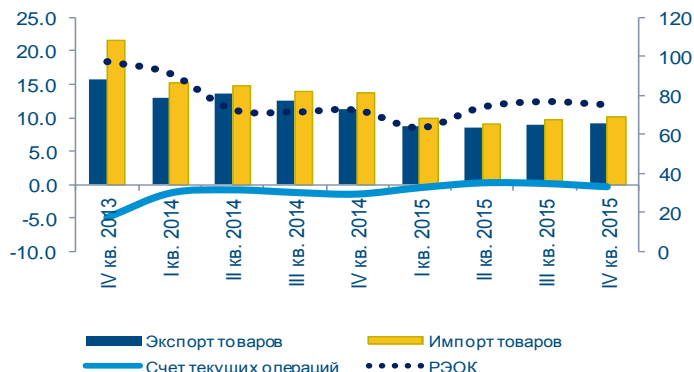
Украина

Рисунок 12.1. **ВВП и производство:** изменение ВВП и объемов производства по отраслям (% от предыдущего года)



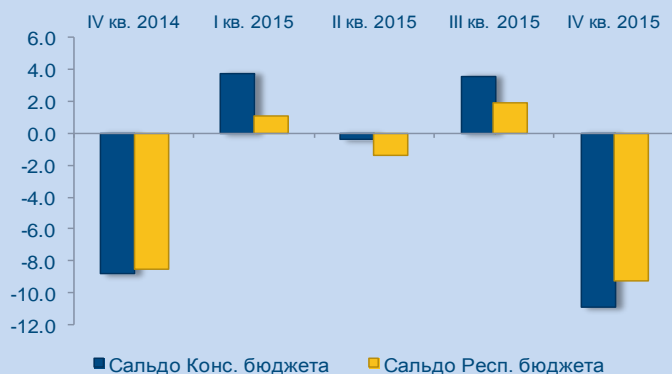
Источник: Государственная служба статистики Украины

Рисунок 12.2. **Внешняя торговля:** экспорт, импорт, счет текущих операций (левая шкала, \$ млрд), реальный эффективный обменный курс – РЭОК (правая шкала, индекс – II кв. 2009 = 100)



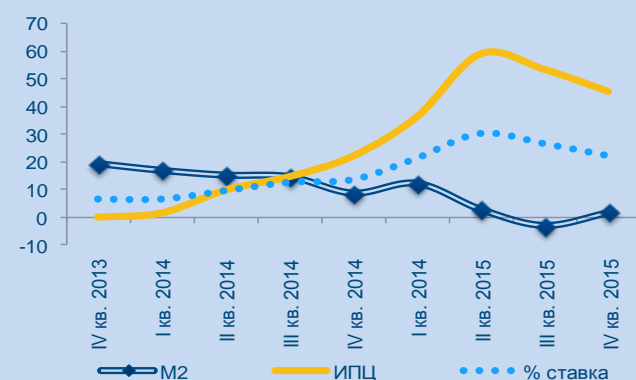
Источник: национальные ведомства

Рисунок 12.3. **Государственные финансы:** сальдо государственного бюджета (% от ВВП)



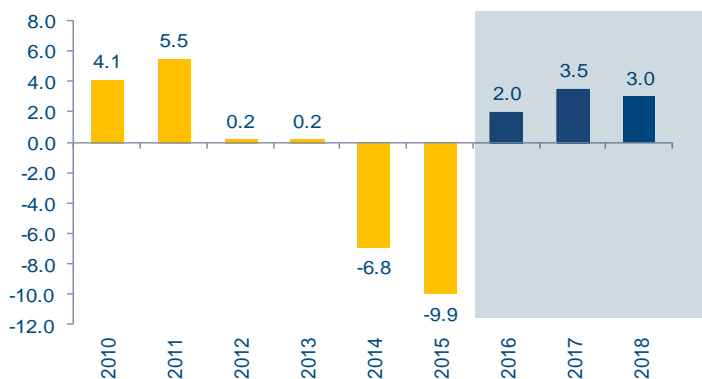
Источник: национальные ведомства

Рисунок 12.4. **Монетарная сфера:** ставка Нацбанка (%), рост ИПЦ и рост денежного агрегата М2 (% к аналогичному периоду предыдущего года)



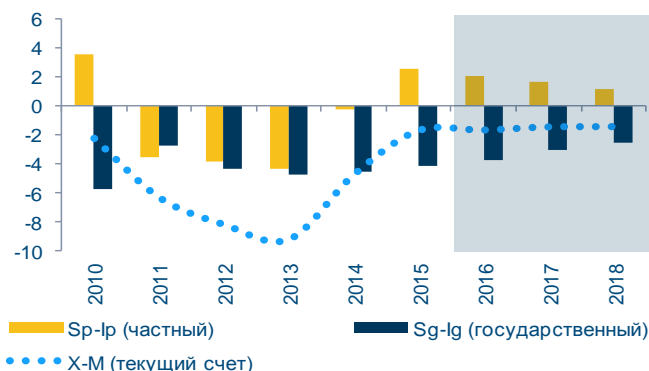
Источник: национальные ведомства

Рисунок 12.5. **Экономический рост:** факт и прогнозы национальных и международных институтов (%)



Источник: статистика и оценки национальных ведомств, АБР, ВБ, ЕБРР, МВФ

Рисунок 12.6. **Сбережения и инвестиции** (% от ВВП): баланс частных инвестиций и сбережений (Sp-Ip), государственный бюджет (Sg-Ig), текущий счет (X-M)



Источник: статистика и оценки МВФ