

ЕФСР
ЕВРАЗИЙСКИЙ ФОНД
СТАБИЛИЗАЦИИ И РАЗВИТИЯ

РЕГИОНАЛЬНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР

2024 ОСЕНЬ



Документ является квартальным изданием Евразийского фонда стабилизации и развития и содержит анализ основных макроэкономических показателей, а также прогноз макроэкономических параметров в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

Документ публикуется в электронной версии на официальном сайте Евразийского фонда стабилизации и развития на русском и английском языках.

Электронная версия доступна по адресу

efsd.org/research/regional-economic-outlook/

Для цитирования: Региональный экономический обзор ЕФСР 2024 № 3(3). Москва: Евразийский фонд стабилизации и развития.

Ключевые слова: экономический рост, макроэкономический прогноз, ВВП, инфляция, валютный курс, платежный баланс, денежно-кредитная политика, фискальная политика, процентная ставка, безработица, инвестиции, потребительский спрос.

JEL: E17, E20, E27, E30, E40, E50, F15, N60, O10.

Данный обзор подготовлен командой ЕФСР под общим руководством Главного экономиста **Сергея Улатова**. Подготовкой доклада руководила **Марина Гричик**.

Авторы разделов: **Марина Гричик, Тарас Цукарев, Кирилл Лемба** — разделы по внешнему сектору, Российской Федерации, Республике Казахстан, **Лиана Арутюнян** — раздел по Республике Армения, **Евгений Жевнов, Дмитрий Кудряшов** — раздел по Кыргызской Республике, **Ольга Емельянова** — раздел по Республике Таджикистан. **Кирилл Лемба** — долговая устойчивость в Республике Армения и Республике Таджикистан, **Дмитрий Талтаев** — долговая устойчивость в Кыргызской Республике.

Контент-редакторы — **Марина Гричик, Тарас Цукарев, Кирилл Лемба**.

Выпускающий редактор — **Ольга Захарова**.

Выражаем благодарность **Тиграну Костаняну, Александру Янушкевичу** и **Наталье Писаревой** за предоставленные рекомендации по доработке обзора.

ПРИМЕЧАНИЕ:

Дата отсечения данных — 15.09.2024.

Выводы и интерпретация фактов в публикации необязательно отражают официальную позицию Экспертного совета ЕФСР, Совета ЕФСР или государств — учредителей ЕФСР.

Перепечатка текста в некоммерческих целях, целиком или по частям, включая крупные фрагменты, и размещение текста на внешних электронных ресурсах разрешены при обязательной ссылке на оригинальный текст.

Комментарии, предложения и замечания к настоящему документу вы можете направить по адресу info@efsd.org.

СОДЕРЖАНИЕ

Список сокращений	2
Вступительное слово Главного экономиста	4
Внешний сектор.....	6
Россия	14
Казахстан	26
Армения	38
Кыргызстан	50
Таджикистан	62
Риски и неопределенности базового прогноза.....	72

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

Армстат	Статистический комитет Республики Армения
БНС АСПР РК	Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан
ВВП	валовой внутренний продукт
ВМР	валовые международные резервы
ГЦБ	государственные ценные бумаги
ГЭС	гидроэлектростанция
ЕАЭС	Евразийский экономический союз
ЕС	Европейский союз
ЕЦБ	Европейский центральный банк
ИБК	индикатор бизнес-климата
ИПЦ	индекс потребительских цен
ИЦП	индекс цен производителей промышленной продукции
МВФ	Международный валютный фонд
Минфин	Министерство финансов
МОТ	Международная организация труда
МЭА	Международное энергетическое агентство
Нацфонд	Национальный фонд Республики Казахстан
НБКР	Национальный банк Кыргызской Республики
НБРК	Национальный банк Республики Казахстан
НБТ	Национальный банк Республики Таджикистан
НДФЛ	налог на доходы физических лиц
НДС	налог на добавленную стоимость
НСК КР	Национальный статистический комитет Кыргызской Республики
ОПЕК	Организация стран — экспортеров нефти
ПИИ	прямые иностранные инвестиции
РВСП	расчетная величина стандартного риска
РЭОК	реальный эффективный обменный курс
СКВ	свободно конвертируемая валюта
СНГ	Содружество Независимых Государств
СТО	счет текущих операций платежного баланса
США	Соединенные Штаты Америки
Таджстат	Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан

ФАО	Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН
ФЛ	физическое лицо
ФНБ	Фонд национального благосостояния России
ФРС	Федеральная резервная система США
ФТС России	Федеральная таможенная служба России
ЦБ РА	Центральный банк Республики Армения
ЧИА	чистые иностранные активы
ШДМ	широкая денежная масса
ЮЛ	юридическое лицо
BEA	Bureau of Economic Analysis
BLS	Bureau of Labor Statistics
Eurostat	European Statistical Office
EONIA	Euro Overnight Index Average
LCR	Liquidity Coverage Ratio
NBS	National Bureau of Statistics of China
NPL	Non-performing Loan
NSFR	Net Stable Funding Ratio
SA	Seasonal Adjustment
SAAR	Seasonally Adjusted Annual Rate
PCE	Personal Consumption Expenditures
% г/г	годовой темп прироста
г/г	год к году
б/с	баррель в сутки
доллар	доллар США
долл./барр.	долларов США за баррель нефти
долл./т	долларов США за тонну
долл./унцию	долларов США за унцию
кв/кв	квартал к кварталу
млн	миллион
млрд	миллиард
п. п.	процентный пункт
трлн	триллион
тыс.	тысяча

ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

Уважаемые коллеги,

В первой половине 2024 года рост экономической активности сохранился на достаточно высоком уровне во всех государствах — участниках ЕФСР. Рост российской экономики демонстрирует устойчиво высокие темпы, несмотря на ужесточение денежно-кредитной политики, создавая благоприятные условия в регионе для увеличения внешней торговли, инвестиционной активности и денежных переводов. В этих условиях, а также на фоне благоприятной внешней конъюнктуры, в ряде государств — участников ЕФСР мы наблюдали ускорение экономической активности. При этом мы начинаем наблюдать постепенное сокращение положительного вклада в рост эффектов, связанных с конъюнктурными факторами на российском рынке. В частности, это уже привело к замедлению экономической активности в Армении до 6,5%.

Бюджетная политика продолжает играть важную роль в большинстве государств — участников ЕФСР в стимулировании потребительской и инвестиционной активности, которые остаются ключевыми драйверами роста. Кроме того, при сохранении относительно жестких монетарных условий в странах-участницах, внутренний спрос продолжает поддерживаться высокими темпами роста кредитования. В России и Казахстане быстрый рост кредитования, наряду с существенным фискальным импульсом, приводит к сохранению повышенного инфляционного давления, что требует более длительного сохранения ключевых ставок на высоком уровне. В то же время в малых экономиках ЕФСР инфляция находится вблизи целевых уровней, в том числе благодаря мерам административного характера. В большинстве стран показатели платежного баланса улучшились, что обусловило относительно стабильные обменные курсы национальных валют. При этом мы наблюдаем, что статистика платежного баланса в некоторых странах не полностью отражает товарные и финансовые потоки, что затрудняет анализ внешнеэкономической устойчивости и динамики валютного курса.

Учитывая фактические данные по экономической активности в первом полугодии 2024 года и ожидаемые изменения в глобальной и региональной конъюнктуре, мы незначительно пересмотрели нашу оценку экономического роста в 2024 году: в ряде стран — в сторону повышения (Кыргызстан, Россия, Таджикистан), в ряде — в сторону уменьшения (Армения, Казахстан). При этом в 2025–2027 годах прогнозируемые темпы роста экономик практически не изменились — во всех странах они замедлятся до своих потенциальных значений. В целом вызовы для экономической политики, о которых мы говорили в летнем выпуске РЭО, сохраняются. В России и Казахстане — это обеспечение сбалансированности макроэкономического управления в условиях сложного выбора между высокими темпами экономического роста и риском формирования дисбалансов, связанных с перегревом экономики, включая сохранение инфляционного давления и структурных ограничений на

рынке труда. Для малых экономик ЕФСР основной вызов — это негативные эффекты, обусловленные переориентацией торговых и финансовых потоков в условиях адаптации экономических процессов в России к санкционным ограничениям.

Несмотря на некоторое снижение уровня неопределенности в отношении среднесрочных перспектив глобальной и региональной экономики в течение первого полугодия 2024 года, остаются существенные макроэкономические, финансовые и геополитические риски как в глобальной экономике, так и в регионе операций ЕФСР. Риск резкого ослабления внешнего спроса представляет ключевую угрозу для достижения темпов роста в экономиках государств — участников Фонда в рамках базового прогноза. Со стороны глобальной экономики основные опасения связаны с возможным резким замедлением или стагнацией экономической активности в ключевых экономиках мира (США, Китае и Европе). Дополнительным риском для экономического роста всех экономик региона является более существенное замедление экономики России и адаптация экономических процессов в России к санкционным ограничениям. При этом риски замедления глобального спроса уже транслируются в высокую волатильность цен на основные ресурсные товары и создают риски более глубокого падения цен на товарных рынках и энергоресурсы в ближайшей перспективе, это, в свою очередь, создает вызовы для экономической политики ряда государств — участников ЕФСР с точки зрения поддержания внешнеэкономической, бюджетной и ценовой стабильности.

В целом в рамках нашего базового прогноза, который мы характеризуем как умеренно-оптимистичный, экономическая политика во всех странах будет направлена на поддержание макроэкономической сбалансированности и нормализацию денежно-кредитной политики. Тем не менее, несмотря на то что внешнеэкономические позиции стран — получателей ЕФСР остаются довольно стабильными в среднесрочной перспективе, по нашим оценкам, возникают риски формирования разрывов в финансировании бюджетов и платежных балансов. Это представляет дополнительный вызов для властей указанных стран по поддержанию макроэкономической и финансовой стабильности.



Сергей Улатов
Главный экономист
Евразийского фонда стабилизации и развития

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

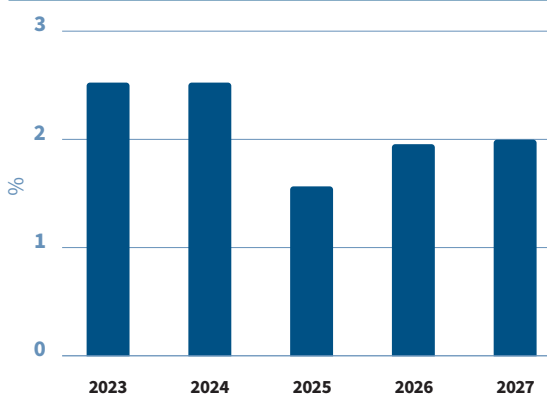
Во II квартале 2024 года мировая экономика продемонстрировала уверенные темпы роста, в том числе благодаря сохранению положительной динамики деловой активности в ведущих экономиках. При этом наблюдалось некоторое ухудшение показателей деловой конъюнктуры: значение глобального сводного индекса деловой активности S&P Global в июле опустилось до 52,5 против достигнутого в мае максимума на уровне 53,7 за счет ухудшения в сфере промышленности при сохранении показателя в сфере услуг. Индекс отпускных цен, отражающий тренды потребительских цен, снизился до наименьшего с октября 2020 года уровня, что указывает на возможное снижение инфляции в ближайшие месяцы.

США

Рост реального ВВП ускорился до 2,8% кв/кв SAAR во II квартале 2024 года с 1,4% в I квартале благодаря уверенному росту внутреннего спроса. Суммарный вклад расходов на личное потребление (1,6 п. п.), бизнес- и жилищных инвестиций, несмотря на небольшое сокращение последних (0,7 и (-0,05) п. п. соответственно), составил 2,2 п. п. к общему приросту реального ВВП. Положительный вклад в расширение экономики также внесли государственные расходы и инвестиции (0,5 п. п.), рост которых в значительной степени был связан с увеличением инвестиций в национальную оборону со стороны федерального правительства, а также изменением запасов частного сектора (0,8 п. п.). Чистый экспорт оказал негативное влияние на

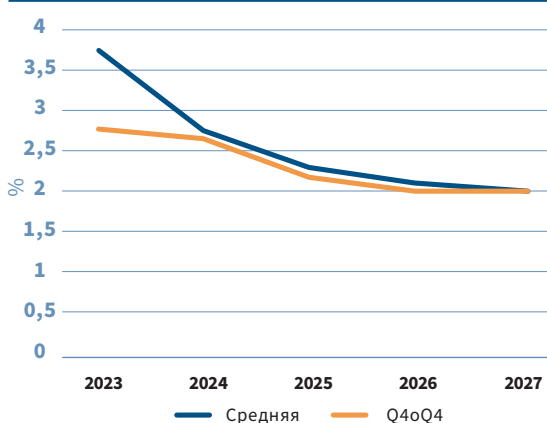
Рисунок 1 (А, В, С). Ключевые макроэкономические показатели США

А. Прирост ВВП



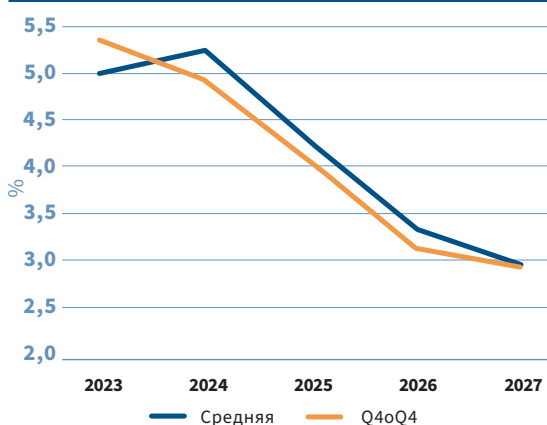
Источник: BEA, расчеты авторов.

В. Инфляция (PCE)



Источник: BLS, расчеты авторов.

С. Ставка ФРС



Источник: ФРС, расчеты авторов.

ВВП (-0,7 п. п.) на фоне роста импорта и расширения торгового дефицита до двухлетнего максимума.

Напряжение на рынке труда сохраняется, при этом разрыв между спросом и предложением рабочей силы сокращается. Спрос на труд ослаб во II квартале. В мае количество свободных вакансий сократилось до трехлетнего минимума — их соотношение к числу безработных снизилось до 1,22, что близко к допандемийному максимуму в 1,24. Количество новых вакансий на рынке труда оставалось во II квартале на относительно высоких уровнях (в среднем 177 тыс. рабочих мест в месяц), но существенно ниже уровней I квартала (267 тыс. рабочих мест в месяц). В этих условиях с марта по июнь уровень безработицы повысился на 0,3 п. п., до 4,1%, впервые с ноября 2021 года превысив отметку 4%. При этом, по оценкам властей, такой уровень все еще ниже нейтрального (нециклического) уровня безработицы.

Во втором полугодии 2024 года мы ожидаем продолжение замедления экономического роста, поквартальная динамика начнет восстанавливаться только в начале 2025 года. Драйвером роста останется внутренний спрос, поддерживаемый фискальным импульсом. В 2024 году прирост ВВП сложится на уровне прошлого года — 2,5%, годовой прирост в 2025 году замедлится до 1,7% при постепенном ускорении квартальных темпов прироста, а в 2027 году вернется к сбалансированному росту в 2% (Рисунок 1А).

Инфляция приближается к целевым значениям, однако некоторые составляющие продолжают оказывать повышенное инфляционное давление. В июле 2024 года уровень инфляции в годовом выражении снизился до 2,9%, базовой — 3,2%, что соответствует

наименьшим показателям с 2021 года. Месячная сезонно скорректированная инфляция в мае–июле также снизилась по сравнению с началом года. В июле прирост цен составил 0,2% м/м SA, что является незначительным увеличением по сравнению с нетипично низким значением июня (-0,01%). Основной вклад в прирост цен потребительской корзины внес рост цен на аренду жилья, в то время как рост цен по большинству позиций корзины замедлился. По нашим оценкам, в текущем году среднегодовая инфляция снизится до 2,6% с последующим постепенным замедлением до 2% в 2026 году (Рисунок 1В).

Несмотря на относительно благоприятную экономическую динамику и конъюнктуру, которые позволили ФРС в сентябре приступить к снижению процентной ставки, остаются вызовы для достижения сбалансированной денежно-кредитной политики. В течение 2025 года перед регулятором сохранится задача удерживать баланс между предотвращением чрезмерного замедления экономического роста и достижением цели по снижению инфляции. В нашем базовом сценарии мы ожидаем, что к концу 2024 года ФРС снизит ставку до уровня 4,75–5,0%, а к концу 2025 года она опустится до 3,75–4,0%. (Рисунок 1С).

ЕВРОЗОНА

Экономика еврозоны увеличилась на 0,3% во II квартале (кв/кв), сохранив темпы прироста на уровне I квартала, преимущественно за счет роста сферы услуг. При этом динамика ВВП по странам оказалась неоднородной. В Германии экономика сократилась на 0,1% во II квартале по сравнению с I кварталом, тогда как во Франции экономика выросла на 0,3%, в том числе благодаря подготовке к Олимпиаде. Значительный рост был отмечен в Польше (1,5%), Ирландии

(1,2%) и Нидерландах (1%). Основным драйвером роста еврозоны во II квартале оставалась сфера услуг, тогда как в промышленности спад усилился: падение составило 3,9% г/г в июне по сравнению со снижением на 1,2% в марте. Больше всего сократился выпуск энергоемких инвестиционных товаров (-7,9% г/г в июне). Среди крупных экономик блока самый большой спад промышленного производства наблюдался в Нидерландах (-3,3%), Германии (-4,1%) и Австрии (-4,4%)¹. Несмотря на рецессию в промышленности, уровень безработицы в еврозоне в июле вновь достиг исторически низкого значения в 6,4% после небольшого подъема до 6,5% в июне.

В среднесрочной перспективе ожидается, что экономический рост может сдерживаться жесткой фискальной политикой в регионе. В то же время меры поддержки по стимулированию частных инвестиций в Германии, заложенные в бюджет на 2025 год², могут ускорить рост ее экономики. По итогам 2024 года прогнозируется прирост реального ВВП еврозоны на 0,8% (см. Рисунок 2А). В период 2025–2027 годов ожидается закрытие отрицательного разрыва выпуска, а рост будет находиться около потенциального уровня в 1,5%.

Инфляция в еврозоне демонстрирует признаки замедления после длительного периода стабильных цен. По предварительным данным, в августе

¹ Сайт статистической службы Европейского союза. Объемы промышленного производства снизились на 0,1% в еврозоне и остались без изменений в ЕС. Доступно на: <https://ec.europa.eu/eurostat/en/web/products-euro-indicators/w/4-14082024-bp> (на английском языке).

² Сайт Федерального правительства Германии. Правительство ФРГ приняло проект бюджета на 2025 год и программу развития. Доступно на: <https://www.bundesregierung.de/breg-en/news/2025-budget-growth-initiative-2299754> (на английском языке).

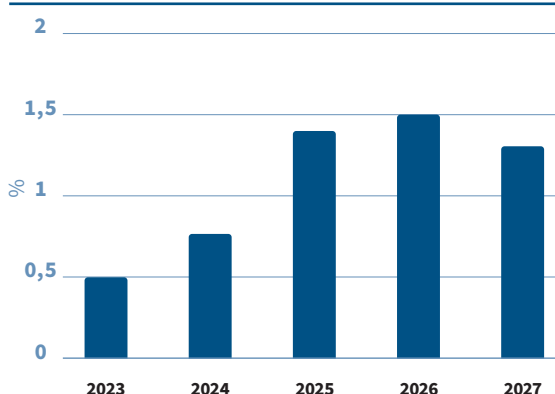
0,8% ВВП ЕВРОЗОНЫ В 2024 ГОДУ

текущего года инфляция замедлилась до минимального значения с июля 2021 года в 2,2%, по сравнению с 2,4–2,6% в течение предыдущих шести месяцев. Основным фактором, способствующим замедлению, стали цены на энергетические товары, снизившиеся на 3,0%. Однако, несмотря на слабый экономический рост, цены на другие товарные группы продолжили расти. Наибольший прирост отмечен в секторе услуг, где инфляция ускорилась до 4,2% в августе. В условиях замедления общей инфляции базовая составила 2,8%, лишь немного снизившись по сравнению с мартом и июнем (2,9%). По нашим прогнозам, к концу 2024 года годовая инфляция снизится до 2,4% и вернется к целевому уровню ЕЦБ в 2% к 2025 году (Рисунок 2В).

Политика ЕЦБ останется осторожной на фоне слабого экономического роста и разнонаправленной динамики ВВП в отдельных странах еврозоны, а также сохраняющегося ценового давления в секторе услуг. Несмотря на начало цикла снижения процентных ставок ЕЦБ, объемы кредитования восстанавливаются медленно. Второе с января этого года снижение процентных ставок ЕЦБ в сентябре должно способствовать ускорению кредитной активности. Смягчение монетарной политики до нейтрального уровня будет происходить постепенно на протяжении всего 2025 года (см. Рисунок 2С), после чего нейтральные ставки сохранятся в 2026–2027 годах. С учетом того что индекс доллара находится на высоких уровнях, сокращение разрыва между ставками США и еврозоны в условиях восстановления экономического роста блока приведет к укреплению курса евро. Ожидается, что обменный курс евро укрепитсся с 1,08 доллара за евро в 2024 году до 1,14 доллара за евро к 2027 году.

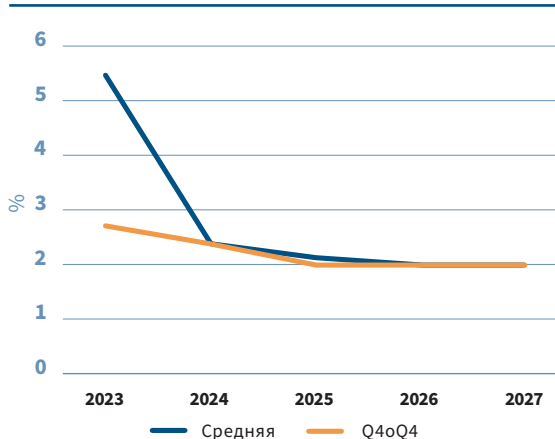
Рисунок 2 (А, В, С). Ключевые макроэкономические показатели еврозоны

А. Прирост ВВП



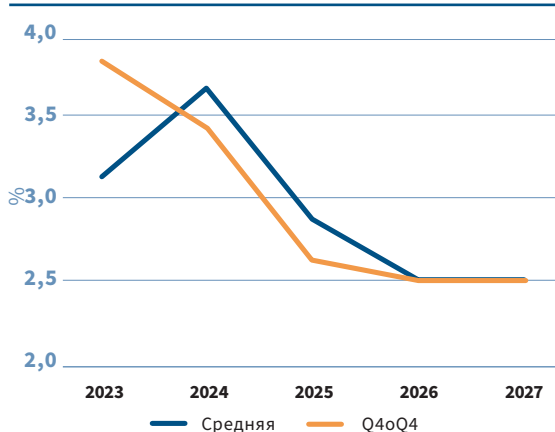
Источник: Eurostat, расчеты авторов.

В. Инфляция



Источник: Eurostat, расчеты авторов.

С. Ставка ЕЦБ



Источник: ЕЦБ, расчеты авторов.

КИТАЙ

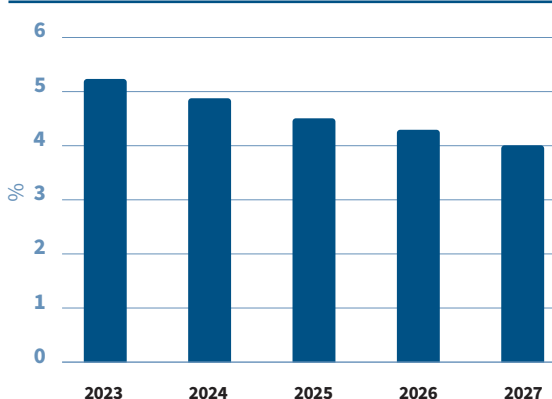
Прирост ВВП Китая за первое полугодие составил 5% г/г — на уровне цели властей по экономическому росту. При этом динамика экономики во II квартале 2024 года сложилась ниже прогнозов, на уровне 4,7% г/г и 0,7% кв/кв.

Основным драйвером роста выступал экспорт, прирост которого составил 5,8% г/г во II квартале и 3,6% в целом за полугодие. Сильнее всего по итогам полугодия вырос экспорт в страны Центральной Азии (14,3%), при незначительном приросте в США (1,5%) и спаде в ЕС (-2,6%). Промышленные инвестиции, несмотря на некоторое замедление, продолжали демонстрировать высокие темпы роста (7,2 и 8,8% г/г во II и I кварталах соответственно). На фоне снижения прироста доходов населения во II квартале до 4,2% против 6,2% в I квартале продолжилось замедление потребления. Прирост розничных продаж сократился до 2,6% во II квартале с 4,7% в I квартале. В секторе недвижимости продолжается спад — во II квартале инвестиции упали на 10,5%, продажи — на 18,6%. Меры Правительства КНР по поддержке потребительского спроса и инвестиций, а также рынка недвижимости могут приблизить годовой прирост ВВП в 2024 году к 5%. Однако в долгосрочной перспективе ожидается постепенное замедление экономического роста до 4% (в 2027 году) (Рисунок 3А).

**ВВП КИТАЯ
В 2024 ГОДУ
4,8%**

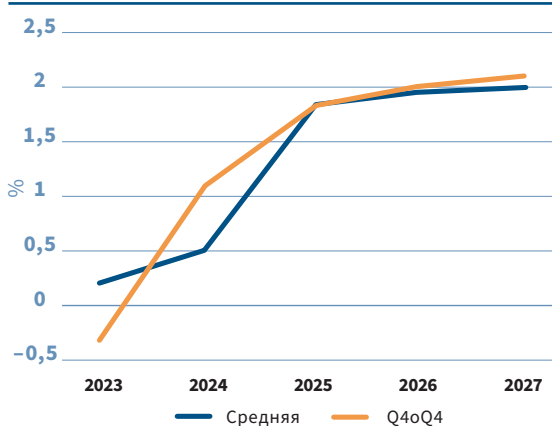
Рисунок 3 (А, В, С). Ключевые макроэкономические показатели Китая

А. Прирост ВВП



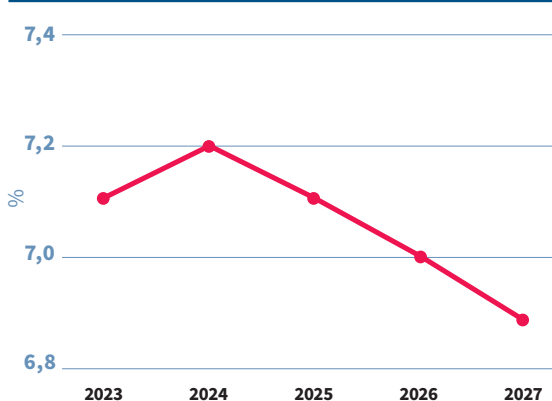
Источник: NBS, расчеты авторов.

В. Инфляция



Источник: NBS, расчеты авторов.

С. Курс юань/доллар



Источник: NBS, расчеты авторов.

Инфляционный фон остается низким, несмотря на стимулирующие меры правительства и снижение процентных ставок до рекордных минимумов.

Потребительская инфляция в годовом выражении, начиная с февраля, находится в положительной зоне и постепенно ускоряется, но все еще очень низкая. В июле она ускорилась до 0,5% против 0,2% в июне и 0,1% в марте. ИЦП остается в отрицательной зоне, отражая сохраняющееся перепроизводство в промышленном секторе. При этом наблюдается сокращение дефляции с (-2,8%) г/г в марте до (-0,8%) в июне — июле. В условиях таких показателей инфляции реальные ставки Народного банка Китая остаются высокими, даже несмотря на волну снижений в июле до рекордных минимумов. Ставка по кредитам для первоклассных заемщиков (LPR) снижена с 3,45 до 3,35%, а пятилетняя ставка — с 3,95 до 3,85%. Кроме того, снизилась ставка предоставления ликвидности банкам на 1 год (MLF) с 2,5 до 2,3%. По нашим базовым оценкам, восстановление внутреннего спроса и эффекты от новых мер политики приведут к дальнейшему росту ИПЦ и ИЦП во второй половине 2024 года. В результате к концу 2024 года инфляция может ускориться до 1%, а среднегодовой уровень составит 0,5%. В последующие годы будет происходить нормализация роста цен, и в 2027 году инфляция ускорится до 2% (Рисунок 3В).

Глобальное укрепление доллара в первом полугодии 2024 года более чем на 4% привело к снижению курса юаня на 2,45%. Однако уже в начале III квартала юань почти отыграл это падение в свете ослабления доллара перед ожиданиями снижения ставки ФРС. Складывающийся курс комфортен для экономики и, по нашим оценкам, будет стабилен в ближайшее время. Среднегодовой курс в 2024 году сложится на уровне 7,2 юаня за доллар. В последующие годы будет происходить плавное укрепление номинального курса юаня без ущерба для конкурентоспособности китайских экспортеров.

СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

Цены на нефть марки Brent на мировых рынках оставались стабильными, однако к концу августа произошло их снижение почти до 70 долларов за баррель. Основными причинами падения стали более низкие, чем ожидалось, темпы роста экономики Китая, ухудшение экономической конъюнктуры в США, восстановление добычи нефти в Ливии и ожидания рынка по наращиванию добычи нефти, преимущественно в странах за пределами ОПЕК. По данным МЭА, дисконт на российскую нефть продолжает сокращаться, достигнув в июле 10,58 доллара за баррель. Ожидается, что средняя экспортная цена на российскую нефть в этом году составит 67,5 доллара за баррель и останется на уровне около 65 долларов за баррель в 2025–2026 годах.

В августе цены на золото достигли нового исторического максимума, превысив 2564 доллара за унцию. С начала 2024 года рыночная стоимость золота возросла более чем на 20%. Центральные банки увеличили объемы покупок золота на 5% по сравнению с предыдущим годом, приобретя 480 тонн. Стабильный спрос на золото поддерживается смягчением монетарной политики центральных банков развитых стран, продолжающейся геополитической напряженностью, а также увеличением многими странами доли золота в международных резервах. В результате, по нашим оценкам, в 2024 году цены на золото в среднем будут находиться выше 2 300 долларов за унцию, а в 2025–2026 годах цена может превысить 2 500 долларов за унцию.

Ожидаем восстановления баланса спроса и предложения на рынке металлов. В первую очередь поддержка цен на цветные металлы будет обеспечиваться переходом на «зеленую» экономику.

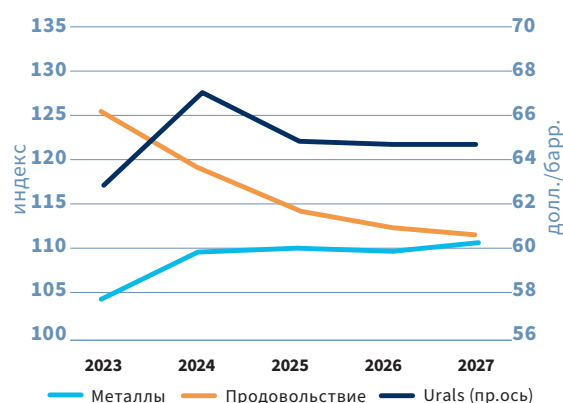
ЦЕНА НА ЗОЛОТО В 2024 году

2 300 ДОЛЛ./УНЦИЮ

Среднегодовое значение индекса цен на металлы в 2024 году вырастет до 109,4 и останется близким к 110 в период с 2025 по 2027 год. После весеннего и летнего всплеска цен на медь произошла некоторая корректировка, но в долгосрочной перспективе спрос на медь будет расти примерно на 3% в год, согласно оценкам IFC³. Это приведет к увеличению объема потребления меди в 2050 году в 2,3 раза по сравнению с уровнем начала 2020-х годов. По данным фьючерсов, среднегодовые цены на медь составят 9 225 долларов за тонну в 2024 году и постепенно вырастут до 9 900 долларов за тонну к 2027 году.

Рисунок 4 (А, В). Цены на сырьевые товары

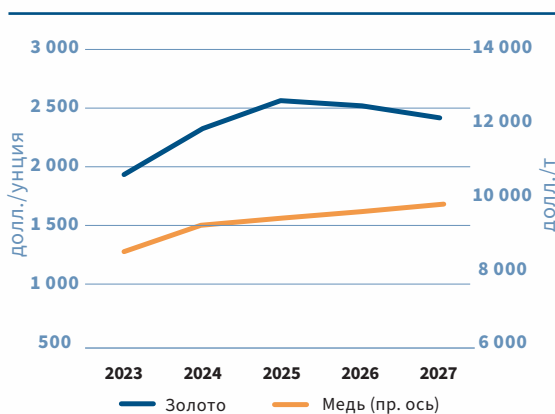
А. Металлы, продовольствие, нефть Urals



Источник: Всемирный банк, расчеты авторов.

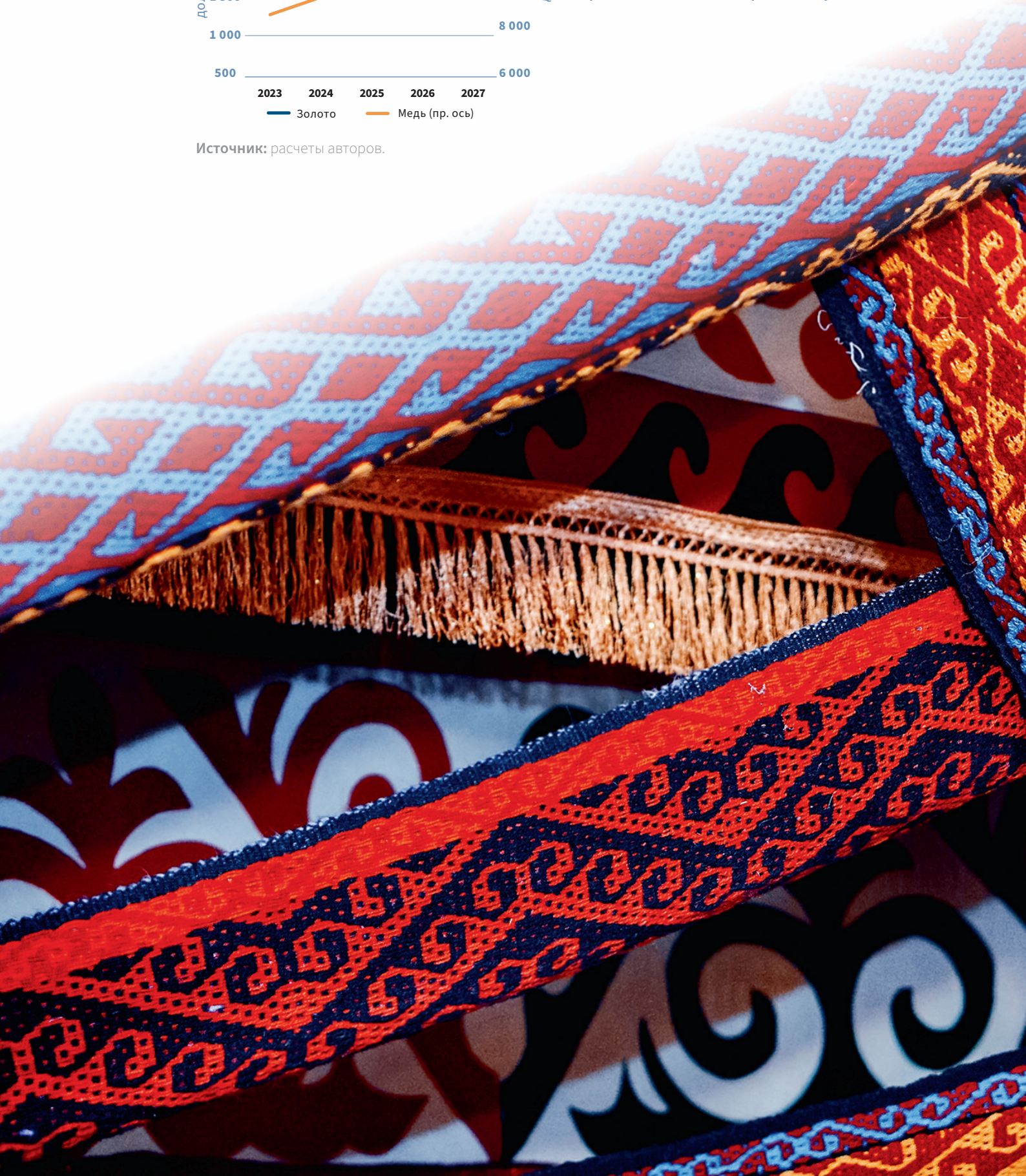
³ International Finance Corporation. Net Zero Roadmap for Copper and Nickel Value Chains. Доступно на: <https://commdev.org/publications/ifc-net-zero-roadmap/> (на английском языке).

В. Золото, медь



Источник: расчеты авторов.

Индекс цен на продовольствие, по оценкам Всемирного банка, продолжит постепенное снижение с 118,7 в 2024 году до 113,7 в 2027 году благодаря стабильному предложению и замедлению инфляционных процессов в ряде развитых и развивающихся стран (Рисунки 4 А, В).







Во II квартале 2024 года рост экономики России замедлился до 4,1% г/г с 5,4% г/г в I квартале. Основными факторами роста стали значительные инвестиции в инфраструктуру и высокий внутренний спрос. Несмотря на замедление, экономика, по нашим оценкам, остается в состоянии перегрева. Дефицит трудовых ресурсов и перегрузка производственных мощностей становятся все более ощутимыми проблемами. Безработица опустилась до исторически низкого уровня 2,6%, а рост реальных доходов населения во II квартале ускорился до 9,6%. Инфляция ускорилась до 8,6% г/г на конец II квартала, а в июле-августе поднялась выше 9%. В ответ на усиление инфляционного давления Банк России повысил последовательно ключевую ставку до 18% годовых в июле и в сентябре — до 19%. Бюджетная позиция является устойчивой на фоне роста доходов и исполнения расходов в соответствии с планом. Сальдо счета текущих операций выросло в 2,2 раза, благодаря увеличению торгового балан-

са, при этом общее сальдо платежного баланса сложилось с незначительным дефицитом.

Согласно нашему прогнозу, в 2024 году рост реального ВВП составит 3,7%. Ожидается замедление экономики с III квартала 2024 года в условиях сохраняющихся ограничений производственных мощностей и трудовых ресурсов. В 2025 году на фоне высокой базы и нарастания ограничений со стороны предложения экономический рост замедлится до 1,4%. Инфляция на конец 2024 года составит 7,2% г/г, и будет оставаться повышенной из-за давления со стороны внутреннего спроса, замедлившись до 5% лишь к концу 2025 года. К целевому уровню 4% инфляция вернется в конце 2026 года. Банк России перейдет к снижению ставки в 2025 году. Давление на платежный баланс будет оставаться умеренным. В результате курс рубля в конце 2024 года стабилизируется на уровне 92 рубля за доллар, а в 2025–2027 годах ослабнет до 94–96 рублей в условиях снижения процентных ставок.



ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

Экономика России выросла во II квартале 2024 года на 4,1% г/г, замедлившись по сравнению с ростом на 5,4% г/г в I квартале. В результате, за первое полугодие 2024 года экономика выросла на 4,7% г/г, по сравнению с 1,8% годом ранее. По нашим оценкам, поквартальная динамика (SAAR) существенно замедлилась — с 4% в I квартале до 1,9% во II квартале. Несмотря на это, в экономике сохраняется положительный разрыв выпуска и инфляционное давление.

Ключевым источником роста остается внутренний спрос. Косвенные индикаторы факторов спроса по итогам II квартала свидетельствуют о сохранении тенденций I квартала и сохранении высокого роста конечного потребления (**Врезка 1**) — темп прироста розничного товарооборота во II квартале составил 7,3%, платных услуг населению — 4,1%, общественного питания — 5,4%. По итогам II квартала 2024 года инвестиции выросли на 8,3% г/г после роста на 14,5% г/г в I квартале. При этом инвестиции крупных и средних организаций сохранили двузначные темпы прироста — 11,5% г/г во II квартале после 14,6% г/г кварталом ранее. Стоимостной объем экспорта, по предварительной оценке, во II квартале перешел к росту (2,7% г/г) против снижения в I квартале (-4,0% г/г), при этом импорт несколько замедлил снижение — с (-10,1%) г/г в I квартале до (-8,4%) г/г во II квартале.



Врезка 1. Декомпозиция ВВП по методу конечного использования в I квартале

В I квартале 2024 года ключевыми драйверами роста экономики оставались конечное потребление и инвестиции (**Рисунок 1**). Расходы на конечное потребление по итогам I квартала выросли на 4,6% г/г, при этом особенно активно росли расходы домохозяйств, увеличившись на 6,7% г/г, тогда как государственные расходы показали снижение на 0,3% г/г. Валовое накопление выросло на 9,7% г/г благодаря значительным частным инвестициям и государственной поддержке крупных инфраструктурных проектов.

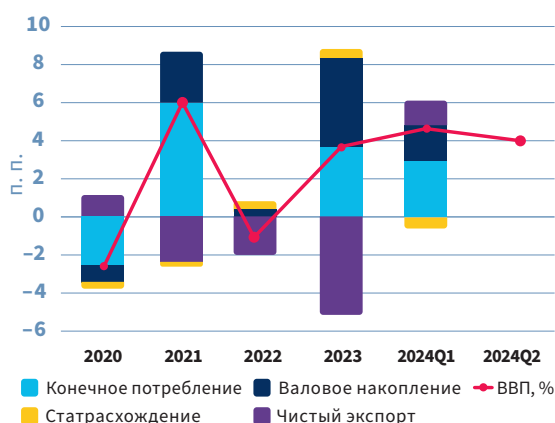
Чистый экспорт в I квартале 2024 года показал рост и внес положительный вклад в ВВП, но произошло это в основном за счет опережающего сокращения импорта при незначительном снижении экспорта. Высокие процентные ставки и новые санкционные меры продолжали оказывать ограничительное давление на импорт на протяжении всего первого полугодия 2024 года.

Во II квартале 2024 года произошло замедление активности во всех ключевых секторах экономики по сравнению с I кварталом (Рисунок 2).

Показатель промышленного производства снизился с 9,0 до 8,1% г/г, однако по-прежнему является основным двигателем экономического роста. Машиностроение продолжает занимать лидирующие позиции в промышленности, обеспечив более 30% общего роста обрабатывающего сектора во II квартале. Ключевыми направлениями остаются производство компьютеров и электроники, а также автомобильная отрасль, демонстрирующие двузначные темпы роста. В то же время, горнодобывающая промышленность сократилась на 1,1% г/г после роста на 1,4% в I квартале, что стало следствием снижения внешнего спроса на сырьевые товары. Замедление продемонстрировал и сектор торговли: темпы роста сократились с 11,4% в I квартале до 8% во II квартале, что указывает на постепенное ослабление потребительской активности. В транспортном секторе рост составил 2,0% во II квартале, по сравнению с 3,1% кварталом ранее, что свидетельствует о замедлении темпов в логистике и транспортных перевозках. Единственным сектором, который не продемонстрировал признаков замедления, стало строительство, где темпы роста увеличились с 4,8% в I квартале до 5,6% во II квартале. Это связано с высокой инвестиционной активностью и возросшим спросом на новое жилье на фоне завершения программ льготной ипотеки.

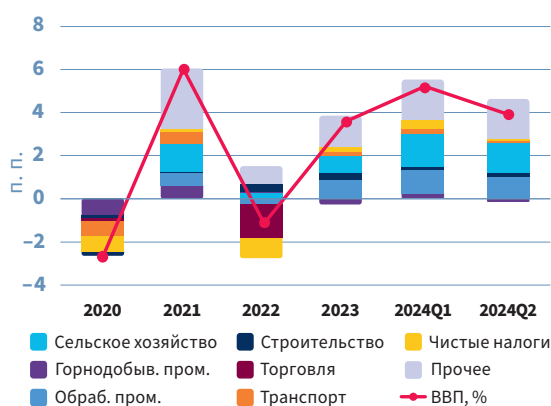
**ПРИРОСТ ВВП
СОСТАВИЛ
4,1%**

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования



Источник: расчеты на основе данных Росстата.

Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



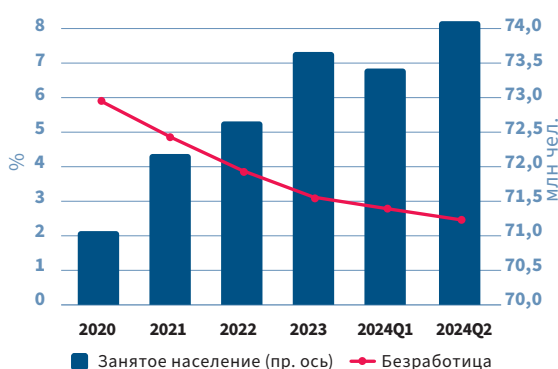
Источник: расчеты на основе данных Росстата.

Сводный индикатор бизнес-климата (ИБК) оставался на исторически высоких уровнях во II квартале 2024 года, колеблясь в диапазоне 10,5–11,0 пунктов. Однако с началом III квартала, в июле и августе, произошло значительное снижение показателя, до 7,1 пункта. Основной причиной данного снижения стало резкое ухудшение оценки текущей ситуации — с 7,2 пункта в июне до 1,5 пункта в августе. Несмотря на стабильные ожидания относительно спроса, в целом по экономике наблюдается снижение оптимизма. Инвестиционная активность во II квартале также замедлилась по сравнению с I кварталом (7,6 пункта

против 9,3 пункта соответственно), при этом предприятия прогнозируют дальнейшее замедление в III квартале. Загрузка производственных мощностей во II квартале оставалась на уровне 2023 года.

Рынок труда во II квартале 2024 года был крайне жестким в условиях сохраняющегося дефицита рабочей силы. Уровень безработицы достиг рекордного минимума, сократившись до 2,6% в среднем за квартал (Рисунок 3). По результатам опроса Банка России, предприятия отмечают рекордно низкую обеспеченность кадрами, что продолжает оказывать давление на рост заработной платы. Хотя номинальная средняя заработная плата замедлила свой рост во II квартале до 17,6% по сравнению с 20,7% в I квартале, реальные доходы населения продолжили расти быстрыми темпами, увеличившись на 9,6% в годовом исчислении, что значительно превышает 6,4% в I квартале (Рисунок 4).

Рисунок 3. Индикаторы рынка труда

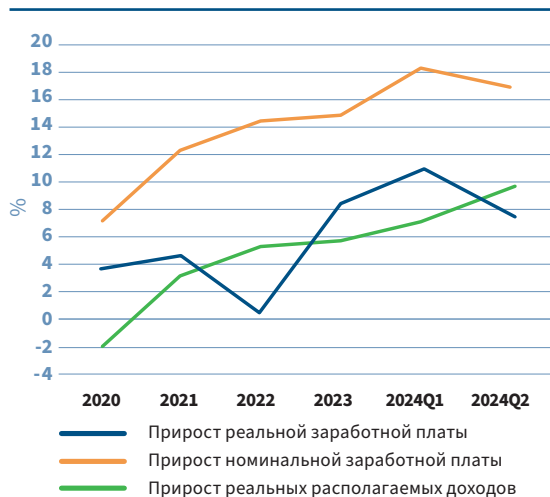


Источник: Росстат.

**РОСТ РЕАЛЬНЫХ
РАСПОЛАГАЕМЫХ ДОХОДОВ
ВО II КВАРТАЛЕ**

9,6%

Рисунок 4. Доходы населения



Источник: расчеты на основе данных Росстата.

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Инфляция на конец II квартала 2024 года ускорилась до 8,6% г/г с 7,7% г/г в I квартале (Рисунок 5). Темпы роста цен с учетом сезонной корректировки, по оценке Банка России, ускорились еще более существенно — с 5,8% (SAAR) в I квартале до 8,6% (SAAR) во II квартале. С мая инфляционное давление усиливалось, и в июле прирост цен достиг 9,1% г/г или 16,1% (SAAR) преимущественно из-за индексации коммунальных тарифов (без коммунальных тарифов — 12,1% (SAAR)). Основными факторами, способствующими этому, стали быстрый рост заработных плат, значительно опережающий производительность труда и увеличивающий затраты компаний, а также сохраняющиеся высокие темпы потребительского кредитования.

На последнем заседании совета директоров Банка России, состоявшемся 13 сентября 2024 года, было принято решение о повышении ключевой процентной ставки до 19% годовых. Денежно-кредитные условия, сложив-

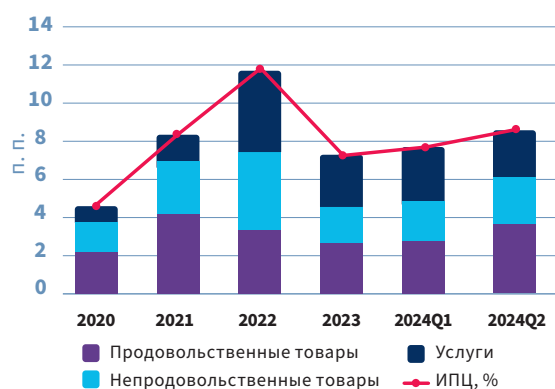
ИНФЛЯЦИЯ ПОДНЯЛАСЬ ВЫШЕ

9%

шиеся в первой половине года, признаны недостаточно жесткими: динамика кредитов и депозитов не способствовала замедлению инфляционных процессов. Кроме того, уровень реальной нейтральной ставки был повышен на 1,5 п. п., до 3,4–4,5%. Банк России объясняет пересмотр нейтральной ставки возросшей потребностью в наращивании внутренних сбережений, необходимых для финансирования инвестиций в условиях перестройки экономики. Кроме того, пересмотр связан с увеличением премии из-за изменившихся внешних условий и усилившегося санкционного давления и смягчением параметров бюджетного правила.

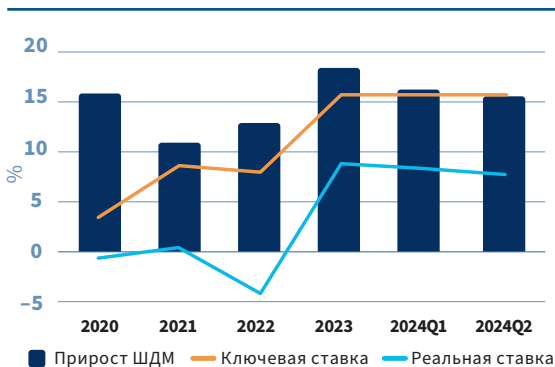
По итогам II квартала 2024 года годовой темп прироста рублевой денежной массы увеличился до 18,7% г/г по сравнению с 17,4% г/г в I квартале. В то же время на фоне укрепления российского рубля рост широкой денежной массы (ШДМ) замедлился с 16,7% г/г в марте до 15,8% г/г в июне (Рисунок 6).

Рисунок 5. Декомпозиция инфляции (на конец периода, г/г)



Источник: Банк России.

Рисунок 6. Динамика монетарных индикаторов (на конец периода, г/г)



Источник: расчеты на основе данных Банка России.

Несмотря на сохранение жесткой денежно-кредитной политики в первой половине года, динамика кредитования оставалась высокой и не продемонстрировала ожидаемого замедления (Рисунок 8). Темп прироста активов банковского сектора во II квартале 2024 года немного ускорился до 21,3% г/г в среднем за квартал (+5,9% с начала года), по сравнению с 19,3% в I квартале. Кредитование нефинансовых организаций также ускорилось, до 20,9% в годовом выражении во II квартале 2024 года и до 21,2% в июле (+10% с начала года). Спрос на кредиты физических лиц оставался стабильным во II квартале, с приростом портфеля кредитов на 23,4% в годовом выражении, в значительной степени обусловленным ростом ипотечного кредитования (Врезка 2).

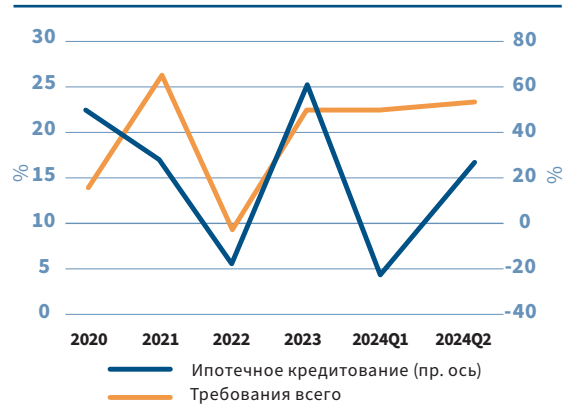
ПРИРОСТ ШДМ В ИЮНЕ 15,8% Г/Г



Врезка 2. Ипотечное кредитование

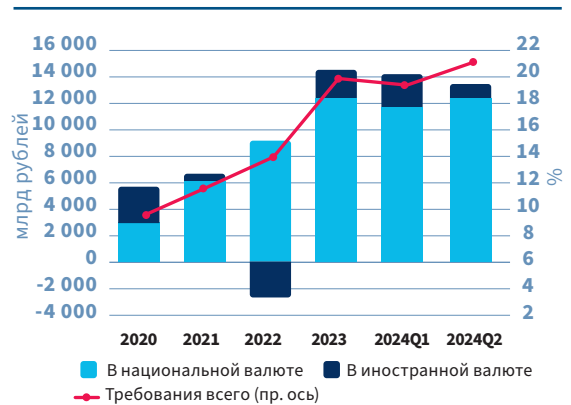
Во II квартале 2024 года общий объем ипотечного кредитования увеличился на 1,12 трлн рублей, достигнув 19,8 трлн рублей, что почти в 3 раза превышает прирост в 0,4 трлн рублей, наблюдаемый в I квартале (Рисунок 7). Большая часть прироста пришлась на кредиты для строящегося жилья — выдано 196,6 тыс. кредитов на 992 млрд рублей, что составило 55% от общего объема выданных ипотечных кредитов за квартал. Максимальные объемы выдачи зафиксированы в июне, когда банки предоставили 788,5 млрд рублей ипотечных кредитов, 85% из которых пришлось на льготные программы господдержки. Такой всплеск связан с завершением программы «Льготная ипотека» и изменениями в условиях «Семейной ипотеки» в июле. Данные за июль показывают ожидаемое сокращение объемов рынка ИЖК: общий портфель ипотечных кредитов сократился до 19,7 трлн рублей, а объем новых выдач снизился более, чем в 2 раза в сравнении с июнем, до 356 млрд рублей.

Рисунок 7. Прирост требований банков к физическим лицам (на конец периода, г/г)



Источник: Банк России.

Рисунок 8. Прирост кредитов бизнесу в расширенном определении (на конец периода, г/г)



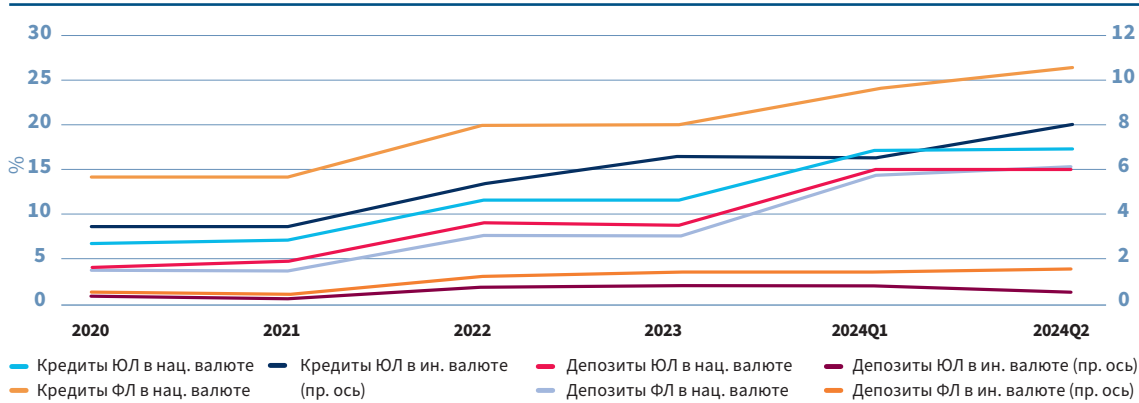
Источник: Банк России.

Ставки по кредитам и депозитам для юридических лиц во II квартале 2024 года не претерпели значительных изменений, оставаясь на уровне 17,1% и 14,9% соответственно. Однако для физических лиц зафиксирован рост ставок: средняя ставка по депозитам увеличилась с 14,4% в I квартале до 15,3% во II квартале, а по кредитам — с 23,6% до 26% (Рисунок 9).

**СРЕДНЯЯ СТАВКА ПО
ДЕПОЗИТАМ ВО II КВАРТАЛЕ**

15,3%

Рисунок 9. Ставки по новым кредитам и депозитам



Источник: Банк России.

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

Стабильный рост бюджетных доходов и строгое исполнение расходов поддерживают устойчивость бюджетной позиции и соответствие запланированному дефициту. Доходы федерального бюджета во II квартале 2024 года составили 8,4 трлн рублей. Объем доходов за первое полугодие достиг 17,1 трлн рублей, что на 38% больше, чем за аналогичный период прошлого года. Нефтегазовые доходы увеличились на 68% г/г, а нефтегазовые доходы — на 27% г/г. Расходы федерального бюджета во II квартале сократились до 8,6 трлн рублей по сравнению с 9,0 трлн рублей в I квартале (Рисунок 10). Объем расходов за первое полугодие составил 17,7 трлн рублей, что на 20% больше прошлогоднего уровня и составляет 48% от запланированных расходов на 2024 год. В июле приняты поправки, увеличившие плановые расходы бюджета в 2024 году с 36,7 до 37,2 трлн рублей и дефицит с 1,6 трлн рублей (0,9% ВВП) до 2,1 трлн рублей (1,1% ВВП). Формально эти изменения, однако, не означают смягчения бюджетной политики, поскольку дополнительные расходы финансируются увеличением поступления нефтегазовых доходов,

а рост дефицита формируется за счет сокращения покупок валюты в Фонд национального благосостояния (ФНБ).

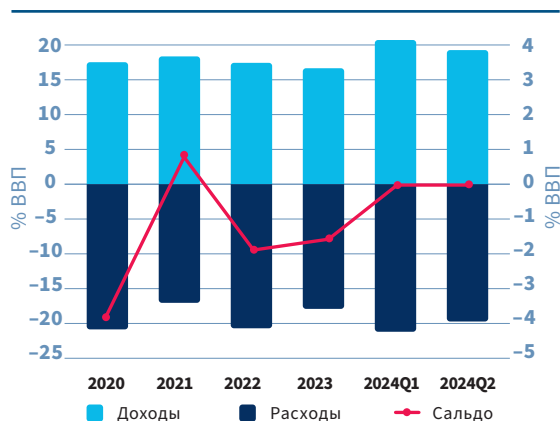
Государственный долг во II квартале 2024 года, по нашим оценкам, сократился до 14,2% ВВП, против 14,6% ВВП на конец I квартала. Внутренний долг продолжил сокращаться, уменьшившись с 11,9% ВВП на конец I квартала до 11,6% во II квартале. Внешний долг остался практически на прежнем уровне — 2,6% ВВП (Рисунок 11).

По состоянию на 1 июля 2024 года объем ФНБ составил 12,6 трлн рублей, или 7% от прогнозируемого ВВП на 2024 год, увеличившись на 5% с начала года. Ликвидная часть ФНБ сократилась на 8% с начала года и составила около 5,6 трлн рублей, что соответствует 2,6% ВВП. Доход от размещения средств ФНБ в финансовые активы, за исключением средств на счетах Банка России, за первое полугодие составил 38,5 млрд рублей — почти в 8 раз меньше, чем за аналогичный период 2023 года.

ПРИРОСТ РАСХОДОВ БЮДЖЕТА ВО II КВАРТАЛЕ

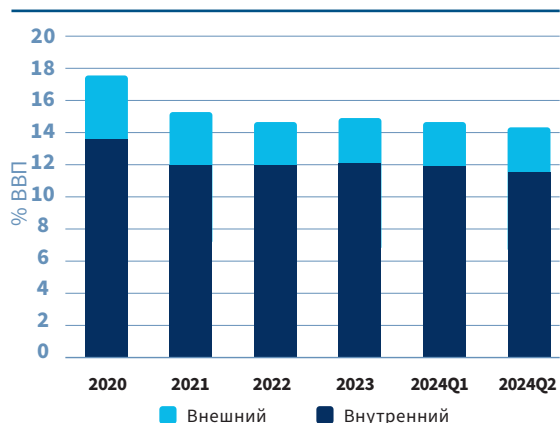
20% Г/Г

Рисунок 10. Государственный бюджет



Источник: Минфин РФ.

Рисунок 11. Государственный долг



Источник: расчеты на основе данных Минфина РФ.

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Профицит счета текущих операций во II квартале 2024 года составил 18 млрд долларов, что на 10 млрд долларов больше, чем в аналогичном периоде 2023 года (II квартал 2023 года: 8 млрд долларов). Основной вклад в рост профицита внесло сокращение импорта на 8% в годовом выражении. По данным ФТС России, сокращение импорта товаров наблюдалось из всех регионов мира, однако наиболее значительным из Европы и Америки, что привело к сокращению доли импорта из Европы с 29 до 26%, а из Америки с 6 до 5%. В то же время доля Азии в импорте увеличилась с 64 до 67%.

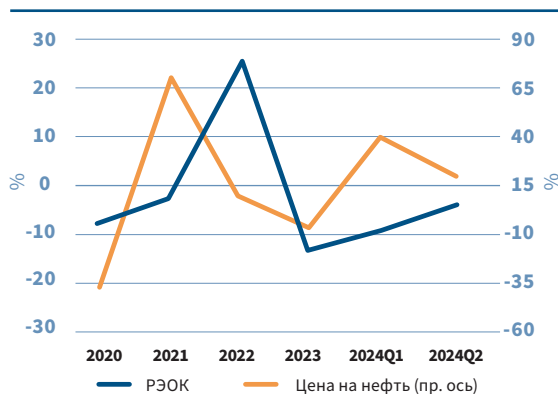
Стоимостной объем экспорта российских товаров вырос на 1% в годовом выражении по сравнению с (-4% г/г) в I квартале 2024 года, что обусловлено более высокими ценами на нефть, при этом физические объемы экспорта сократились из-за внешнеэкономических ограничений. Поддержку экспорту оказало перенаправление поставок из европейских государств в другие страны, в частности в Азию, доля которой в российском экспорте выросла с 68 до 76%, а доля Европы уменьшилась с 24 до 15%. Положительное сальдо текущего счета также поддержало сокращение дефицита первичных доходов за счет уменьшения выплат дивидендов нерезидентам (Рисунок 13).

Отток по финансовому счету во II квартале 2024 года увеличился в сравнении с аналогичным периодом 2023 года и составил 17 млрд долларов (II квартал 2023 года: 6 млрд долларов). Основной вклад в рост финансового счета внесло увеличение иностранных активов на 17 млрд долларов, что превышает показатель II квартала 2023 года (11 млрд долларов), но ниже объемов I квартала 2024 года (24 млрд долларов). Нарастивание активов во II квартале в основном было связано с увеличением задолженности нерезидентов по незавершенным расчетам по поступившему экспорту. В то же время внешние обязательства остались практически неизменными, увеличившись всего на 1 млрд долларов, что частично связано с отсроченными выплатами дивидендов нерезидентам из недружественных юрисдикций.

Во II квартале 2024 года средний курс российского рубля оставался на стабильном уровне — в среднем 90,5 рубля за доллар, что почти не отличается от уровня I квартала (90,8 рубля за доллар). Полагаем, этому способствовало сохранение высокого профицита внешней

торговли, высокие процентные ставки и меры по обязательной продаже выручки экспортеров. В то же время наблюдаемые во II квартале краткосрочные значительные колебания курса, включая

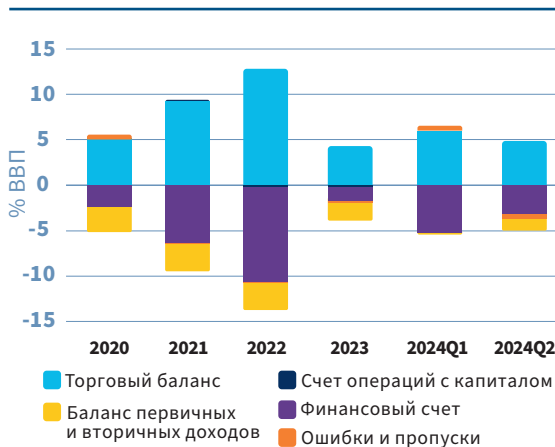
Рисунок 12. Динамика ценовых условий внешней торговли (на конец периода, г/г)



Источник: Банк России, Минфин РФ.

расхождения кросс-курсов с глобальными показателями, были вызваны причинами не макроэкономического характера, в частности новыми условиями работы Мосбиржи¹.

Рисунок 13. Платежный баланс



Источник: Банк России.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз	2027 Прогноз
Прирост реального ВВП, %	3,6	3,7	1,4	1,7	1,9
Инфляция (дек. к дек. пред. года), %	7,4	7,2	5,0	4,1	4,0
Инфляция (среднегодовая), %	5,9	7,7	5,9	4,3	4,0
Курс доллар/рубль (среднегодовой)	85,2	90,8	93,7	94,4	95,5
Ключевая ставка Банка России (среднегодовая), %	9,9	17,3	15,0	11,0	8,5

По нашим прогнозам, прирост реального ВВП России в 2024 году составит 3,7%. Мы пересмотрели прогноз в сторону повышения в связи с выходом более позитивных, хоть и демонстрирующих признаки замедления, статистических данных за II квартал. Экономика продолжает находиться в состоянии перегрева, и мы ожидаем замедление роста с III квартала 2024 года. Основные ограничения для дальнейшего роста связаны с дефицитом на рынке труда и перегрузкой производственных мощностей. Дополнительно мы ожидаем, что

жесткая денежно-кредитная политика, проводимая Банком России, приведет к замедлению инвестиционной и потребительской активности.

Мы прогнозируем, что замедление, прежде всего, будет происходить в отраслях, наиболее зависимых от инвестиций и доступности трудовых ресурсов. Строительный сектор окажется

¹ С 12 июня 2024 года, после введения санкций против Мосбиржи, торги долларом и евро были приостановлены, и ЦБ начал рассчитывать курсы валют по внебиржевым сделкам.

под давлением из-за замедления инвестиционной активности, роста стоимости кредитования и падения спроса на жилье после сокращения программ льготной ипотеки. Обрабатывающие отрасли, включая производство машин и оборудования, легкую и пищевую промышленность, а также сектор производства электрооборудования, могут столкнуться с нехваткой ресурсов, что будет усугублено зависимостью от импортных комплектующих. Оптовая и розничная торговля замедляется из-за удорожания кредитования и снижения роста реальных доходов населения на фоне сохранения повышенной инфляции. Добывающая

промышленность будет ограничена внешнеторговыми барьерами, что затруднит наращивание производства.

Замедление экономики продолжится в первом полугодии 2025 года, однако со второй половины года поквартальная динамика ВВП начнет демонстрировать восстановление. На фоне высокой базы 2024 года годовые темпы прироста, по нашим прогнозам, сформируются на уровне 1,4%. После завершения периода охлаждения экономика вернется на траекторию сбалансированного роста, и в 2026–2027 годах прирост составит 1,7 и 1,9% соответственно.



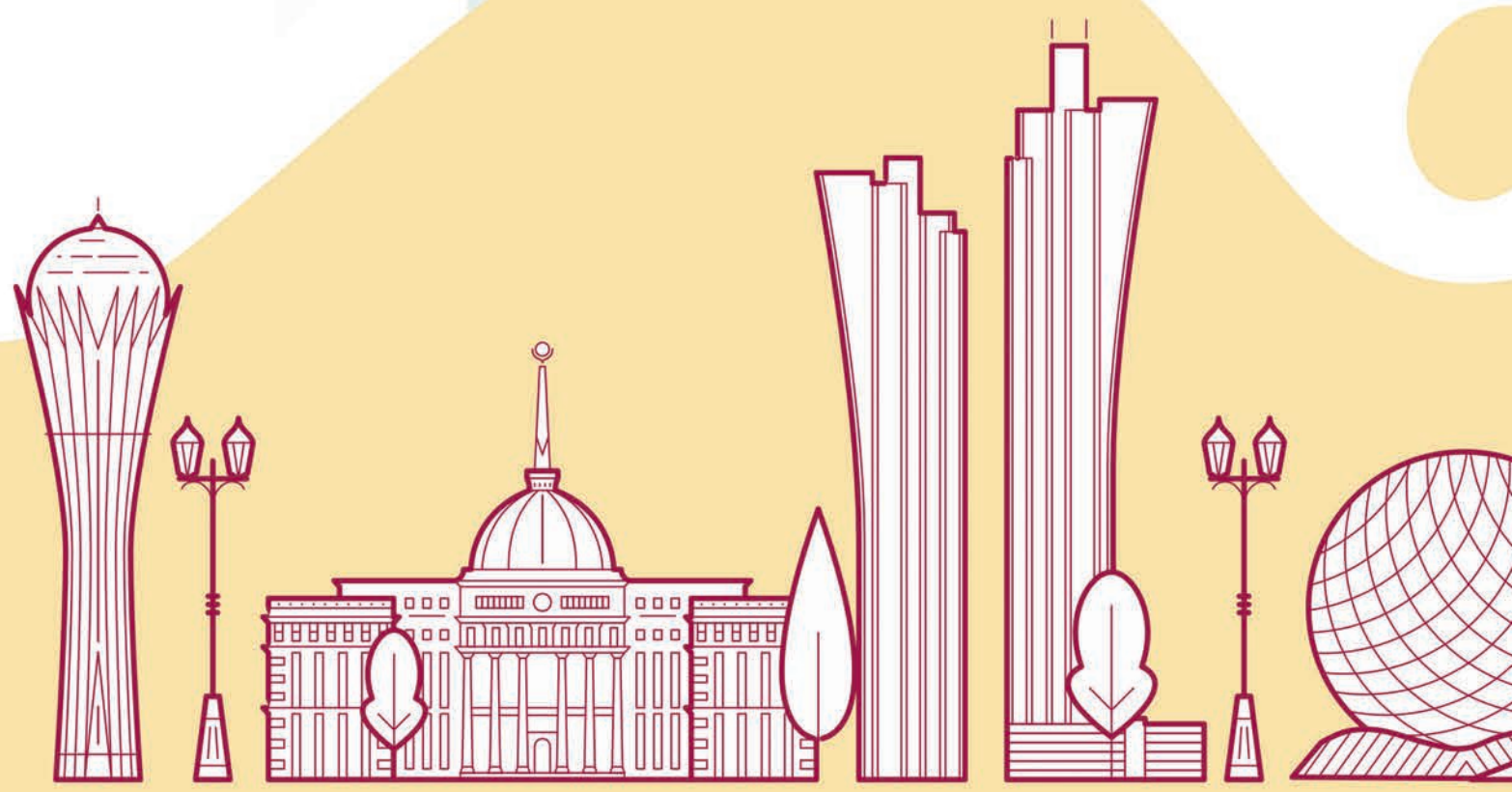
Ожидается, что инфляция замедлится до 7,2% к концу 2024 года. Рост заработных плат и устойчивый внутренний спрос продолжат оказывать давление на цены в текущем году, несмотря на ожидаемое замедление ВВП, связанное с ограничениями со стороны предложения. В ответ на это Банк России сохранит жесткую риторику до конца года с возможной корректировкой ключевой ставки до 20% на следующем заседании.

По мере снижения инфляции и замедления экономики Банк России начнет снижать ключевую ставку в 2025 году. Ключевая ставка достигнет нейтраль-

ного уровня 8,5% на конец 2026 года. Ожидаем, что целевой уровень по инфляции будет достигнут к концу 2026 года.

Курс российской валюты в конце 2024 году стабилизируется в районе 92 рубля за доллар. В последующие годы, с 2025 по 2027 год, ожидается его постепенное ослабление до 94–96 рублей за доллар, что будет обеспечивать конкурентоспособность российских производителей на мировых рынках и поддерживать сбалансированность бюджета.

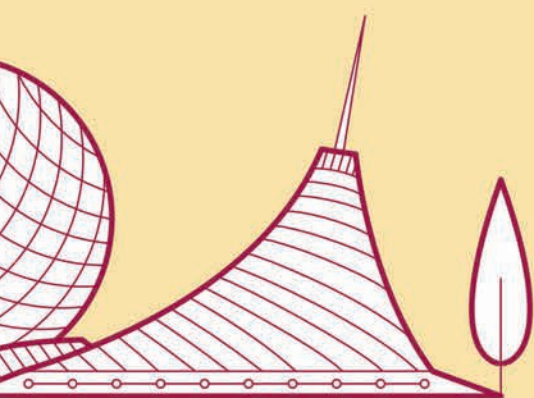




По итогам первого полугодия 2024 года экономическая активность в Казахстане существенно замедлилась — прирост реального ВВП снизился до 3,3 с 3,8% в I квартале. Основным источником роста оставался потребительский спрос, поддерживаемый увеличением потребительского кредитования и сохраняющимся ростом реальных заработных плат в условиях рекордно низкой безработицы (4,7%). Инвестиционная активность сократилась на 3,5%. Фискальная политика продолжала носить стимулирующий характер и поддерживать внутренний спрос — дефицит бюджета составил 1,9% ВВП, а нефтегазовый дефицит — 8,3% ВВП. Инфляция в годовом выражении снизилась с 9,1% в марте до 8,4% в июне, однако в июле ускорилась до 8,6%. Проинфляционное давление формировалось со стороны мягкой фискальной политики, ослабления обменного курса тенге и ускорения инфляции в России.

Дефицит СТО сократился до 0,7 млрд долларов в результате роста профицита внешней торговли и доходов от активов Нацфонда. Резервы продолжили рост до 61,5 млрд долларов. Однако курс тенге ослабевал в результате снижения объема предложения иностранной валюты на внутреннем валютном рынке.

В свете слабого роста экономики в первом полугодии мы понизили оценку экономического роста в 2024 году до 3,8%. Тем не менее наш прогноз предполагает некоторое ускорение экономической активности во втором полугодии. В 2025–2027 годах темпы прироста ВВП прогнозируются вблизи 5%. Инфляция продолжит снижение во втором полугодии 2024 года и к концу года опустится до 8,0%. Таргетируемый уровень 5% будет достигнут только в 2027 году. НБРК после паузы, взятой в III квартале, вернется к нормализации денежно-кредитных условий.



РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

Прирост экономики в Казахстане по итогам первого полугодия замедлился до 3,3% г/г по сравнению с 3,8% в первом квартале 2024 года и 5,3% в первом полугодии 2023 года. По нашим оценкам, прирост ВВП во II квартале снизился до 2,7% г/г¹, что свидетельствует о существенном замедлении экономической активности.

Со стороны спроса, как и в I квартале, рост экономики обеспечивался за счет потребительского спроса и чистого экспорта, валовое накопление вносило отрицательный вклад (Рисунок 1). Прирост объемов розничной торговли за январь–июнь 2024 года ускорился до 5,6 с 4,9% по итогам I квартала. В первом полугодии прирост торговли продовольственными товарами (9,6%) опережал прирост торговли непродовольственными (4,0%), однако это связано с базой первого полугодия прошлого года, когда торговля продовольствием снижалась на 6,4%, а непродовольственными товарами росла на 16,8%. Инвестиции в первом полугодии ускорили падение до 3,5% (в I квартале 2024 года — (-0,8%). При этом структура инвестиционной активности свидетельствует о том, что отрицательная динамика объясняется исключительно снижением прочих инвестиций² на 62,2%, в то время как затраты

на строительно-монтажные работы и на приобретение машин, оборудования и транспортных средств выросли на 2,7 и 7,7% соответственно. По данным за 7 месяцев текущего года, общий объем инвестиций демонстрировал прирост на 0,4%. Вклад чистого экспорта в первом полугодии 2024 года, по нашим оценкам, оставался положительным на фоне падения импорта товаров (-7,6% в номинальном выражении) при росте экспорта (2,1%).

Слабые показатели роста экономической активности были вызваны замедлением в горнодобывающем секторе и строительстве на фоне роста экономической активности в сфере услуг и сельском хозяйстве (Рисунок 2). Вклад в прирост ВВП горнодобывающей промышленности сократился до 0,04 п. п. (0,2 п. п. в I квартале 2024 года) в результате снижения объемов добычи нефти во II квартале после перепроизводства в I квартале в соответствии с обязательствами Казахстана в рамках соглашения ОПЕК+. Кроме того, сократился вклад строительства — с 0,6 п. п. в I квартале до 0,4 п. п. по итогам полугодия. Вклад чистых налогов сократился с 0,3 до 0,1 п. п. соответственно, что отразилось и на показателях бюджетной системы в недоборе налоговых поступлений. Вклад сферы услуг по сравнению с I кварталом вырос с 1,6 до 1,8 п. п., а сельского хозяйства — с 0 до 0,1 п. п.

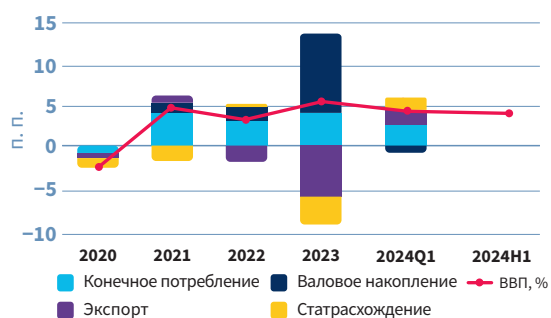
¹ БНС АСПР РК пересмотрело поквартальную разбивку реального ВВП за 2023 год, в результате чего произошло смещение роста в сторону III и IV кварталов. На момент подготовки обзора за 2024 год были опубликованы только данные о темпах прироста ВВП, тогда как данные по реальному ВВП не обновлялись. В этой связи в расчетах были использованы наши экспертные оценки поквартальной динамики ВВП в 2024 году с учетом пересмотренных официальных данных по темпам прироста номинального ВВП.

² Прочие затраты — расходы на проектно-изыскательские работы, авторский надзор, содержание дирекций строящихся объектов, затраты на культивируемые биологические ресурсы, а также затраты в созданные или приобретенные органи-

**ПРИРОСТ ВВП
ЗАМЕДЛИЛСЯ ДО
3,3%**

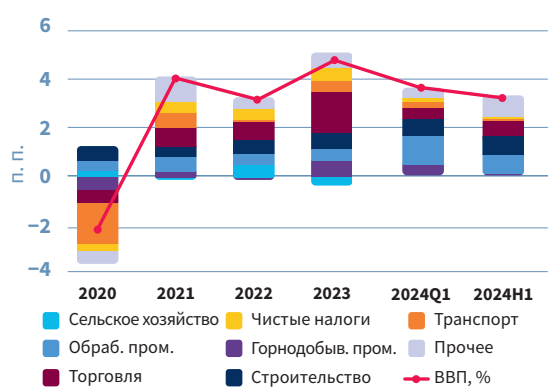
зациями объекты, используемые в хозяйственной деятельности более одного года, имеющие денежную оценку, обладающие способностью отчуждения и приносящие доходы, но не являющиеся материально-вещественными ценностями.

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования



Источник: расчеты на основе данных БНС АСПР РК.

Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



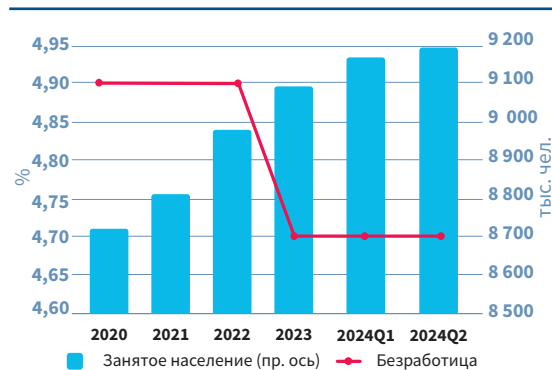
Источник: расчеты на основе данных БНС АСПР РК.

Предложение на рынке труда продолжило рост при сохранении низкого уровня безработицы. Количество занятого населения во II квартале 2024 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года выросло на 0,8% (во II квартале 2023 года — 1,6%). При этом уровень безработицы, рассчитанный по методологии МОТ, на протяжении пятого подряд квартала находится на исторически низком уровне 4,7% (Рисунок 3).

Рост заработных плат замедляется на фоне снижения экономического роста и завершения периода повышения зарплат бюджетников. Реальная заработная плата выросла во II квартале на 1,7% г/г, замедлившись с 2,7% г/г

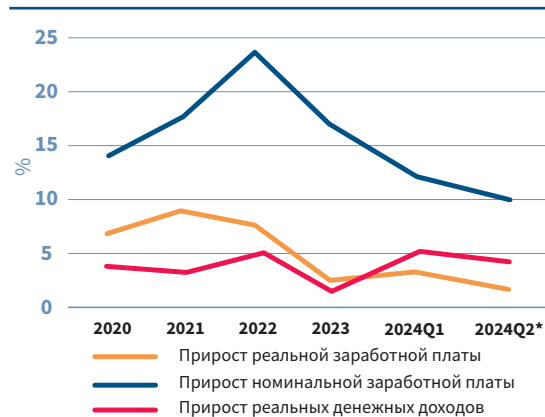
в I квартале (Рисунок 4). Реальные доходы, в свою очередь, также замедлились — с 4,7% г/г в январе–марте до 4,2% г/г в январе–июне³.

Рисунок 3. Индикаторы рынка труда



Источник: БНС АСПР РК.

Рисунок 4. Доходы населения



Примечание: *реальные денежные доходы за январь–июнь 2024 года.

Источник: БНС АСПР РК.

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Инфляция прекратила снижение в III квартале на фоне негативного влияния внутренних и внешних факторов (Рисунок 5). Инфляция в годовом выражении снизилась с 9,1% в марте до 8,4% в июне, однако в июле–августе тенденция снижения приостановилась

³ Уточненные данные.

в условиях сохранения неизменным вклада продовольственных и непродовольственных товаров и повышением вклада платных услуг. Помимо реформ⁴ в сфере жилищно-коммунального хозяйства, рост цен на услуги летом был вызван арендной платой за жилье, услугами связи и организации комплексного отдыха. Средний прирост цен за три предыдущих месяца с исключенной сезонностью, по оценкам НБРК, опустился в мае–июне до 0,4%, однако в июле и августе ускорился до 0,9 и 0,8% соответственно. Проинфляционное давление формировалось со стороны мягкой фискальной политики, ослабления обменного курса тенге и ускорения инфляции в России.

Инфляционные ожидания населения снизились с 14,2% в марте до 13,3% в июне и 13,1% в августе. Воспринимаемая инфляция также снизилась с 14,6% в марте до 13,4% в июне и августе.

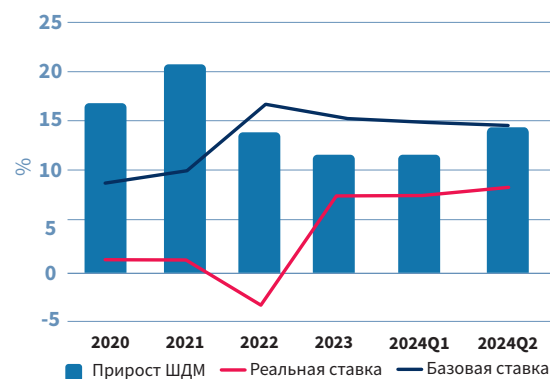
Рисунок 5. Декомпозиция инфляции (на конец периода, г/г)



Источник: БНС АСПР РК.

⁴ Их суть заключается в проведении масштабной модернизации инженерных сетей электро-, тепло- и водоснабжения, а также водоотведения, что требует повышения тарифов на регулируемые услуги ЖКХ (Подробно об этом — в Региональном экономическом обзоре ЕФСР 2024 № 1(1). Москва: Евразийский фонд стабилизации и развития. Доступно на: <https://efsd.org/research/regional-economic-outlook/vesna-24-regionalnyy-ekonomicheskij-obzor/>.

Рисунок 6. Динамика монетарных индикаторов (на конец периода, г/г)



Источник: БНС АСПР РК.

Цикл нормализации монетарной политики приостановился. Динамика инфляции и инфляционных ожиданий позволила НБРК снизить базовую ставку в июле с 14,50 до 14,25% (общее снижение с начала года составило 1,50 п. п.). Однако в августе, несмотря на продолжающееся снижение инфляционных ожиданий населения, ставка была сохранена на прежнем уровне в свете ускорения инфляции и усиления проинфляционных факторов. Кроме того, монетарные условия на фоне ослабления курса тенге, по оценке НБРК, смягчились. НБРК продолжал увеличивать объем изъятия свободной тенговой ликвидности из экономики — сальдо открытой позиции НБРК выросло с (-5,2) трлн тенге на конец апреля до (-5,7) трлн тенге на конец июня и (-6,3) трлн тенге на конец июля, достигнув 15,7% объема ШДМ. Ставки по кредитам для юридических лиц росли в течение II квартала (с 17,8% в марте до 18,0% в июне), в июле снизились до 17,7%, а для физических лиц выросли с 20% в марте до 20,3% в июле. Ставки по депозитам при этом во II квартале снижались: для юридических лиц — с 13,6% в марте до 13,2% в июле, для физических лиц — с 13,8 до 13,5% соответственно (Рисунок 9).

Прирост широкой денежной массы в июле 2024 года ускорился до 18,3% г/г против 12,4% в марте

(Рисунок 6). По оценкам НБРК, основной вклад в прирост вносит кредитный и фискальный каналы — в июле их вклад составил 17,8 и 5,9 п. п. соответственно. При этом в июле разовым фактором стала покупка Нацфондом акций АО «Казатомпром» и последующей конвертацией его активов в золотовалютные резервы в рамках зеркалирования данной операции на валютном рынке⁵.

Кредитование экономики продолжает расти высокими темпами и поддерживать экономическую активность. Темпы прироста кредитов экономике в расширенном определении⁶ на конец июля составили 21,5% г/г, что соответствует их приросту на конец апреля — 21,4%. При этом темпы прироста кредитов населению за тот же период немного замедлились, с 27,7 до 26,5%, оставаясь на высоком уровне; а бизнесу ускорились — с 14,9 до 16,3% соответственно. Прирост кредитов банковского сектора⁷ населению замедляется как за счет ипотечных кредитов — в годовом выражении в июле он составил 15,0 против 15,3% г/г в марте, так и за счет потребительских — 33,6% против 37,9% соответственно (Рисунок 7). Самыми высокими темпами растет кредитование малого бизнеса, несмотря на некоторое замедление по сравнению с I кварталом, в годовом выражении прирост в июле составил 22,7% против 23,4% в марте. При этом кредитование крупного бизнеса за тот же период значительно выросло — с 6,9 до 10,7% соответственно (Рисунок 8).

⁵ Сайт Национального банка Республики Казахстан. Доклад о денежно-кредитной политике. Август 2024. Доступно на: <https://www.nationalbank.kz/ru/page/obzor-inflyacii-dkr>.

⁶ Включают остатки фактической задолженности по кредитам банковского сектора, ипотечных организаций, других субъектов квазигосударственного сектора, организаций, осуществляющих микрофинансовую деятельность.

⁷ Включает банки второго уровня и АО «Банк Развития Казахстана».

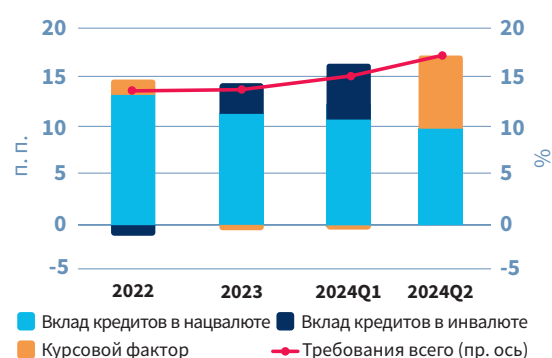
Качество кредитного портфеля остается на высоком уровне — доля необслуживаемых кредитов на 1 августа 2024 года составила 3,1% от ссудного портфеля, не изменившись по сравнению с уровнем на конец I квартала (Рисунок 10). Чистая прибыль банков за 7 месяцев 2024 года составила 1,4 млрд тенге против 1,2 млрд тенге годом ранее.

Рисунок 7. Требования банков к физическим лицам (на конец периода)



Источник: НБРК.

Рисунок 8. Прирост кредитов бизнесу в расширенном определении (на конец периода)

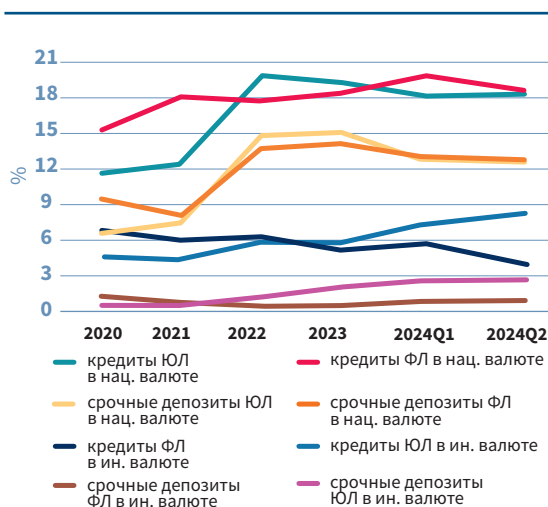


Источник: НБРК.

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ

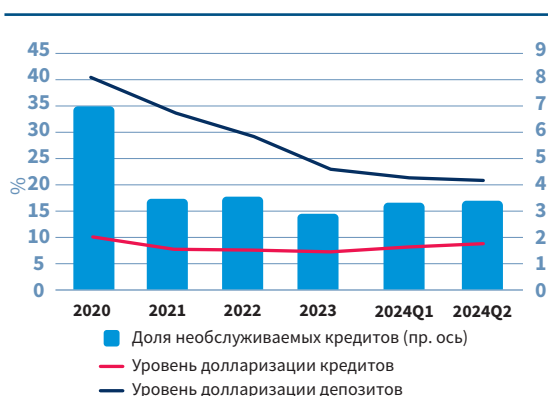
13,1% (АВГУСТ)

Рисунок 9. Ставки по новым кредитам и депозитам (на конец периода)



Источник: НБРК.

Рисунок 10. Показатели банковского сектора



Источник: НБРК.

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСДОЛГ

В целом в первом полугодии 2024 года бюджетная позиция улучшилась в условиях сокращения дефицита госбюджета, при этом наблюдается ряд тревожных тенденций, включая рост расходов на обслуживание долга. По итогам первого полугодия 2024 года прирост доходов госбюджета ускорился до 8,5% г/г против 7,6% г/г в I квартале. Относительно ВВП доходы снизились по сравнению с аналогичным периодом прошлого года с 24,1 до 23,8% (Рисунок 11). Объем налоговых доходов

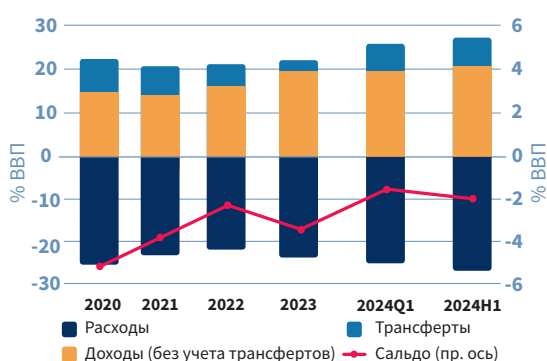
продолжил сокращаться, хоть и замедлил скорость снижения — (-0,8% г/г) по итогам полугодия против (-2,5% г/г) в I квартале. При этом объем налоговых поступлений усилил отставание от планового исполнения и составил 90,2% (94% в I квартале). Самое большое неисполнение наблюдалось по корпоративному подоходному налогу (86,9%) и НДС (71,8%). Как следствие, происходил рост трансфертов из Нацфонда — их объем достиг 2,75 трлн тенге (5,3% ВВП) или 22,3% от всей доходной части госбюджета. Прирост расходов, напротив, замедлился — с 7,6% в I квартале до 6,5% по итогам полугодия. Относительно ВВП расходы составили 25,3%. Прирост расходов, как и в I квартале, наполовину сформирован ростом расходов на соцпомощь и соцобеспечение вследствие значительного увеличения всех видов государственных пособий и базовой пенсионной выплаты. Одновременно растут расходы на обслуживание госдолга (+31,2%), их удельный вес в расходах госбюджета достиг 10,7%. Операции по чистому бюджетному кредитованию и сальдо по операциям с финансовыми активами сократились. В результате, дефицит госбюджета по итогам первого полугодия 2024 года составил 1,9% ВВП против 3,5% ВВП годом ранее, а нефтегазовый дефицит сократился с 9,6 до 8,3% ВВП (Рисунок 11).

ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА 1,9% ВВП

Уровень государственного долга по итогам первого полугодия 2024 года по сравнению с I кварталом 2024 года вырос, по нашей оценке, с 22,3 до 23,1% ВВП (Рисунок 12). Внешний долг Правительства вырос с 5,6 до 5,7% ВВП на фоне ослабления курса тенге к доллару, внутренний долг — с 15,6 до 16,2% ВВП в результате выпуска долгосрочных казначейских обязательств. Долг местных исполнительных органов относительно ВВП не изменился — 1,5% ВВП, в то время как НБРК продолжил снижать свой долг — с 0,4 до 0,3% ВВП.

Валютные активы Нацфонда за II квартал выросли на 1,2% и составили 61,5 млрд долларов. Поступления в Нацфонд за II квартал увеличились на 15% г/г, при этом накопленным итогом за первое полугодие объем поступлений сократился на 6,6%. Рост обеспечили поступления от продажи земельных участков сельскохозяйственного назначения, в то время как налоги от нефтяного сектора сократились во II квартале на 17,7% г/г (по итогам полугодия — (-10,6%) г/г). Использование средств Нацфонда во II квартале при этом выросло на 9,1% г/г (по итогам полугодия — 26,5% г/г) на фоне необходимости поддержки бюджета.

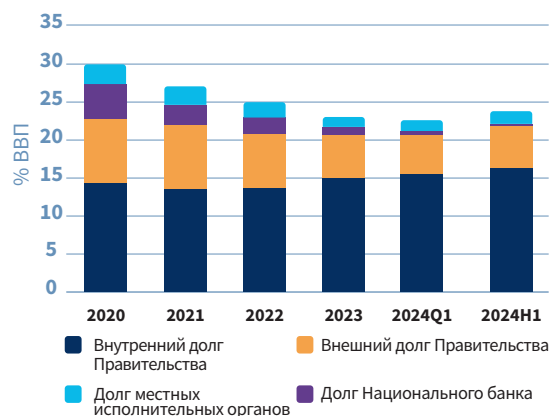
Рисунок 11. Государственный бюджет



Источник: Минфин Республики Казахстан.

НАЦФОНД >\$61,5 МЛРД

Рисунок 12. Государственный долг



Источник: Минфин Республики Казахстан.

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Общее сальдо платежного баланса во II квартале сложилось положительным в размере 0,2 млрд долларов на фоне сокращения дефицита СТО и формирования чистого заимствования по финансовому счету. Дефицит СТО, согласно предварительным данным за II квартал 2024 года, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года сократился с 3,4 до 0,7 млрд долларов, что согласно нашим оценкам, составляет 1,2% ВВП (Рисунок 13). Профицит торговли товарами вырос с 4,4 до 5,5 млрд долларов соответственно в результате роста экспорта товаров (4,2%) при снижении импорта (-1,8%). Основной прирост стоимостного объема экспорта формируют сырьевые товары на фоне высоких цен на мировых рынках — нефть (+1,2 млрд долларов за январь–июль 2024 года к аналогичному периоду прошлого года), продукты неорганической химии

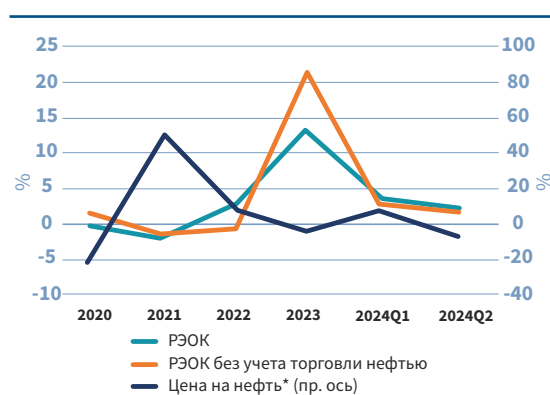
(+0,7 млрд долларов), медь (+0,5 млрд долларов). При этом вырос экспорт руды и концентратов железных руд (+0,1 млрд долларов), несмотря на падение цен на черные металлы. Падение импорта, в свою очередь, связано со снижением ввоза в страну автомобилей (-0,3 млрд долларов за январь–июль 2024 года к аналогичному периоду прошлого года), которые впоследствии реэкспортировались в Россию. Баланс услуг во II квартале 2024 года по сравнению со II кварталом прошлого года остался неизменным — (-0,6) млрд долларов. Отрицательное сальдо первичных доходов сократилось с 6,8 до 5,4 млрд долларов, благодаря росту доходов по резервам и активам Нацфонда с 0,5 до 1 млрд долларов. Дефицит вторичных доходов снизился с 0,3 до 0,2 млрд долларов.

Чистое заимствование средств, согласно данным финансового счета платежного баланса, сложилось в объеме 0,6 млрд долларов (Рисунок 14). Приток средств в экономику обеспечили прочие краткосрочные потоки капитала (2,4 млрд долларов) и средне- и долгосрочные инвестиции (0,3 млрд долларов). При этом отток формировался в результате операций по прямым (0,2 млрд долларов) и портфельным инвестициям (2,0 млрд долларов). В разрезе секторов приток в размере 2,0 млрд долларов обеспечил банковский сектор. Операции Правительства и Национального банка сформировали отток в объеме 1,0 млрд долларов, других секторов — 0,4 млрд долларов.

Во II квартале 2024 года валовые международные резервы увеличились на 2,1 млрд долларов, до 40,0 млрд долларов, что эквивалентно 6,8 месяца импорта (Рисунок 15). В составе резервов выросли как активы в СКВ (+1,8 млрд долларов), так и активы в золоте (+0,3 млрд долларов).

Курс тенге после длительного периода укрепления начал ослабевать к концу II квартала 2024 года. Укрепившись в мае до уровня 442,2 тенге за доллар, к июлю среднемесячный курс снизился до 474,9 тенге за доллар. Реальный эффективный обменный курс за период с мая по июль снизился на 4,0%, а без учета торговли нефтью — на 8,1% (Рисунок 13). При этом обменный курс оставался достаточно волатильным, что в том числе было связано с неравномерностью трансфертов из Нацфонда.

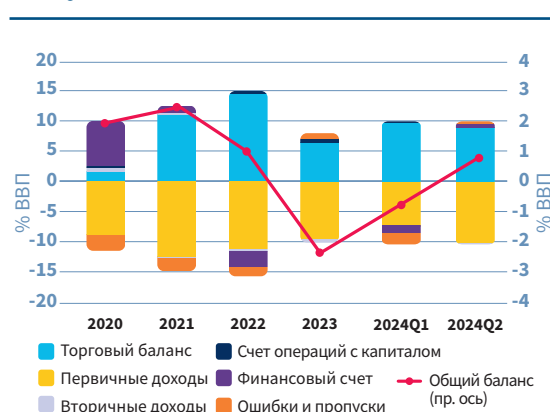
Рисунок 13. Динамика ценовых условий внешней торговли



Примечание: уровень цены на нефть указан на конец периода.

Источник: НБРК, Всемирный банк.

Рисунок 14. Платежный баланс

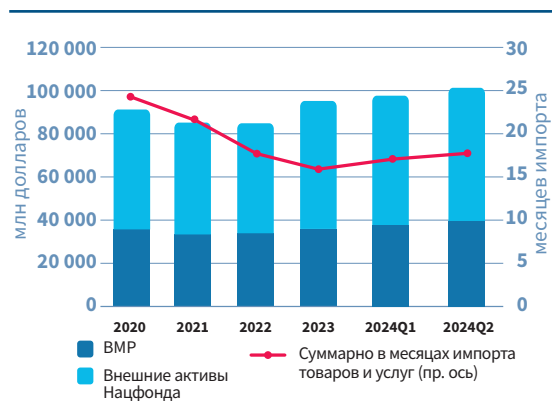


Источник: НБРК, расчеты авторов.

**ВАЛОВЫЕ МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕЗЕРВЫ
НА КОНЕЦ II КВАРТАЛА**

\$40 МЛРД

Рисунок 15. ВВП и внешние активы Нацфонда (на конец периода)



Источник: НБРК.

**ПРИРОСТ ВВП
В 2025 ГОДУ
5,0%**

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз	2027 Прогноз
Прирост реального ВВП, %	5,1	3,8	5,0	4,7	4,8
Инфляция (дек. к дек. пред. года), %	9,8	8,0	6,9	5,4	5,0
Инфляция (среднегодовая), %	14,9	8,7	7,3	5,9	5,1
Курс доллар / тенге (среднегодовой)	456,2	465,1	486,6	497,7	511,6
Базовая ставка НБРК (среднегодовая), %	16,4	14,1	11,5	8,8	7,6

В условиях более слабой, чем ожидалось, экономической активности в первом полугодии мы понизили оценку экономического роста в 2024 году до 3,8%. Тем не менее наш прогноз по-прежнему предполагает ускорение экономической активности во втором полугодии, поддержанное мягкой фискальной политикой. Внутренний потребительский спрос остается основным источником роста и продолжит расти, поддерживаемый увеличением потребительского кредитования и заработных плат⁸. Значительным ограничением для роста до конца 2024 года

станет необходимость компенсировать недостаточное сокращение добычи нефти в первом полугодии в рамках соглашения ОПЕК+. При этом рост промышленного производства и экспорта поддержат другие сырьевые товары. Инвестиционная активность выйдет в положительную зону за счет роста инвестиций в широкий круг отраслей при снижении влияния спада в нефтяном секторе. Кроме этого, положительный вклад в валовое накопление продолжит формировать строительство, в том числе в связи с компенсацией ущерба после паводков в начале года.

⁸ Индекс потребительской уверенности в Казахстане, оцениваемый в рамках исследования Freedom Finance Global, в июле показывал рост четвертый месяц подряд.

В 2025–2027 годах темпы роста экономики ускорятся, прирост ВВП прогнозируются вблизи 5%. Введение

новых мощностей в нефтедобывающей отрасли и смягчение ограничений ОПЕК+ позволит, по нашим оценкам, обеспечить рост экспорта нефти в 2025 году. Фискальное стимулирование продолжит поддерживать внутренний спрос, однако его влияние будет постепенно снижаться по мере более строго соблюдения бюджетных правил и сокращения ненефтяного дефицита бюджета. Потребительский спрос продолжит поддерживаться дальнейшим ростом кредитования и реальных доходов населения. Инвестиционная активность, учитывая амбициозные планы властей⁹, будет устойчиво оставаться на высоком уровне.

Инфляция продолжит снижение во втором полугодии 2024 года, но более медленными темпами ввиду эффектов от ослабления курса тенге и высокой импортируемой инфляции из России. К концу 2024 года инфляция опустится до 8,0%. Однако ее дальнейшее снижение до таргетируемого уровня 5% будет сдерживаться высоким потребительским спросом в условиях мягкой фискальной политики и сохраняющимися высокими инфляционными ожиданиями. Инфляция приблизится к 5% только в 2027 году.

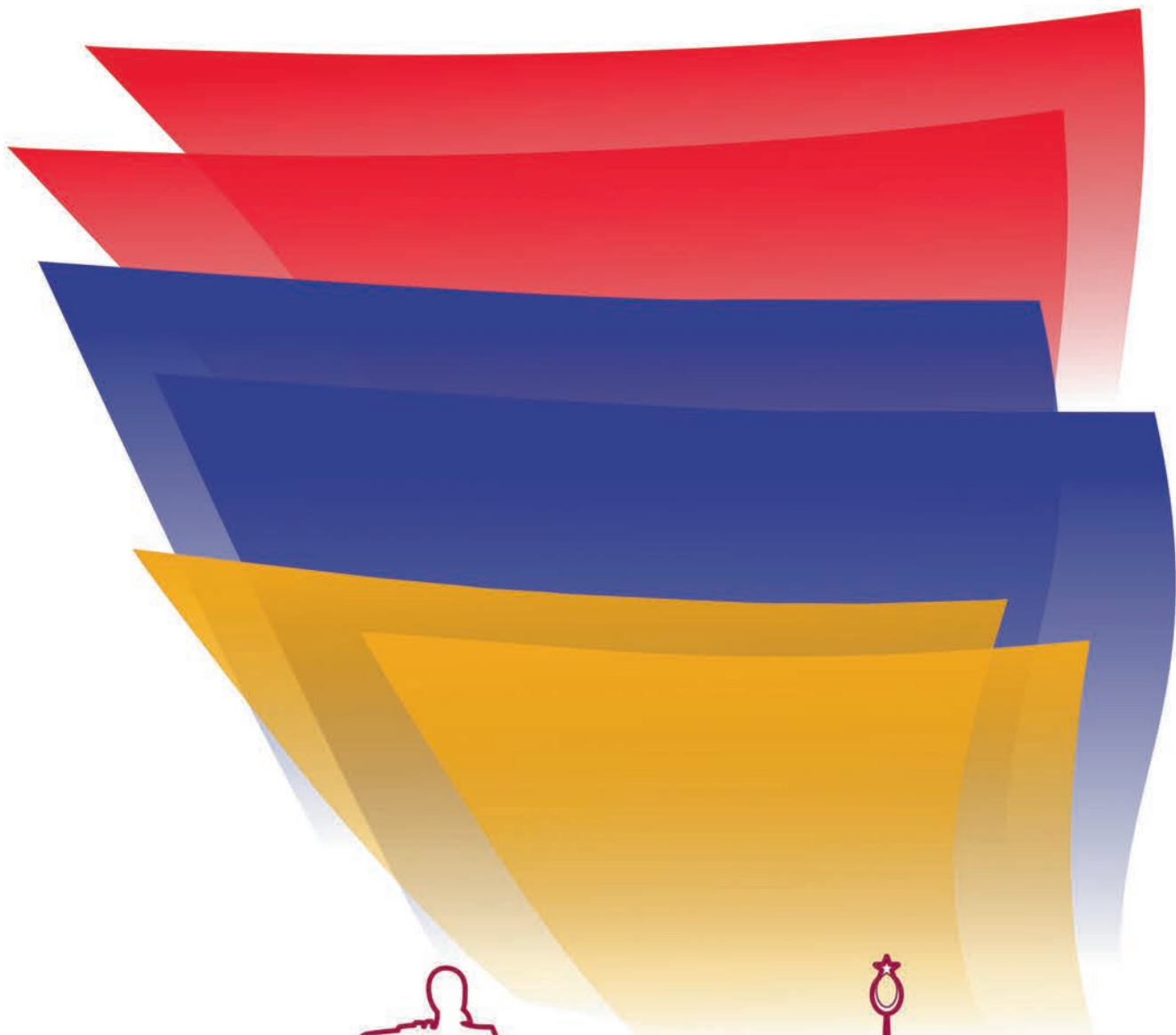
НБРК после паузы, взятой в III квартале 2024 года, вернется к плавному снижению процентной ставки. Тем не менее, в условиях высокого инфляционного давления в России и жесткой монетарной политики Банка России мы ожидаем, что НБРК будет осторожно проводить смягчение денежно-кредитных условий. Монетарные условия, по нашим оценкам, перейдут в нейтральную зону в 2027 году.

⁹ Сайт Министерства национальной экономики Республики Казахстан. Прогноз социально-экономического развития Республики Казахстан на 2025–2029 годы. Доступно на: <https://www.gov.kz/memleket/entities/economy/documents/details/670517?lang=ru>.

Среднегодовой курс в 2024 году сложится вблизи 465 тенге за доллар. Однако в прогнозном периоде он будет постепенно ослабевать, приближаясь к равновесному значению. К постепенному ослаблению курса приведет и снижение объемов продажи валюты из Нацфонда в рамках прогнозируемой нормализаций бюджетной политики.







В первом полугодии 2024 года экономика Республики Армения существенно замедлилась в результате снижения положительного влияния конъюнктурных факторов и сокращения государственного потребления. Несмотря на выход из дефляционной зоны, инфляция находилась за нижней границей целевого интервала, в условиях внешнего дефляционного давления и снижения инфляционных ожиданий. На этом фоне ЦБ РА продолжил снижать ставку рефинансирования. Бюджетная политика также несколько смягчилась по

сравнению с прошлым годом в условиях снижения налоговых поступлений. Сальдо СТО сложилось с дефицитом на фоне роста импорта товаров и услуг.

Согласно базовому сценарию, в 2024-2027 годах темпы экономического роста будут близки к потенциальным. Ожидается, что денежно-кредитная политика будет направлена на возвращение инфляции в рамки целевого коридора. Дефицит бюджета расширится на фоне существенного роста расходов бюджета, что потребует привлечения новых источников финансирования.



РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

В первом полугодии 2024 года рост экономики Республики Армения существенно замедлился на фоне сокращения государственного потребления и снижения положительного влияния конъюнктурных факторов¹. Прирост реального ВВП в первом полугодии 2024 года составил 6,5% к соответствующему периоду предыдущего года по сравнению с 10,5% годом ранее (Рисунок 1). По нашим оценкам, прирост сезонно сглаженного реального ВВП за II квартал составил около 1,4% кв/кв, снизившись на 0,2 п. п. по сравнению с I кварталом 2024 года. В первом полугодии наибольший вклад в прирост ВВП был обеспечен за счет инвестиционного спроса (порядка 3,9 п. п.), основным драйвером которого стало жилищное строительство, поддержанное ростом ипотечных кредитов (на 22,5%) и коммерческих кредитов в строительном секторе (на 37,8%). Вклад потребительского спроса в прирост ВВП значительно сжался — с 7,9 п. п., зафиксированных в первом полугодии 2023 года, до 3,0 п. п. в первом полугодии 2024 года, преимущественно за счет отрицательного вклада государственного потребления (-1,8 п. п. по сравнению с +2,7 в прошлом году). При этом вклад частного потребления снизился с 5,2 до 4,8 п. п. Вклад чистого экспорта в прирост ВВП составил (-0,4 п. п.) в условиях опережающего роста импорта на фоне укрепления армянского драма.

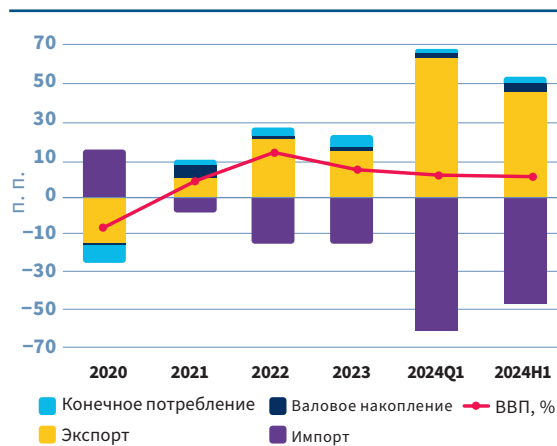
¹ В результате реклассификации отдельных видов экономической деятельности, связанных с реэкспортом золота (реклассификацией отдельных видов экономической деятельности обрабатывающей промышленности (коды 24 (металлургическая продукция) и 32 (другая промышленная продукция)), Статистический комитет Республики Армения пересмотрел годовые и квартальные показатели ВВП 2023 года, а также показатели за I квартал 2024 года. В итоге показатель роста ВВП на 2023 год снизился с 8,7% до 8,3%, а на I квартал 2024 года — с 9,2% до 6,6%. Источник: Армстат. Доступно на: <https://www.armstat.am/file/doc/99550173.pdf>.

В отраслевом разрезе основной вклад в рост экономической активности оказали сектора торговли, прочих услуг и обрабатывающей промышленности (Рисунок 2). Вклад сектора оптовой и розничной торговли составил 3,0 п. п., прочих услуг — 1,6 п. п. (в том числе за счет финансовой и страховой деятельности (1,4 п. п.) и операций с недвижимым имуществом (1,3 п. п.)), на фоне сокращения вклада сектора информации и связи (-0,5 п. п.), обрабатывающей промышленности — 1,0 п. п., строительства — 0,8 п. п. Отрицательный вклад сектора ИТС (после положительного вклада 2,8 п. п. годом ранее) связан с эффектом высокой базы 2022–2023 годов, когда наблюдался значительный приток/релокация российских граждан и ИТ-компаний. Также отрицательный вклад имел сектор перевозок и складского хозяйства (-0,2 п. п.) после положительного вклада 0,9 п. п. годом ранее, главным образом за счет снижения услуг воздушного транспорта.

Замедление экономической активности начинает сказываться на показателях рынка труда. По нашим оценкам, в первом полугодии 2024 года наблюдается снижение численности занятых на 1,2%, по сравнению с первым полугодием 2023 года, при увеличении уровня официально зарегистрированных безработных до 13,5%, по сравнению с 11,7% годом ранее (Рисунок 3). Кроме замедления экономической активности, причиной ухудшения данных показателей является низкая вовлеченность трудоспособного населения — вынужденных переселенцев из Нагорного Карабаха в рынок труда, численность которых включается в общую численность экономически активного населения Республики Армения. Годовой прирост реальной заработной платы замедлился до 7,4% по сравнению с 14,7% в первом полугодии предыдущего года в условиях замедления экономической активности (Рисунок 4). Наибольший рост заработных плат отмечался в секторах финансовой и страховой деятельности, оп-

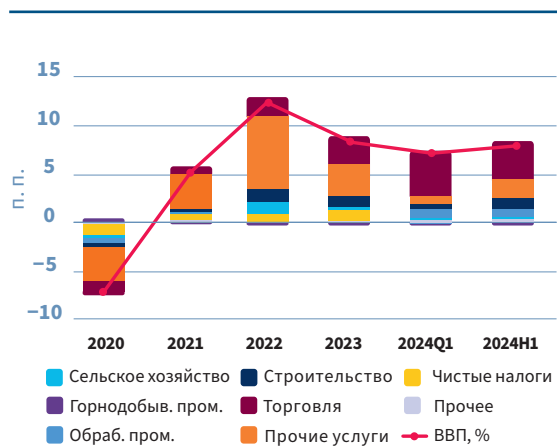
товой и розничной торговли, а также в секторе операций с недвижимым имуществом.

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по использованию



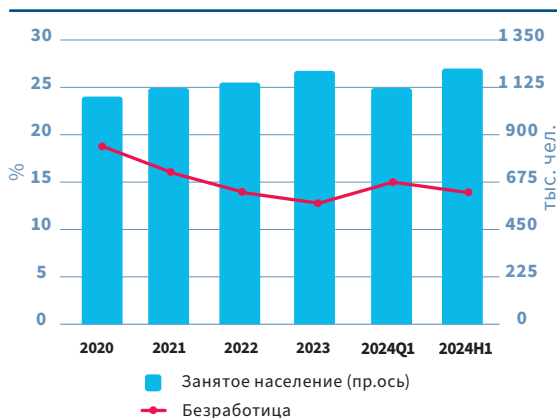
Источник: Армстат.

Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



Источник: Армстат.

Рисунок 3. Динамика уровня занятости и безработицы



Источник: Армстат.

Рисунок 4. Динамика заработной платы



Источник: ЦБ РА, Армстат.

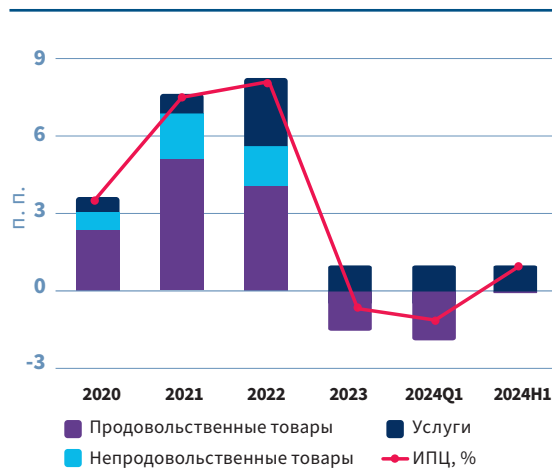
ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

С мая 2024 года динамика цен перешла в положительную зону, но инфляция сохранялась существенно ниже целевого ориентира ЦБ РА. Основным драйвером инфляции оставался рост цен на услуги, вклад которых в изменение индекса потребительских цен составил 0,9 п. п. По итогам июня 2024 года 12-месячная инфляция составила 0,8% против (-0,6%) в декабре 2023 года, показатель базовой инфляции в годовом выражении составил 0% против (-0,4%). При этом существенно уменьшился отрицательный вклад продовольственных товаров (-0,1 п. п.) по сравнению с декабрем 2023 года (-1,6 п. п.) (Рисунок 5).

В условиях низкой инфляции ЦБ РА осуществлял постепенное смягчение денежно-кредитной политики, что имело ограниченное влияние на банковские ставки. За первое полугодие 2024 года ставка рефинансирования была снижена 4 раза, с 9,25% до 8,0%

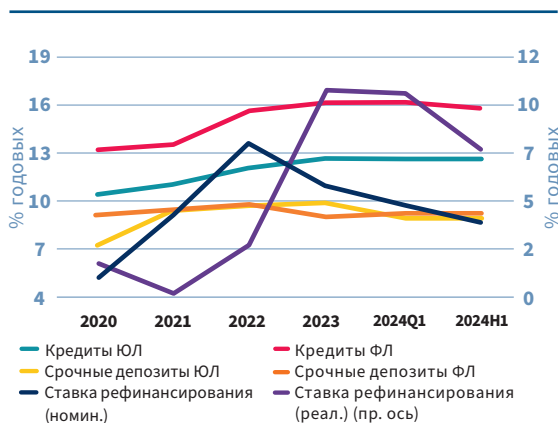
годовых². При этом стоит отметить ограниченную реакцию банков в части изменения процентных ставок по кредитам и срочным депозитам. В частности, в июне 2024 года по сравнению с декабрем 2023 года средневзвешенные процентные ставки как по новым срочным депозитам, так и новым кредитам в национальной валюте снизились всего на 0,1 п. п. (Рисунок 6).

Рисунок 5. Инфляция (г/г, на конец периода)



Источник: Армстат.

Рисунок 6. Ставки по новым кредитам и депозитам (на конец периода)



Источник: ЦБ РА, Армстат.

Кредитная активность банков остается высокой, несмотря на сохранение

² На заседании Совета ЦБ РА, состоявшегося 10 сентября 2024 года, принято решение снизить ставку рефинансирования еще на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 7,5%.

ПРИРОСТ ВВП ЗАМЕДЛИЛСЯ до 6,5%

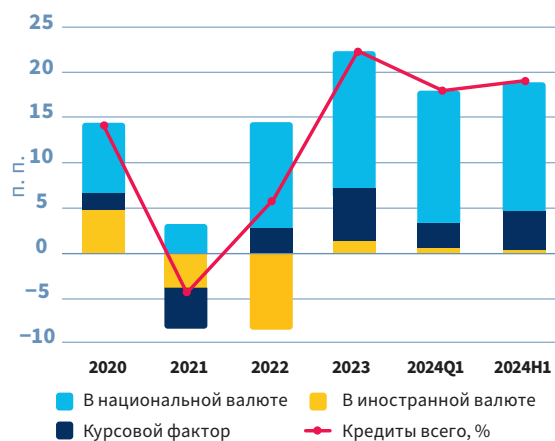
высоких процентных ставок по кредитам в национальной валюте. Годовой прирост кредитов коммерческих банков на конец первого полугодия 2024 года несколько замедлился, до 19,4% г/г, после прироста на 22,4% г/г на конец 2023 года на фоне снижения темпов роста кредитов юридическим лицам, в то же время темп роста потребительских кредитов населению ускорился. Рост был преимущественно обусловлен увеличением кредитов в национальной валюте (вклад 14,6 п. п.). Вклад кредитов в иностранной валюте без учета курсового фактора в общий прирост составил 4,7 п. п. (Рисунок 7). Доля ипотечных кредитов (21,5% после 20,8% в конце 2023 года) и кредитов в сфере строительства (10,1% после 9,7% в конце 2023 года) продолжает оставаться на высоком уровне (Рисунок 8) на фоне мер Правительства, направленных на стимулирование жилищного строительства и ипотечного кредитования путем возврата подоходного налога³. При этом отметим, что высокий спрос ипотечных кредитов и кредитов в сфере строительства обусловлен планируемой приостановкой программы Правительства в 2025–2027 годах (для Еревана в 2025 году). На фоне ускорения роста потребительских кредитов (до 25,5% после 21,1% в конце 2023 года) их доля в структуре кредитов также увеличилась.

Темпы роста банковского кредитования в первом полугодии 2024 года превышали темп роста депозитов (соответственно, 19,4% и 11,9%, г/г), что способствует снижению объемов избыточной ликвидности банковской системы. В результате разница между объемами

³ ЕФСР. Социально-экономические тенденции первого полугодия 2023 года и среднесрочные перспективы 10/2023. Доступно на: https://efsd.org/upload/iblock/0f4/RA_makro_2023Q2.pdf (с. 16–18)

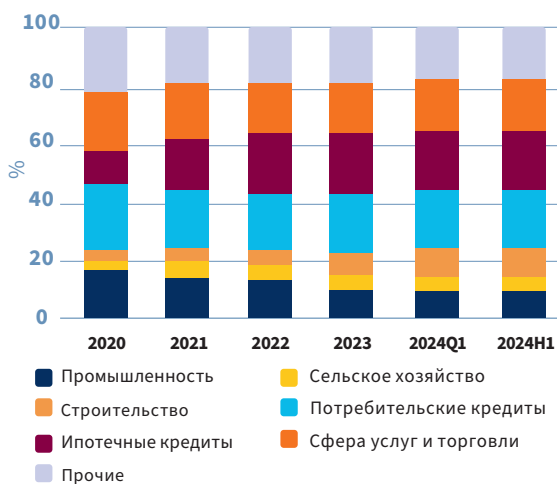
депозитов и кредитов за первое полугодие сократилась до 330 млрд драмов с 527 млрд драмов в конце 2023 года.

Рисунок 7. Прирост кредитов коммерческих банков



Источник: ЦБ РА.

Рисунок 8. Структура кредитов коммерческих банков



Источник: ЦБ РА.

**ИНФЛЯЦИЯ
СОСТАВИЛА
0,8%**

Ключевые финансовые показатели банковской системы улучшились. По итогам июня 2024 года по сравнению с декабрем 2023 года рентабельность активов увеличилась с 2,7 до 4,5%, собственного капитала — с 17,4 до 28,6% на фоне увеличения процентных доходов в результате роста кредитования, при этом наблюдался рост спреда между средневзвешенными процентными ставками по кредитам и депозитам. Качество кредитного портфеля улучшилось за счет снижения доли проблемной задолженности с 2,4 до 1,2%.

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

В первом полугодии 2024 года государственный бюджет был исполнен с небольшим профицитом, в 0,3% ВВП, что значительно ниже профицита в 3,4% ВВП за тот же период прошлого года (Рисунок 9).

Доходная часть бюджета сократилась до 29,5% ВВП⁴ (против 30,2% годом ранее), в основном за счет снижения налоговых поступлений на 0,5 п. п., до 28,2% ВВП, которое, в частности, наблюдалось по линии НДС (на 1,0 п. п.), налога на прибыль (на 0,2 п. п.), акцизов (на 0,2 п. п.). Падение было обусловлено преимущественно уменьшением поступлений от импортируемых товаров и, вероятно, увеличения доли необлагаемых налогами отраслей. По остальным видам налогов наблюдался рост, в частности поступления по линии экологических платежей и платежей за природопользование увеличились (на 0,6 п. п.) за счет повышения роялти от добычи металлических полезных ископаемых (рост в 2,8 раза по сравнению с годом ранее). При этом отметим, что план первого

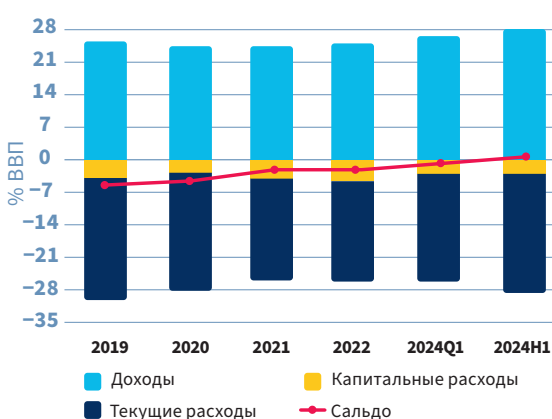
⁴ В доходах и расходах включен возврат подоходного налога по ипотечному кредиту.

полугодия по налогам недовыполнен на 9% (или на 300 млн долларов).

Общие расходы бюджета увеличились с 26,7 до 29,3% ВВП за счет роста как текущих, так и капитальных расходов.

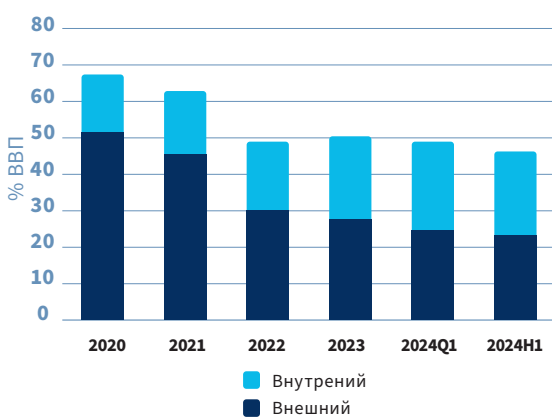
Текущие расходы увеличились на 1,8 п. п., до 25,6% ВВП, за счет роста социальных выплат, пенсий, субсидий, заработных плат и процентных выплат, по остальным статьям имело место снижение (при этом план первого полугодия по текущим расходам был не выполнен на 9,7%). Несмотря на увеличение капитальных расходов на 0,8 п. п., до 3,7% ВВП, их план был не выполнен на 26%. Основной причиной невыполнения плана остаются проблемы управления и реализации капитальных проектов.

Рисунок 9. Государственный бюджет



Источник: Минфин РА.

Рисунок 10. Государственный долг



Источник: оценки авторов.

РОСТ ВВП ЗАМЕДЛИТСЯ В 2025-2027 ГОДАХ ДО 5,4-5,5%

По итогам июня 2024 года уровень государственного долга сократился до 48,5% ВВП с 50,7% на конец 2023 года на фоне роста ВВП и укрепления армянского драма к доллару (Рисунок 10). При этом наблюдается продолжение снижения доли внешних долговых обязательств с 54,9 до 51,4% от валового государственного долга, что в целом соответствует стратегии Правительства по управлению государственным долгом в части изменения его структуры в пользу внутренних заимствований.

ВНЕШНИЙ СЕКТОР⁵

Согласно нашей оценке, в I полугодии 2024 года дефицит СТО вырос до (-8,5%) ВВП с (-5,3%) ВВП годом ранее преимущественно в связи с ухудшением баланса услуг.

Баланс товаров практически не изменился и сложился на уровне (-13,4%) ВВП (-13,3% ВВП годом ранее) (Рисунок 11). При этом стоимостный объем экспорта товаров вырос с 33,9% до 74% ВВП, чему, как правило, способствовал реэкспорт золота на арабский рынок⁶ (в основном в январе—апреле 2024 года). При этом с мая 2024 года за

⁵ Данные по платежному балансу за первое полугодие 2024 года (за исключением торгового баланса) — оценка.

⁶ Наблюдалось существенное изменение в структуре торговых потоков на фоне роста экспорта в ОАЭ в 7,8 раза и другие страны в 11,4 раза. В результате доля ОАЭ в товарообороте Армении за этот период составила 20,1%, в то же время главным торговым партнером продолжает оставаться Российская Федерация (45,4%).

счет резкого сокращения объемов реэкспорта золота темпы роста экспорта начали замедляться. Наибольший вклад в прирост экспорта (130%) внесли драгоценные металлы (товарные группы «необработанное или полуобработанное золото, порошок» и «ювелирные изделия») (на 146,4 п. п.)⁷ и минеральная продукция (на 2,3 п. п.). В свою очередь, экспорт средств наземного, воздушного и водного транспорта сформировал отрицательный вклад (9,2 п. п.). Стоимостный объем импорта товаров существенно вырос с 47,1% до порядка 98% ВВП в условиях роста реэкспорта и инвестиционного спроса. Наибольший вклад в прирост импорта на 87% внесли драгоценные камни и металлы (на 96,3 п. п.). При этом средства наземного, воздушного и водного транспорта имели отрицательный вклад (10,5 п. п.)⁸. Профицит баланса услуг снизился с 10,1% до 6,8% ВВП в условиях снижения числа туристов на 6,1% (в частности, из РФ на 124 тыс. чел. меньше, чем в первом полугодии 2023 года).

Дефицит первичных доходов расширился до (-4,4%) ВВП с (-3,4%) ВВП годом ранее. Профицит вторичных доходов увеличился до 2,4% ВВП с 1,3% ВВП годом ранее в результате сокращения оттока текущих трансфертов государственного сектора на фоне снижения притока по личным трансфертам.

По финансовому счету платежного баланса, по нашей оценке, наблюдалось чистое заимствование в размере 6,8% ВВП против 1,4% ВВП годом ранее.

⁷ Сайт Министерства финансов Республики Армения. Отчет о государственном бюджете (I полугодие 2024 г.). Доступно на: https://minfin.am/hy/page/petakan_byujei_hashvetvutyun_2024_1-in_kisamyak.

⁸ Сайт Министерства финансов Республики Армения. Отчет о государственном бюджете (1 квартал 2024 г.). Доступно на: https://minfin.am/hy/page/petakan_byujei_hashvetvutyun_2024_1-in-eramsyak.

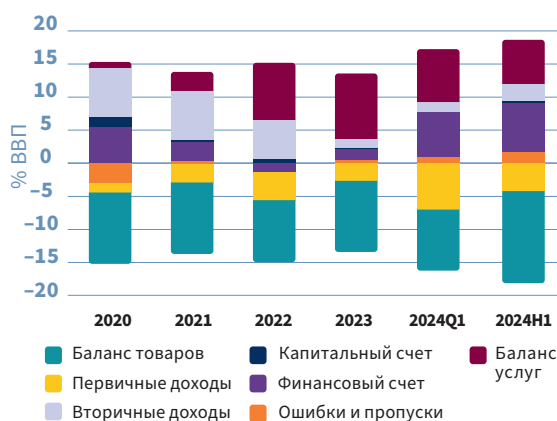
Основным источником притока средств выступали прочие инвестиции на фоне повышения задолженности депозитных организаций и прочих секторов перед нерезидентами, которое также наблюдалось в I квартале 2024 года.

Дефицит СТО балансировался за счет неучтенных положительных потоков по статье «пропуски и ошибки», которые, по нашей оценке, составили около 2,0% ВВП. В апреле—июне ЦБ РА провел интервенции и приобрел валюту в эквиваленте 257 млн долларов для сглаживания чрезмерного укрепления национальной валюты, что свидетельствует о притоке валюты, который не отражается в основных статьях платежного баланса. Следует отметить, что объемы оборота валютного рынка Республики Армения продолжали оставаться на высоком уровне. В частности, объемы внутрибанковской покупки иностранной валюты превысили объемы продажи, в первую очередь за счет приобретения российского рубля. При этом по итогам июня 2024 года валовые международные резервы по сравнению с декабрем 2023 года снизились на 0,3 млрд долларов, до 3,3 млрд долларов (или 1,9 месяцев импорта).

Согласно нашей оценке, в первом полугодии 2024 года армянский драм оставался переоцененным. В июне реальный эффективный обменный курс укрепился на 4,8% г/г (после укрепления на 13,9% в 2023 году) (Рисунок 12).

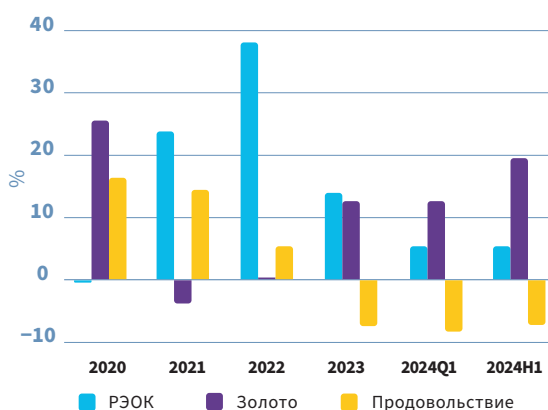
**ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА
УВЕЛИЧИТСЯ
В 2025 ГОДУ ДО
5,7%**

Рисунок 11. Платежный баланс



Источник: ЦБ РА, оценка авторов.

Рисунок 12. . Динамика внешних ценовых переменных (г/г)



Примечание: (+) укрепление РЭОК.

Источник: ЦБ РА, Всемирный банк.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

Наш обновленный прогноз по экономическому росту изменился незначительно по сравнению с летним. Согласно базовому сценарию, ожидается постепенное замедление темпов экономического роста к потенциальному уровню. В 2024 году рост экономики замедлится до 6,1% на фоне снижения конъюнктурных факторов (реэкспорта золота). Драйверами роста выступают инвестиционный и потребительский спрос. Потребительский спрос будет поддержан продолжающимся быстрым ростом потребительского кредитования и заработных плат. Увеличение инвестиционного спроса будет обусловлено дальнейшим ростом государственных инвестиций⁹ и жилищного строительства. В среднесрочном периоде темпы экономического роста замедлятся до потенциального уровня¹⁰ и в базовом

сценарии составят в пределах 5,4–5,5% в 2025–2027 годах. У сценария преобладают понижительные риски, связанные с внешними и внутренними факторами, которые могут проявиться сильнее, чем предусматривалось в базовом прогнозе (более подробно см. в разделе «Риски и неопределенности базового прогноза»).

Наш прогноз по инфляции также остался практически неизменным по сравнению с летним, при этом мы ожидаем, что денежно-кредитная политика будет направлена на возвращение инфляции в рамки целевого коридора (4±1,5%). Согласно обновленным оценкам, 12-месячная инфляция в декабре 2024 года составит порядка 3,0% (г/г), на фоне постепенной нормализации монетарных условий, обусловленной снижением ставки рефинансирования в реальном выражении и ослаблением армянского драма. В 2025–2027 годах инфляция сохранится в пределах своих целевых значений.

Наша оценка дефицита бюджета на 2024 год практически не изменилась по сравнению с предыдущим прогнозом

⁹ Сайт Министерства финансов Республики Армения. Среднесрочная программа государственных расходов на 2025–2027 годы. Доступно на: https://minfin.am/hy/page/petakan_mijnazhamket_tsakhseri_tsragre/.

¹⁰ Сайт Центрального банка Республики Армения. Оценка ЦБ РА, опубликованная в «Отчете об инфляции» 10/09/2024. Доступно на: https://www.cba.am/AM/ppublications/MPR_2024Q3_Arm.pdf.

(4,8%), однако мы повысили оценки дефицита бюджета на 2025–2026 годы в среднем на 0,9 п. п. в результате увеличения текущих и капитальных расходов. Согласно Среднесрочной программе государственных расходов на 2025–2027 годы, текущие расходы увеличатся до 24,5% ВВП в 2025 году на фоне роста социальных расходов, а капитальные возрастут до 7,1% ВВП, в том числе в связи с финансированием крупных интеграционных проектов по жилищному строительству для поддержки вынужденных переселенцев из Нагорного Карабаха. В результате дефицит бюджета возрастет до 5,7% в 2025 году. На оставшемся прогнозном периоде с 2026–2027 годов расходы бюджета постепенно снизятся до 30,1% ВВП с учетом соблюдения фискальных правил. При этом ожидается рост уровня доходов Правительства на всем

прогнозном периоде в условиях ежегодного прироста налоговых поступлений в 2024–2027 годах около 0,5 п. п. ВВП за счет улучшения налогового администрирования и изменений в налоговой политике.

Платежный баланс будет оставаться под давлением в условиях расширения дефицита счета текущих операций.

В 2024 году дефицит СТО расширится до 4,0% ВВП на фоне замедления притока денежных переводов, а в 2025–2027 годах — до 4,3% ВВП (в среднем) по причине прогнозируемого ухудшения баланса товаров и услуг. Несмотря на рост международных резервов с 3,6 млрд долларов в 2023 году до 4,5–4,7 млрд долларов в 2026–2027 годах, их уровень составит 2,7–2,8 месяца импорта на всем прогнозном периоде на фоне роста объемов импорта.

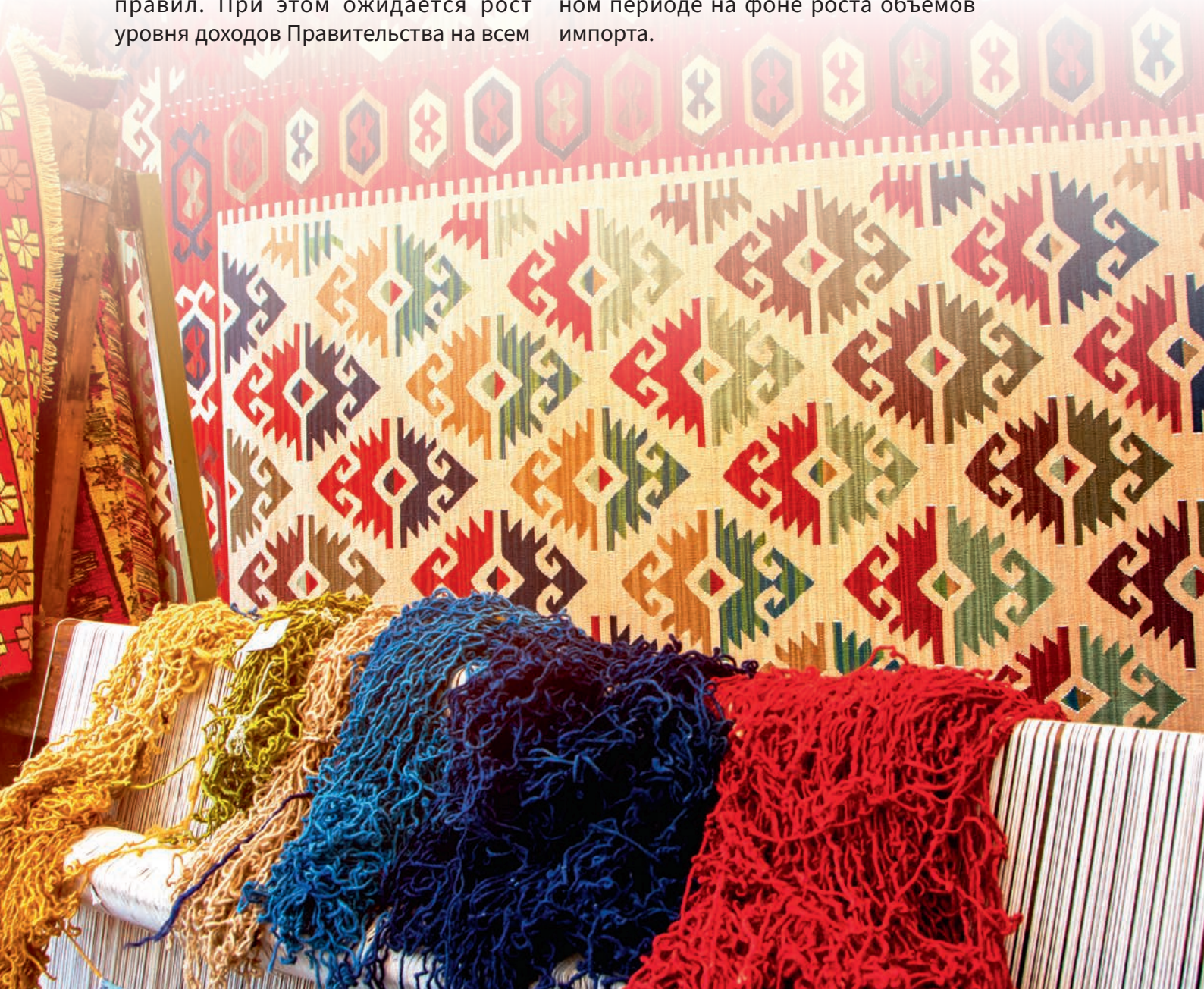


ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз	2027 Прогноз
Национальные счета и цены (в %)					
Номинальный ВВП					
в млрд драм	9453	10 244	11 126	12 240	13 572
в млрд долларов	24,1	26,4	27,9	29,7	32,0
Прирост реального ВВП	8,3	6,1	5,5	5,5	5,4
ИПЦ (дек., г/г)	-0,6	3,0	4,0	4,0	4,0
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, % изменения	17,4	14,0	10,9	10,1	9,5
Ключевая процентная ставка	9,25	7,25	7,0	7,0	7,0
Государственные финансы (в % ВВП)					
Доходы и гранты	25,5	25,6	25,9	26,4	26,5
налоговые поступления	24,1	24,5	25,0	25,5	25,9
Расходы бюджета	27,5	30,4	31,6	31,1	30,1
Текущие расходы	22,5	23,9	24,5	24,0	23,8
Капитальные расходы	5,0	6,5	7,1	7,1	6,3
Баланс бюджета ("-" дефицит / "+" профицит)	-2,0	-4,8	-5,7	-4,7	-3,6
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	-2,3	-4,0	-4,2	-4,4	-4,4
Прямые иностранные инвестиции ("-" приток; "+" отток)	-2,4	-2,5	-2,6	-2,8	-2,8
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	3,0	2,8	2,8	2,8	2,7

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов





В первом полугодии 2024 года экономика Кыргызской Республики продолжала расти высокими темпами, ускорившись относительно соответствующего периода 2023 года. Реальный ВВП увеличился на 8,1%, главным образом — за счет высокой потребительской и инвестиционной активности. В отраслевой структуре основным драйвером роста экономики остается сектор услуг, при этом наблюдается существенный рост вклада строительства.

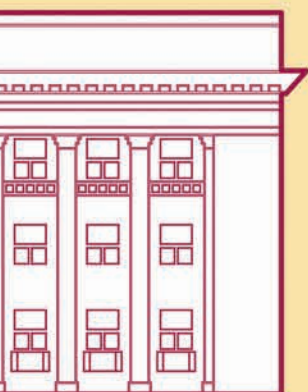
Замедление роста продовольственных цен сыграло ключевую роль в снижении 12-месячной инфляции до 4,5% в июне 2024 года с 5,2% в марте 2024 года и с 7,3% в конце 2023 года. Денежно-кредитная политика была направлена на ограничение монетарных факторов инфляции.

Государственный бюджет сформировался с профицитом в размере 6,9%

ВВП благодаря росту налоговых и неналоговых поступлений.

Объем импорта и экспорта машиностроения снижается после повышения утилизационного сбора в России. Однако объем чистых ошибок и пропусков в платежном балансе по-прежнему растет, свидетельствуя о сохранении роли Кыргызстана как транзитного хаба, а также ограничениях статистического учета внешней торговли.

В среднесрочной перспективе ожидается замедление темпов роста кыргызской экономики в условиях снижения государственных инвестиций и постепенного замедления внутреннего и внешнего спроса. Замедление потребительской активности и мировых цен на продовольствие приведут к снижению среднегодовой инфляции до 4,6% в 2024 году и 5,4% в 2027 году.



РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

В первом полугодии 2024 года кыргызская экономика ускорилась до 8,1% г/г против 2,2% г/г в первом полугодии 2023 года за счет высокой потребительской активности и роста инвестиций¹. В I квартале 2024 года наблюдался высокий рост частного потребления (+17,2% г/г) и инвестиций (+20,8% г/г), обеспечившие 17,8 и 3,2 п. п. роста ВВП соответственно (Рисунок 1). По итогам первого полугодия данные тенденции продолжились. Потребление по-прежнему росло благодаря увеличению заработной платы (+10,4% г/г) и потребительского кредитования (+60,6% г/г). Рост инвестиций в основной капитал ускорился до 54,7% г/г (против 10,2% в первом полугодии 2023 года), преимущественно за счет внутренних источников. При этом общий объем валового накопления растет более медленно из-за значительного снижения чистого приобретения ценностей вследствие прекращения НБКР покупки немонетарного золота в запасы. Отрицательный вклад чистого экспорта в экономический рост увеличился из-за продолжающего роста импорта товаров (+12,4%) при сокращении экспорта (-3,2%).

Сектор услуг остается ключевым драйвером экономического роста, при этом наблюдается значительный рост вклада строительства. Добавленная стоимость сектора услуг увеличилась на 7,7% (после +2,8% в первом полугодии 2023 года), что обеспечило вклад этого сектора в рост ВВП в размере 4,1% (Рисунок 2). Рост был обеспечен оптовой и розничной торговлей (вклад в прирост ВВП 2,2 п. п.), которая выросла на 18,3% (6,9% годом ранее) за счет быстрого роста внутреннего потребления

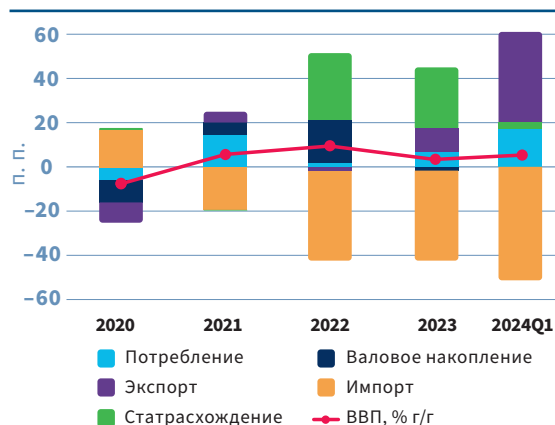
¹ По оценкам авторов, прирост сезонно сглаженного реального ВВП за II квартал составил 1,7% кв/кв, после нулевой динамики кварталом ранее.

ПРИРОСТ ВВП

8,1%

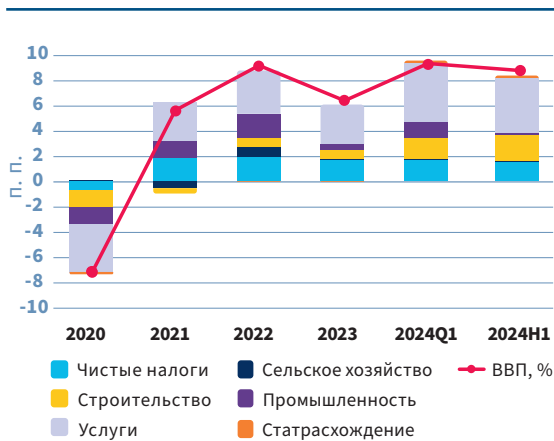
и сохраняющегося спроса со стороны России. Вклад строительства в прирост ВВП увеличился с 0,9 п. п. в первом полугодии 2023 года до 2,0 п. п. в 2024 году (Рисунок 2). Объем строительства вырос на 48,5% г/г в связи с реализацией программы «Мой дом 2021–2026», значительным расширением возведения объектов социальной сферы (школ, детских садов), а также объектов промышленности, в основном в добывающей отрасли. Объем промышленного производства увеличился незначительно на 0,9% (0,03% годом ранее), за счет производства пищевых продуктов (+16,4%). Сокращение производства золота ускорилось до 11,4% г/г в январе–июне (снижение на 9,0% годом ранее). Объем чистых налоговых сборов вырос на 8,4% (+1,6 п. п.) в основном за счет роста поступлений от НДС.

Рисунок 1. Вклады в рост реального ВВП по использованию



Источник: НСК КР, расчеты авторов.

Рисунок 2. Вклады в рост реального ВВП по производству



Источник: НСК КР, расчеты авторов.

Значимое увеличение активности в сфере услуг и строительстве способствовало росту численности работников и снижению зарегистрированных безработных. В январе–июне 2024 года уровень занятости повысился на 4,8% г/г (против 2,7% годом ранее) (Рисунок 3). Быстрее всего растет численность занятых в гостиничном и ресторанном бизнесе (34,1% г/г) и торговле (22,1% г/г). Отражая высокую экономическую активность, растет число занятых в строительстве (+15,2% после (-9,8%) в январе–июне 2023 года). Рост занятости в обрабатывающей промышленности замедлился до 8,8% г/г (после 11,5%). Численность официально зарегистрированных безработных в январе–июне снизилась на 16,7% г/г до 10,5% (-2,6% в январе–июне 2023 года).

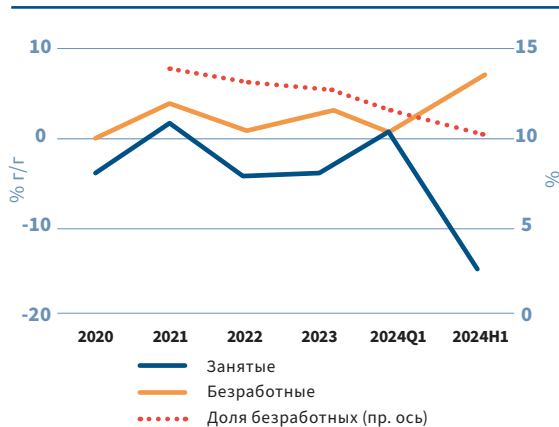
Несмотря на ускорение экономической активности, средний рост заработных плат в реальном выражении замедлился до 5,0% г/г в январе–июне 2024 года против 18,7% г/г в соответствующем периоде прошлого года (Рисунок 4). Среди всех отраслей лидерами по росту реальных зарплат являются строительство и торговля, где рост ускорился до 21,0 и 24,9% соответственно. Из-за эффекта высокой базы наиболее заметно проседает

ПРИРОСТ СТРОИТЕЛЬСТВА

48%

сфера услуг (2,9 против 14,7%), где отмечено сокращение реальных зарплат работников искусства (-2,7%), здравоохранения (-2,0%) и образования (-1,2%). Средневзвешенные реальные оклады работников промышленности выросли на 9,0%, в основном благодаря сферам водоснабжения (+20,0%) и добычи полезных ископаемых (+18,1%).

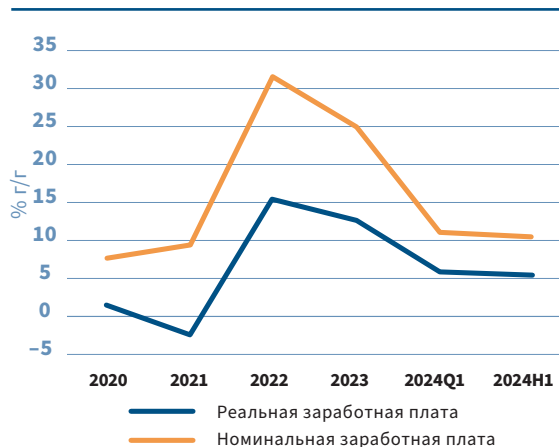
Рисунок 3. Динамика занятости



Примечание: в 2021–2024 годах — динамика численности работников предприятий, до 2021 года — динамика численности занятого населения.

Источник: НСК КР, расчеты авторов.

Рисунок 4. Динамика изменения заработной платы



Источник: НСК КР, расчеты авторов.

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Существенное замедление роста цен на продовольственные товары сыграло ключевую роль в снижении потребительской инфляции. В июне 2024 года показатель годовой инфляции составил 4,5% г/г, снизившись с 7,3% в декабре 2023 года и 10,5% в июне 2023 года (Рисунок 5). Основную роль в замедлении инфляции играют цены на продовольствие (вклад 0,5 п. п.) вследствие умеренного роста импортных цен на зерно (+1,1% г/г), а также сдержанного роста внутренних цен благодаря росту намола зерна на 51,0% г/г. Рост цен на непродовольственные товары (7,4% против 14,1% в июне 2023 года) складывается выше ИПЦ, в том числе из-за высоких импортных цен на бензин, ввозимого в основном из России (+29% г/г). Рост цен на услуги замедлился (6,8% против 11,2% в прошлом году), однако опережает ИПЦ из-за повышения тарифов на проезд в общественном транспорте с начала 2024 года. Таким образом, существенное влияние на динамику инфляции продолжают оказывать немонетарные факторы.

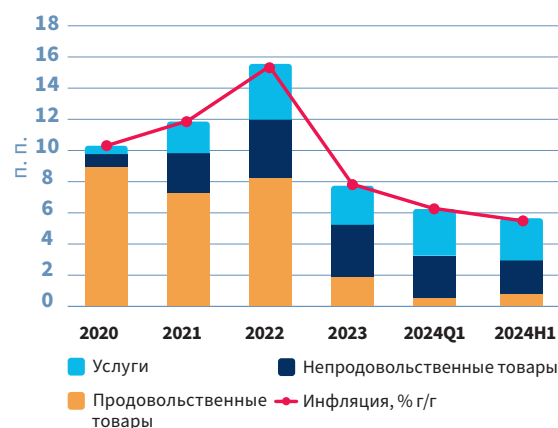
В условиях низкой инфляции НБКР снизил учетную ставку до 9% годовых в мае 2024 года (-4 п. п. с начала года), при этом реальная ставка опустилась ниже 5% годовых.

Объем избыточной ликвидности в банковском секторе продолжает расти. В первом полугодии 2024 года регулятор проводил активные операции по абсорбированию ликвидности. Из-за переориентации размещений банков с нот НБКР на депозиты «овернайт», продажи нот НБКР увеличились только на 7,7% г/г, тогда как объем размещений средств банков на депозитах «овернайт» — в 2,1 раза.

ИНФЛЯЦИЯ ЗАМЕДЛИЛАСЬ ДО 4,5%

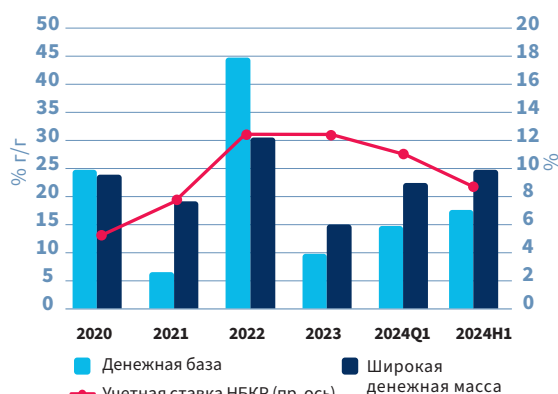
Денежная база выросла на 19,1%, денежная масса — на 26,0%, в основном за счет депозитов в национальной валюте² (+43,9%) (Рисунок 6).

Рисунок 5. Декомпозиция инфляции



Источник: НСК КР, расчеты авторов.

Рисунок 6. Монетарные индикаторы

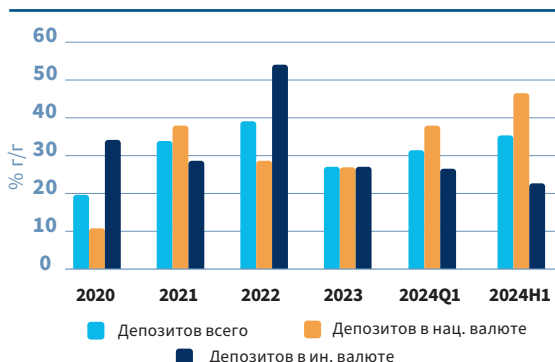


Источник: НБКР, расчеты авторов.

² Динамика по депозитам, учитываемым в широкой денежной массе.

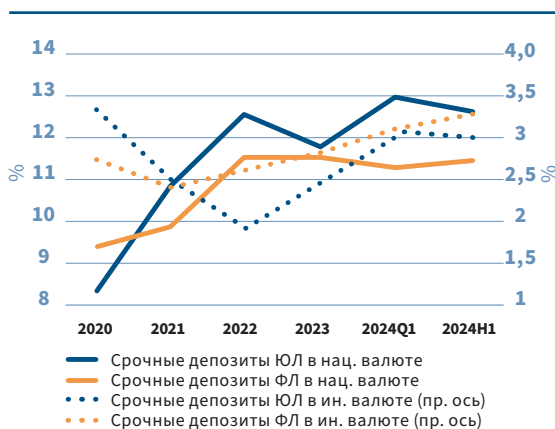
Рост депозитного портфеля банков замедляется преимущественно из-за резкого замедления роста депозитов нерезидентов. Рост совокупного депозитного портфеля замедлился в июне 2024 года до 34,6% г/г (55,5% г/г в июне 2023 года) (Рисунок 7) в основном за счет резкого замедления роста депозитов нерезидентов (31,1% против 185,0% годом ранее). Рост портфеля депозитов предприятий в национальной валюте также замедлился, но остается на высоком уровне (41,7% против 58,8%), в то время как объем депозитов физических лиц — резидентов растет сопоставимыми темпами с предыдущим периодом (26,7% против 29,7%) на фоне роста средневзвешенного уровня ставок с 11,1 до 11,3% (Рисунок 8). Уровень долларизации депозитов сократился до 43,2% (-3,8 п. п. г/г).

Рисунок 7. Динамика роста депозитов в коммерческих банках



Источник: НБКР, расчеты авторов.

Рисунок 8. Средние ставки по вновь привлеченным срочным депозитам



Источник: НБКР, расчеты авторов.

ПРИРОСТ ПОРТФЕЛЯ ПОТРЕБКРЕДИТОВ 61%

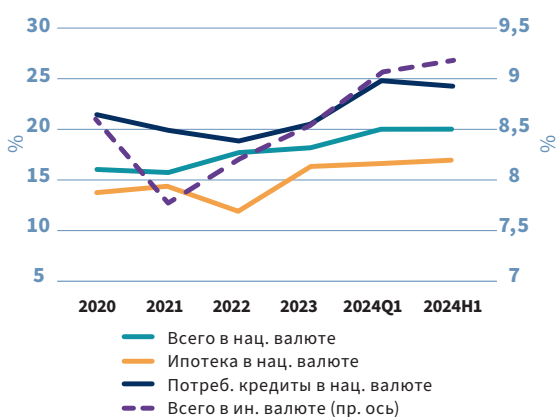
Темпы роста кредитования ускорились несмотря на рост ставок. Рост кредитного портфеля банков в июне 2024 года ускорился до 23,1% г/г (20,2% годом ранее) в основном из-за роста выдач ипотечных кредитов (23,9% против 21,1%), восстановления кредитования строительства (10,1% против -7,2%), а также стабильных темпов роста объемов портфеля потребительских займов (60,6% против 61,7%) (Рисунок 9). Рост выдачи средств в национальной валюте стабилен (24,0% против 24,3%), а кредитование в иностранной валюте ускорилось до 19,7% (7,3% годом ранее). Спрос на займы растет, несмотря на увеличение средней стоимости кредитов в национальной валюте на 1,8 п. п. до 20,2% годовых (Рисунок 10), в том числе по ипотекам с 16,0 до 17,6% годовых. Значительнее всего выросла стоимость кредитования физических лиц (+3,6 п. п., до 23,9% годовых) и предприятий транспортной отрасли (+1,7 п. п., до 19,8% годовых). Долларизация кредитов снизилась до 21,1% (-0,6 п. п. г/г).

Рисунок 9. Динамика роста кредитов в коммерческих банках



Источник: НБКР, расчеты авторов.

Рисунок 10. Средние ставки по новым кредитам

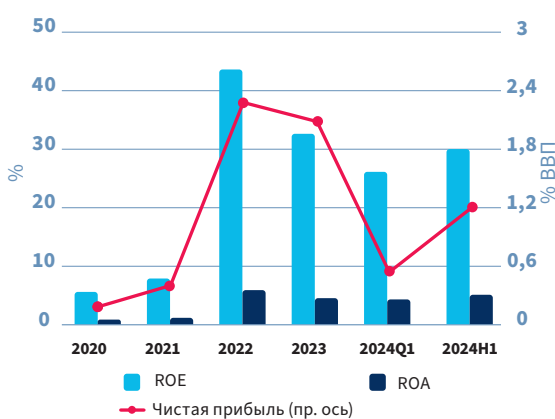


Источник: НБКР, расчеты авторов.

Ключевые финансовые показатели банков снижаются, но по-прежнему на высоком уровне.

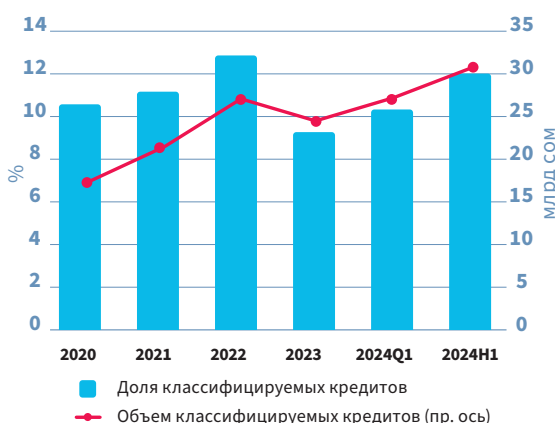
На фоне быстрого роста активов и капитала банков их рентабельность (ROA и ROE) несколько снизилась в июне 2024 года до 4,3% и 30,0% соответственно (4,6% и 32,5% годом ранее) (Рисунок 11). Чистая прибыль банков выросла на 17,7% г/г (против 39,2% г/г в июне 2023 года), в основном обеспеченная ростом непроцентных доходов, за счет валютных операций (40,5% против -2,4% годом ранее). Достаточность капитала сохранилась на высоком уровне (22,3% против 23,5%) при нормативе 12%, что свидетельствует о запасе устойчивости банковского сектора к возможному проявлению негативных шоков. Доля классифицированных («проблемных») кредитов выросла с 10,9% до 12,1% (в абсолютном выражении — на 35,6% преимущественно за счет кредитов субстандартного качества). Объем просроченных кредитов вырос на 13,8% г/г, прежде всего — за счет потребительских кредитов (Рисунок 12).

Рисунок 11. Показатели рентабельности банковского сектора



Источник: НБКР, расчеты авторов.

Рисунок 12. Классифицируемые кредиты



Источник: НБКР, расчеты авторов.

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

Профицит государственного бюджета в январе-июне 2024 достиг 6,9% ВВП против 1,1% ВВП годом ранее в основном благодаря сокращению расходов. Налоговые доходы выросли в январе-июне 2024 года на 1,2 п. п. и составили 28,5% ВВП (27,3% ВВП в январе-июне 2023 года). Снижение поступлений от месторождения Кумтор (-0,5 п. п. ВВП) было компенсировано ростом поступлений по единому налогу, применяемому для малых и средних предприятий (+1,2 п. п. ВВП), а также НДС на импорт (+0,2 п. п. ВВП). Неналоговые доходы

ПРОФИЦИТ БЮДЖЕТА
6,9%

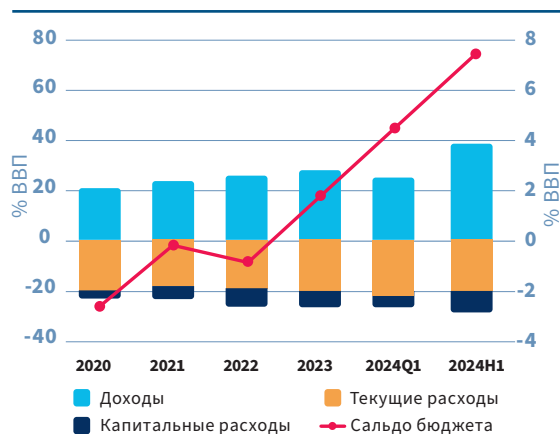
ВМР 3,0 МЕСЯЦА ИМПОРТА

росли быстрее — на 2,0 п. п. до 9,8% ВВП в основном благодаря перечислению прибыли НБКР в бюджет. В результате общий объем неналоговых доходов в первом полугодии 2024 года составил 55,1 млрд сомов, превысив запланированный в бюджете показатель на весь год на 7,5 млрд сомов. Сокращение ввоза автомобилей после повышения в России утилизационного сбора в апреле 2024 года привело к резкому замедлению роста сборов за регистрацию автомобилей до 3,9% г/г в I полугодии 2024 года (по итогам первом квартала 2024 года — 83,8% г/г).

Уровень текущих расходов сократился на 1,4 п. п. до 27,0% ВВП главным образом из-за опережающего роста номинального ВВП (номинальный рост расходов — 9,8%). Сильнее всего сократились расходы на образование и социальную защиту (по -1,2 п. п.). Уровень капитальных расходов снизился на 1,6 п. п., до 5,5% ВВП (Рисунок 13).

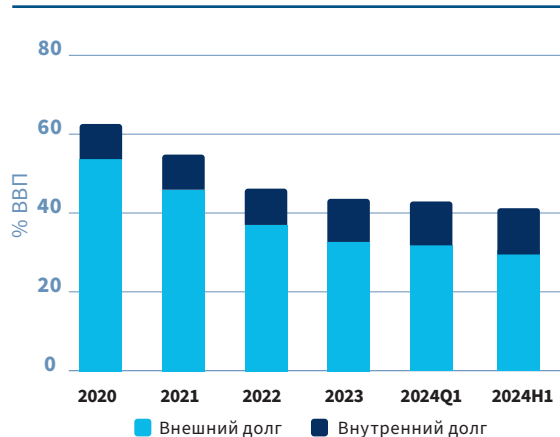
Уровень государственного долга сократился за год на 2,9 п. п., до 42,2% ВВП (Рисунок 14). Снижение уровня долга было обеспечено высокими темпами экономического роста в условиях стабильного курса сома. Уровень внешнего госдолга снизился на 5,5 п. п., до 29,8% ВВП, внутреннего — вырос на 2,5 п. п., до 12,3% ВВП. В абсолютном выражении обязательства сократились на 0,7%, в основном за счет погашения внешних займов перед Эксимбанком Китая и МВФ. При этом портфель внутренних займов вырос на 48,0% за счет выпуска долгосрочных казначейских облигаций.

Рисунок 13. Государственный бюджет



Источник: НСК КР, расчеты авторов.

Рисунок 14. Государственный долг



Источник: Министерство финансов Кыргызской Республики, расчеты авторов.

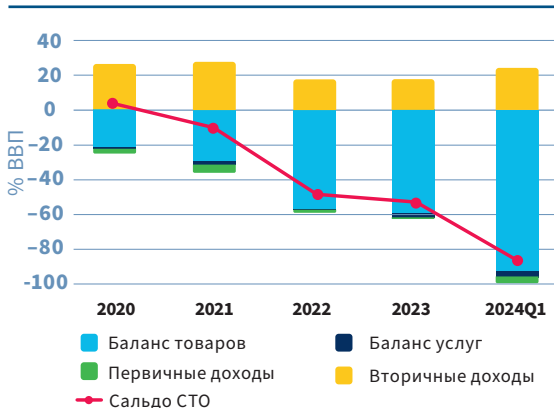
ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Дефицит СТО существенно расширился из-за сохраняющегося роста импорта и недоучета реэкспорта.

В I квартале 2024 года дефицит СТО расширился до 2,2 млрд долларов (80,4% ВВП) против 1,5 млрд долларов (60,0% ВВП) в I квартале 2023 года. Основной вклад в формирование дефицита СТО внесло отрицательное сальдо торговли товарами, сложившееся на уровне 89,6% ВВП (Рисунок 15). По данным таможенной статистики, рост поставок золота во II квартале 2024 года привел к некоторому сокращению дефицита. При этом объем чистых ошибок и пропусков в платежном балансе продолжил расти

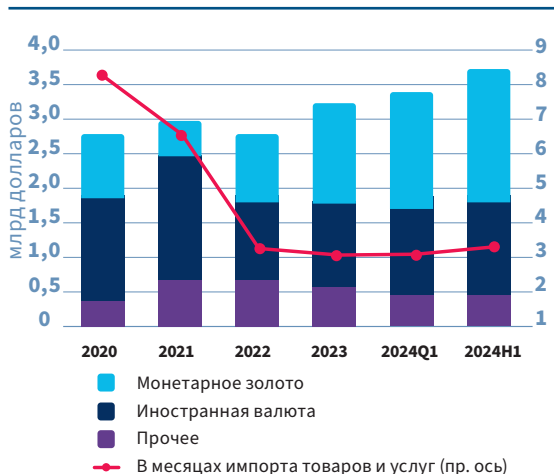
во II квартале (по предварительным расчетам авторов), что свидетельствует о сохранении существенных транзитных потоков товаров через страну.

Рисунок 15. Счет текущих операций платежного баланса



Источник: НБКР, расчеты авторов.

Рисунок 16. Валовые международные резервы



Источник: НБКР, расчеты авторов.

Золото и продукция машиностроения продолжают определять динамику товарной торговли. По данным таможенной статистики, экспорт в первом полугодии сократился на 3,2% г/г, основным фактором сокращения является продукция машиностроения³ (-36,5% г/г, главным образом легковые автомобили и запчасти в Россию). При этом благодаря росту поставок золота, преимущественно в Китай и Великобританию

³ Коды ТН ВЭД с 84 по 90 включительно.

(+34,0%), общее сокращение оказалось минимальным. В дальнейшем можно ожидать сокращение экспорта как вследствие сохранения тенденций в незолотом экспорте, так и снижения производства золота.

Импорт вырос на 12,4% г/г за счет продукции машиностроения (+44,4% г/г), при этом ряд других категорий — продовольствие, химическая продукция, металлургия — демонстрировали снижение (в среднем на 36,5% г/г). Учитывая постепенное замедление роста импорта машин и оборудования, ожидается дальнейшее замедление общего объема поставок к концу года.

Сальдо вторичных доходов увеличивается на фоне роста переводов в страну и снижения переводов из страны.

Трансграничные денежные переводы в Кыргызстан выросли в первом квартале на 12,8%, в первом полугодии — на 6,4% в условиях роста числа въезжающих кыргызских граждан в Россию (на 10,4% г/г в первом квартале и 7,7% в первом полугодии 2024 года). Переводы из Кыргызстана, наоборот, снизились на 15%, в том числе за счет сокращения переводов в Россию (87% платежей) из-за меньшего числа поездок российских граждан в Кыргызстан (-8,2% и -13,8%).⁴

По финансовому счету платежного баланса в I квартале 2024 года зафиксировано чистое заимствование в размере 26 млн долларов или 0,9% ВВП (в 2023 году —125,0 млн долларов или 5,1%

⁴ Наблюдаемые с августа 2024 года отказы ряда кыргызских банков в переводах в российские банки, а также введение ограничений США в отношении разработчика ПО сервиса переводов «Золотая Корона» могут привести к росту стоимости переводов, в краткосрочной перспективе — снижению их объема. При этом маловероятно полное прекращение переводов благодаря возможности переориентации на другие российские банки и платежные сервисы (например, Unistream и Money Gram, обеспечивающие более 20% трансграничных переводов).

ВВП). Основным источником притока средств выступили прямые инвестиции в объеме 100,2 млн долларов (3,6% ВВП), направленные преимущественно на строительство объектов в сфере добычи полезных ископаемых и обрабатывающей промышленности. Основной отток проходил через покупку иностранной валюты и открытие депозитов в валюте резидентами в объеме 171,4 млн долларов, или 6,2% ВВП.

Номинальный курс кыргызского сома к доллару укрепился с начала года на 3,0%. В условиях снижения спроса на доллар (его доля во внешнеторговых расчетах снизилась до 35% в первом квартале 2024 года против 64% годом

ранее при росте расчетов в рубле с 24 до 26% и в юане с 0 до 24%) НБКР в первом полугодии осуществил чистые покупки доллара США на 226,5 млн долларов.

ВМР к концу I квартала 2024 года достигли 3,5 млрд долларов, к концу полугодия — 3,8 млрд долларов, увеличившись на 40,2% и 55,1% г/г соответственно (Рисунок 16). Ключевым фактором роста резервов по-прежнему являются рост физических запасов монетарного золота (на 9,0 тонн до 25,8 тонны, или +53,3% по итогам первого полугодия) и рост цен на металл (22,7%). Относительный уровень резервов увеличился до 3,0 месяцев импорта к концу первого полугодия (2,3 месяца годом ранее).

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

Мы повысили прогноз экономического роста по сравнению с предыдущими оценками на всем прогнозном периоде на 0,1–0,2 п. п., учитывая динамику роста в первом полугодии 2024 года и проект бюджета на 2025–2027 годы. В соответствии с базовым прогнозом рост реального ВВП замедлится до 4,9% в 2024 году с 6,2% в 2023 году в условиях ускорения экономической активности в строительстве и стабильного роста сферы услуг. В 2025–2027 годах ожидается постепенное замедление экономического роста до 4,1%, близкого к потенциальному уровню (4,0%).

В 2024–2027 годах бюджетные показатели в целом ухудшатся. Профицит бюджета в 1,7% ВВП в 2024 году сменится дефицитом в (-0,3% ВВП) в 2025 году и небольшим профицитом в 0,8% ВВП в 2026 году, что будет обусловлено сокращением доходов с 32,6% ВВП до 29,9% ВВП и более медленным падением расходов — с 30,9% ВВП в 2024 году

до 29,1% ВВП в 2026 году. Падение расходов до 27,3% ВВП в 2027 году из-за снижения текущих расходов приведет к формированию профицита 2,4% ВВП в 2027 году.

Учитывая существенное замедление инфляции весной–летом 2024 года, мы понизили прогноз среднегодовой инфляции в 2024 году, как и на прогнозном периоде в среднем на 0,9 п. п., до нижней границы целевого диапазона НБКР — 5% г/г. Ожидается, что умеренная потребительская активность и стабильные цены на продовольствие обеспечат сдержанную динамику инфляции. Несмотря на то что в конце 2024 года инфляция сложится ниже целевого уровня (4,1%), в 2025–2027 годах эффект низкой базы и сохранение устойчивого роста цен на услуги (из-за повышения тарифов) и непродовольственные товары (прежде всего горюче-смазочные материалы) обеспечат общий уровень инфляции, близкий к 5%. В этих условиях ожидается, что

НБКР снизит учетную ставку до 8% годовых в 2025 году и будет удерживать ее на этом уровне до 2027 года, обеспечивая стабильный уровень реальных процентных ставок.

Устойчивость платежного баланса несколько улучшится на прогнозном периоде в условиях снижения дефицита СТО. Опережающее сокращение импорта относительно экспорта в 2025–2027 годах приведет к постепенному сокращению дефицита СТО с 48,2% ВВП в 2023 году до 40,7% ВВП в 2027 году. При этом ожидается изменение структуры торговых операций: сокращение производства и экспорта золота, процессы импортозамещения в России приведут к сокращению экспорта с 38,9% ВВП в 2023 году до 35,0% ВВП в 2027 году; замедление эко-

номического роста и транзитного спроса на продукцию машиностроения постепенно уменьшат как потоки реэкспорта из Кыргызстана, так и объемы импорта в республику с 102,2% ВВП в 2023 году до 89,2% ВВП в 2027 году.

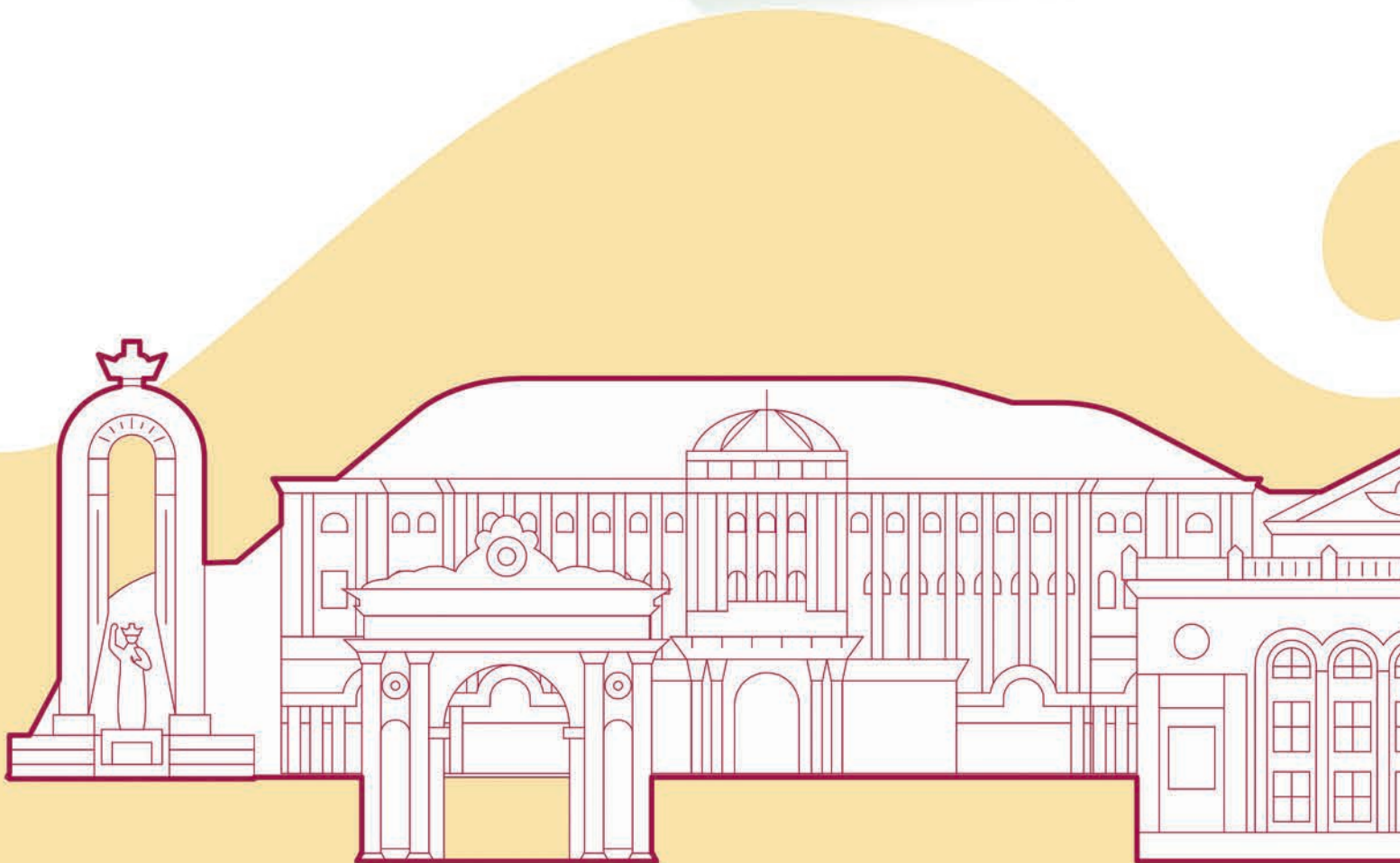
Устойчивость платежного баланса будет поддерживаться прогнозируемым ростом международных резервов с 4,3 млрд долларов в 2024 году до 5,1 млрд долларов в 2027 году. В условиях повышения цен на золото и продолжения покупки золота на внутреннем рынке объем ВМР повысится с 2,7 месяца импорта в 2023 году до 3,8–3,9 месяца импорта на прогнозном горизонте. При этом давление на уровень резервов будет оказывать рост выплат по внешнему долгу.



ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз	2027 Прогноз
Национальные счета и цены (в %)					
Номинальный ВВП					
в млрд сом	1 228,9	1 305,8	1 401,1	1 514,5	1 642,5
в млрд долларов	14,0	15,0	15,8	16,9	17,9
Прирост реального ВВП	6,2	4,9	4,6	4,4	4,1
ИПЦ (дек., г/г)	7,3	4,1	5,6	4,9	5,2
ИПЦ (средний за год)	10,8	4,6	5,2	5,0	5,4
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, г/г	15,0	15,0	8,5	8,1	8,5
Кредит экономике, г/г	25,9	20,9	7,9	7,5	8,2
Учетная ставка	13,0	9,0	8,0	8,0	8,0
Государственные финансы, % годовых (в % ВВП)					
Доходы и гранты	31,9	32,6	30,6	29,9	29,8
налоговые поступления	24,0	24,9	25,7	25,5	25,7
Расходы бюджета	30,9	30,9	30,9	29,1	27,3
Баланс бюджета ("-" дефицит / "+" профицит)	1,0	1,7	-0,3	0,8	2,4
Государственный долг	45,5	42,6	41,3	39,0	35,4
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	-48,2	-45,3	-45,6	-43,0	-40,7
Экспорт товаров и услуг	38,9	37,3	35,8	35,3	35,0
Импорт товаров и услуг	102,2	97,3	95,7	92,1	89,2
Денежные переводы	16,5	15,9	15,2	14,3	13,4
Прямые иностранные инвестиции ("-" приток; "+" отток)	-1,1	-1,8	-1,7	-1,8	-1,8
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	2,7	3,6	3,8	3,9	3,9
Валовые резервы, млрд долларов	3,2	4,3	4,8	5,1	5,1
Средний обменный курс, сом за 1 доллар	87,9	87,2	88,5	89,8	91,6

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов



В первом полугодии 2024 года экономический рост Таджикистана оставался на высоком уровне и составил 8,2% г/г. Основным драйвером роста остается внутренний спрос, поддерживаемый денежными переводами мигрантов, достигшими 50% ВВП, и инфраструктурными проектами. Годовая инфляция в июне 2024 года немного замедлилась, до 3,5%, вследствие снижения вклада цен на непродовольственные товары. На фоне низкой инфляции НБТ снизил в августе ставку рефинансирования на 0,25 п. п., до 9,0%. Слабая динамика экспорта и рост импорта привели к расширению дефицита торгового баланса, однако в результате значительного притока денежных переводов счет текущих операций сложился с профицитом 6,2% ВВП по сравнению с дефицитом 4,6% ВВП в первом полугодии 2023 года. Рост ВМР возобновился во II квартале 2024 года. Профицит государственного бюджета первого полугодия 2023 года в размере 0,5% ВВП сменился дефицитом в том же размере из-за сокращения бюджетных доходов. Несмотря на снижение текущих расходов государственного бюджета, расходы на оплату труда существенно выросли, поддержав рост средней заработной платы в экономике до 12,1% г/г в реальном выражении в июне 2024 года.

Учитывая благоприятную динамику экономического роста в первом полугодии, поддержанную внутренним спросом, оценка роста ВВП на 2024 год в базовом сценарии была повышена до 8% г/г по сравнению с 7,6% в летнем прогнозе. Мы ожидаем замедление темпов роста реального ВВП в 2025–2026 годах, однако темпы роста были повышены на 0,2 и 0,1 п. п., до 7,5 и 7,1% соответственно на фоне улучшения глобальных конъюнктурных условий и более высокого импульса роста в 2024 году. В 2027 году темпы экономического роста прогнозируются на уровне 6,7%. Инфляция сохранится вблизи нижней границы целевого коридора в 2024 году, однако в среднесрочном периоде прогнозируется повышение инфляции до 6% благодаря эффекту базы, а также сохранению устойчивого роста цен на услуги и непродовольственные товары. Фискальная политика будет носить стимулирующий характер и дефицит бюджета расширится до 1,7% ВВП в 2024 году и до 2,4–1,8% ВВП в 2025–2027 годах. В среднесрочном периоде платежный баланс будет находиться под давлением, в связи с постепенной нормализацией денежных переводов после повышенных уровней 2022–2024 годов, ростом государственных инвестиций и предстоящим погашением еврооблигаций, начиная с 2025 года.



РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

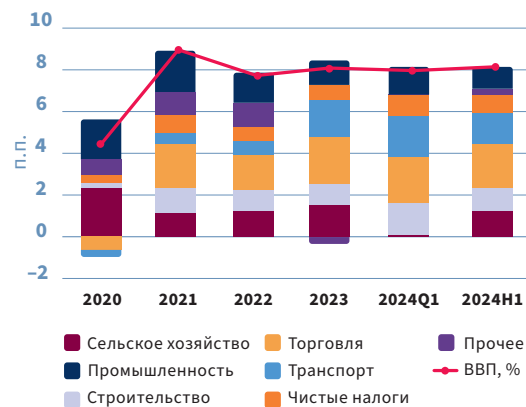
В первом полугодии 2024 года экономический рост сохранился на уровне соответствующего периода 2023 года (8,2% г/г). По нашим оценкам, прирост сезонно сглаженного реального ВВП¹ за II квартал составил порядка 2,0% после роста на 1,8% по итогам I квартала 2024 года и 2,0% в IV квартале 2023 года. Основным драйвером роста остается внутренний спрос, поддерживаемый денежными переводами мигрантов и инфраструктурными проектами. Темп прироста розничной торговли увеличился (16,1% г/г в первом полугодии 2024 года, по сравнению с 14,3% в первом полугодии 2023 года), указывая на продолжение роста потребительского спроса. Темп прироста капитальных вложений значительно снизился с 27,1% г/г в первом полугодии 2023 года до 15,7% в первом полугодии 2024 года и до 8,1% в январе–августе 2024 года. Тем не менее, капитальные вложения продолжают оставаться важным драйвером роста. Инвестиции, направленные в сектор электроэнергетики (в основном на строительство ГЭС «Рогун»), продолжают доминировать в общем объеме. Доля этого сектора в инвестициях выросла с 31,2% г/г в первом полугодии 2023 года до 35,3% в первом полугодии 2024 года, а доля государства в общем объеме капитальных вложений — с 40,5 до 43,9%. Кроме сектора электроэнергетики, в первом полугодии высокий темп роста инвестиций в основной капитал зафиксирован в обрабатывающей промышленности (в 4,5 раза), вследствие роста капитальных вложений в текстильное и швейное производство в 8,9 раза.

В отраслевом разрезе основными драйверами роста являлись торговля, транспорт и сельское хозяйство,

¹ Отношение величины реального ВВП за квартал с исключением сезонных эффектов к предыдущему кварталу.

однако вклад торговли уменьшился по сравнению с первым полугодием 2023 года (Рисунок 1). Вклад сферы услуг в экономический рост сохранился на уровне 3,8 п. п. ВВП при существенном уменьшении вклада оптовой и розничной торговли с 2,7 до 1,9 п. п. и строительства с 1,4 до 0,9 п. п. на фоне роста вклада транспортного сектора с 1,0 до 1,6 п. п. Вклад сельского хозяйства вырос с 1,4 до 1,5 п. п. в первом полугодии 2024 года благодаря высокому росту продукции растениеводства. Вклад промышленности вырос с 0,8 до 1,1 п. п. на фоне увеличения добычи металлических руд на 31,6% г/г и добычи каменного и бурого угля на 34,1%, а также роста объема выпуска в обрабатывающей промышленности (металлургическое и швейное производство +18,6% и +17,8% соответственно).

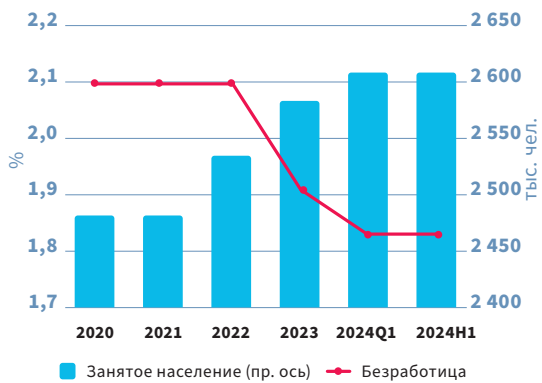
Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



Источник: Таджстат, оценки авторов.

**ПРИРОСТ ВВП
В I ПОЛУГОДИИ
2024 ГОДА
8,2%**

Рисунок 2. Индикаторы рынка труда



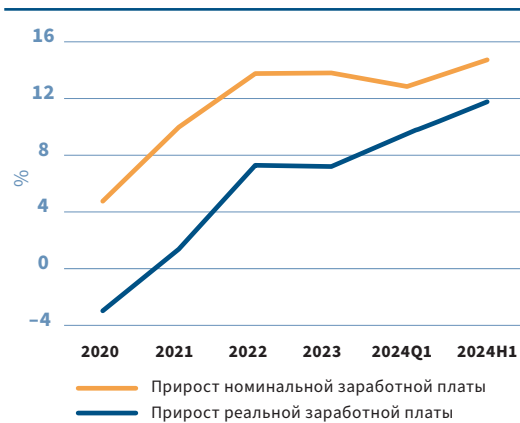
Источник: Таджстат.

На фоне сохранения высокого темпа экономического роста продолжился рост численности занятых (Рисунок 2). В первом полугодии 2024 года численность занятых выросла на 2,8% г/г по сравнению с 1,5% в первом полугодии 2023 года. Значительная часть этого роста объясняется эффектом низкой базы января–апреля прошлого года. В июле 2024 года численность занятых увеличилась на 0,7% г/г.

Повышение зарплат в бюджетном секторе поддержало рост заработной платы в целом по экономике.

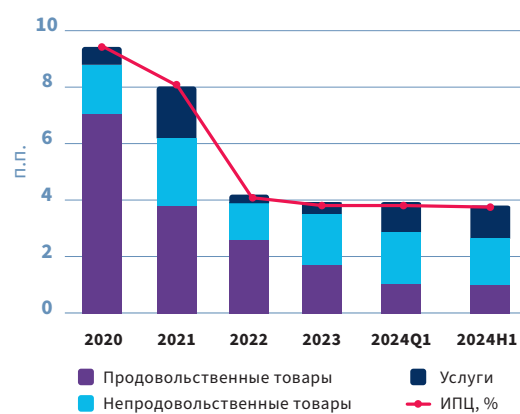
В июне 2024 года годовой прирост среднемесячной заработной платы в номинальном выражении составил 16% г/г, в реальном — 12,1% (Рисунок 3). В реальном секторе наиболее высоким темпом росла номинальная заработная плата в сельском хозяйстве и добыче полезных ископаемых — на 19,1 и 8,4% г/г соответственно. В секторе услуг лидером роста номинальной заработной платы являлись информация и связь (на 20,9% г/г), оптовая и розничная торговля (на 16,6% г/г). Существенно выросли номинальные зарплаты бюджетников: в здравоохранении и социальном обслуживании — на 19,3% г/г, в образовании — на 24,4% г/г.

Рисунок 3. Доходы населения (на конец периода, г/г)



Источник: Таджстат.

Рисунок 4. Декомпозиция инфляции (на конец периода, г/г)



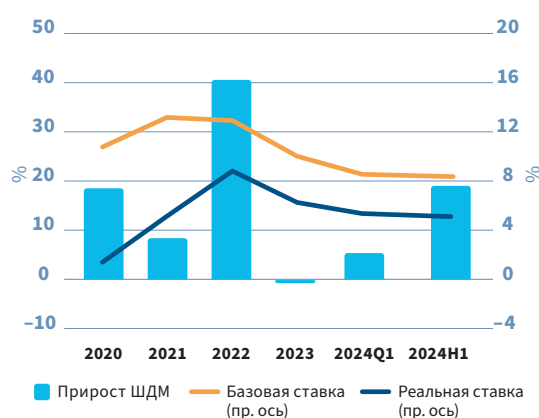
Источник: Таджстат.

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Годовая инфляция в июне 2024 года немного замедлилась в результате снижения вклада непродовольственных товаров. В июне 2024 года прирост потребительских цен составил 3,5% в годовом выражении по сравнению с 3,6% в марте 2024 года. В структуре потребительской корзины основной вклад в инфляцию продолжал вносить рост цен на непродовольственные товары (1,5 п. п.) (Рисунок 4). При этом, потребительская инфляция на непродовольственные товары замедлилась с 6%

в марте 2024 года до 5,2% в июне на фоне замедления роста цен на импортируемые нефтепродукты и замедления роста цен на ткани и строительные материалы. В июне годовой рост цен на услуги ускорился до 5,2% с 4,6% в марте вследствие роста цен на бытовые услуги, а рост цен на продовольственные товары снизился до 1,8% в июне 2024 года с 1,9% в марте 2024 года, в связи с хорошим урожаем овощей и снижением цен на ряд импортируемых продовольственных товаров. Укрепление сомони в апреле–июне 2024 года к доллару США также способствовало ограничению инфляционного давления. Тем не менее ускорение роста цен непродовольственных товаров и услуг в июне–июле 2024 года привело к существенному ускорению потребительской инфляции: так, аннуализированный показатель инфляции² в июле и июне составил 6,2 и 4,8%, соответственно, по сравнению с 2,3 и 2,7% в мае и апреле. При этом показатель инфляции находится в пределах среднесрочного целевого коридора НБТ (6±2%).

Рисунок 5. Монетарные индикаторы (на конец периода, г/г)

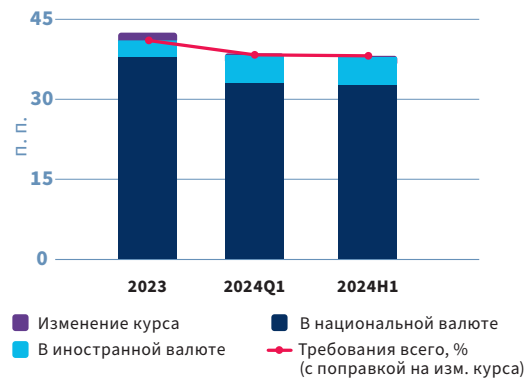


Примечание: реальная ставка рассчитана на базе фактической инфляции с учетом преобладания адаптивных ожиданий в экономике.

Источник: НБТ, Тажстат.

² Сезонно сглаженный темп роста цен за месяц, переведенный в годовое значение возведением в степень 12. Позволяет оценить, какой могла бы быть годовая инфляция при сохранении темпов роста цен в течение года.

Рисунок 6. Прирост кредитов физическим лицам (на конец периода, г/г)



Источник: НБТ.

Увеличение денежных переводов способствовало росту резервных денег, которые при этом оставались в пределах цели НБТ. Значительный приток денежных переводов и скупка золота в первом полугодии 2024 года привели к росту ликвидности в банковской системе, которая частично была стерилизована операциями НБТ на открытом рынке³. В результате, на конец июня 2024 года резервные деньги выросли на 15,4% г/г, ШДМ — на 20,7% г/г (Рисунок 5). Основной вклад в рост денежных агрегатов внесли наличные деньги вне банков. Вместе с тем, рост был зафиксирован и в срочных депозитах (+24% г/г). Несмотря на ускорение темпов роста денежных агрегатов во II квартале, объем резервных денег по состоянию на июнь 2024 года соответствовал уровню, запланированному НБТ. На фоне низкой инфляции НБТ продолжил снижение ставки рефинансирования. В августе НБТ снизил ставку на 0,25 п. п. до 9%, после снижения на 0,5 п. п. в феврале и 0,25 п. п., в апреле. В результате реальная ставка рефинансирования составила 5,3%.

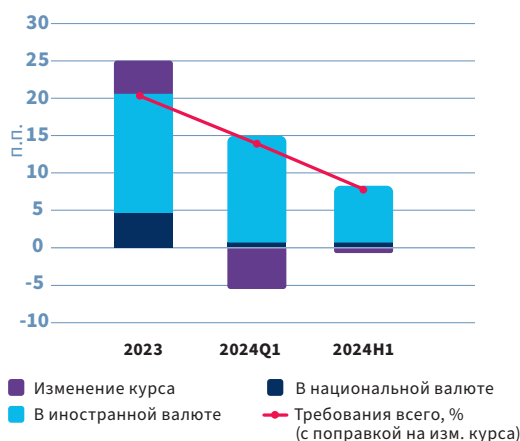
³ В июне объем операций абсорбирования вырос на 37% по сравнению с I кварталом 2024 года.

Темпы роста кредитования замедлились, особенно в части кредитов предприятиям в национальной валюте. Прирост кредитного портфеля банковской системы снизился до 20,5% г/г по итогам первого полугодия 2024 года с 28,3% на конец 2023 года⁴. В условиях сохраняющихся в июне 2024 года высоких реальных ставок по кредитам предприятий (19,7%) наблюдалось существенное снижение темпов роста кредитования юридических лиц, до 10% г./г., по сравнению с 21% в 2023 году (Рисунок 7). При этом снижение темпов роста произошло как в кредитовании в национальной валюте, так и в иностранной. Темп прироста кредитного портфеля физических лиц снизился до 37% г/г по сравнению с 40% на конец 2023 года (Рисунок 6) благодаря замедлению роста кредитов в национальной валюте. Доля всех кредитов в иностранной валюте снизилась до 31% в июне 2024 года с 31,6% в марте 2024 года и 31,1% в декабре 2023 года в значительной степени вследствие укрепления номинального курса сомони к доллару.

Несмотря на снижение ставки рефинансирования в 2024 году, средняя ставка по срочным кредитам в национальной валюте в июне 2024 (24,1%) была на 0,9 п. п. выше уровня декабря 2023 года. За тот же период средняя ставка по срочным депозитам в национальной валюте выросла на 0,8 п. п., до 13,3% (Рисунок 8).

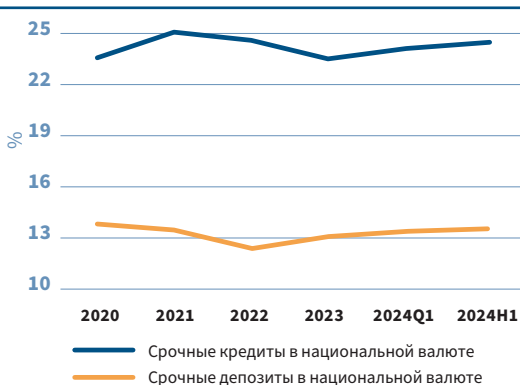
Финансовые показатели банков несколько улучшились. Доля необслуживаемых кредитов в июне 2024 года снизилась до 12,1% с 12,8% в марте (Рисунок 9), рентабельность активов во II квартале 2024 года повысилась до 4,7% с 3,5% в I квартале, а рентабельность капитала — до 18,1% с 13,8%.

Рисунок 7. Прирост кредитов бизнесу (на конец периода, г/г)



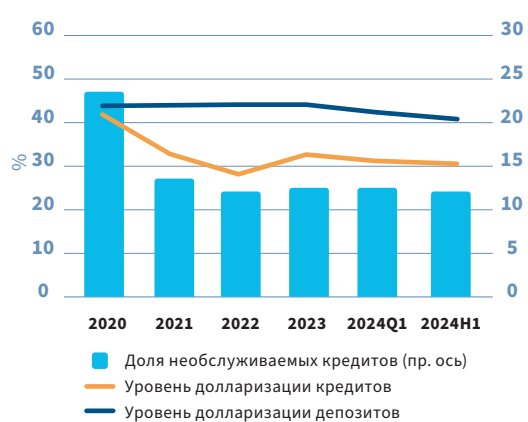
Источник: НБТ.

Рисунок 8. Ставки по новым кредитам и депозитам (на конец периода)



Источник: НБТ.

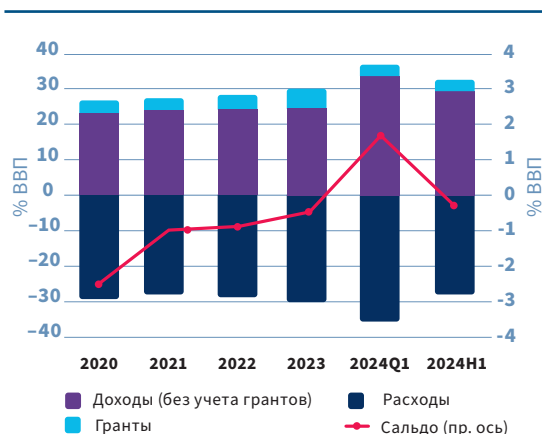
Рисунок 9. Показатели банковского сектора (на конец периода)



Источник: НБТ.

⁴ С поправкой на изменение курса сомони к доллару.

Рисунок 10. Государственный бюджет



Источник: Министерство финансов Республики Таджикистан, Тажстат.

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР

Государственный бюджет был исполнен с дефицитом 0,5% ВВП в первом полугодии 2024 года по сравнению с профицитом в том же размере годом ранее (Рисунок 10). Доходы бюджета снизились с 33,5% ВВП в первом полугодии 2023 года до 31% ВВП в первом полугодии 2024 года вследствие снижения грантов с 5,6 до 3,8% ВВП, а также спецсредств бюджетных учреждений. При этом налоговые поступления увеличились с 22,5 до 22,6% ВВП, а неналоговые доходы — с 2 до 2,3% ВВП. В рамках налоговых сборов небольшое снижение акцизов и таможенных пошлин относительно ВВП было более чем компенсировано ростом подоходного налога и НДС. Расходы, в свою очередь, снизились с 33% до 31,5% ВВП. Снижение произошло преимущественно за счет текущих расходов с 26 до 24% ВВП. При этом наблюдался, существенный рост расходов на оплату труда (с 7,2 до 8% ВВП) и резкое снижение расходов на товары и услуги (с 13,8 до 11%). Капитальные расходы были увеличены с 7,0 до 7,5% ВВП. В разрезе функциональной классификации были увеличены (в % ВВП) расходы на образование, здравоохранение, социальную защиту, культуру и спорт при значительном сокращении

расходов на сельское хозяйство, транспорт и коммуникации. Таким образом, в первом полугодии бюджетная политика была направлена на увеличение капитальных и социальных расходов за счет снижения расходов на товары и услуги в условиях снижения внешних грантов. При этом показатель дефицита бюджета не превысил уровня 2,5% ВВП, согласованного в рамках программы МВФ, способствуя сохранению бюджетной устойчивости.

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Несмотря на рост дефицита внешне-торгового баланса в первом полугодии текущего года, счет текущих операций сложился с профицитом в размере 6,2% ВВП по сравнению с дефицитом 4,6% ВВП в первом полугодии 2023 года благодаря значительному притоку денежных переводов мигрантов (Рисунок 11). По сравнению с первым полугодием 2023 года, в январе–июне 2024 года экспорт товаров упал с 12,2 до 10,8% ВВП (-8,2 млн долларов, или -13,7%⁵ г/г). Основной вклад в падение стоимостного объема экспорта внесло сокращение экспорта минеральных продуктов (-27,8% г/г). Стоимостной объем экспорта машин и оборудования сократился на 90% г/г. Экспорт алюминия и хлопка вырос на 40 и 27,4%, соответственно, на фоне значительного роста физических объемов. Также наблюдался рост экспорта продукции химической промышленности. По страновым направлениям, основное падение экспорта произошло в Казахстан (-34,7 млн долларов) и Россию (-25,6 млн

⁵ Согласно данным Агентства по статистике при Президенте Республики Таджикистан, экспорт товаров вырос на 47% в первом полугодии 2024 года (к соответствующему периоду предыдущего года). Такое различие динамики экспорта вызвано разными подходами к учету вывоза монетарного золота на аффинаж. Эта операция не относится к экспортным в платежном балансе, поскольку не подразумевает изменение права собственности.

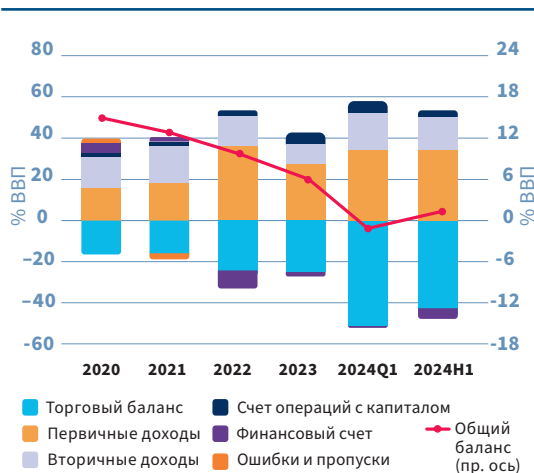
ПРОГНОЗ РОСТА ВВП В 2024 ГОДУ ПОВЫШЕН ДО 8%

долларов). Сохраняющийся высокий рост внутреннего спроса поддержал рост импорта товаров с 47,9% в январе–июне 2023 года до 48,2% ВВП в первом полугодии 2024 года (+310,8 млн долларов или +12,8% г/г). Наблюдался рост импорта минеральных продуктов, инвестиционных товаров и пищевых продуктов. В результате, в первом полугодии 2024 года дефицит торгового баланса вырос до 37,4% ВВП с 35,7% в соответствующем периоде прошлого года. Между тем, после значительного притока мигрантов в Российскую Федерацию во второй половине 2023 года и роста средней заработной платы в РФ⁶, приток денежных переводов достиг 50,1% ВВП (+13,3 п. п. ВВП по сравнению с первым полугодием 2023 года). В итоге дефицит счета текущих операций сменился профицитом и составил 6,2% ВВП.

Отток по финансовому счету составил 6,7% ВВП по сравнению с 4,1% ВВП в первом полугодии 2023 года. Расширение оттока капитала произошло за счет роста зарубежных финансовых активов банковского сектора и НБТ по статье «прочие инвестиции». Приток прямых инвестиций составил 1,7% ВВП (1,9% ВВП в первом полугодии 2023 года) и был в значительной степени обусловлен реинвестированием прибыли. На фоне профицита счета текущих операций и роста ВМР за счет приобретения монетарного золота в первом полугодии 2024 года иностранные активы НБТ увеличились на 560,1 млн долларов по сравнению с декабрем 2023 года (Рисунок 13). В условиях улучшения платежного баланса реальный эффективный курс сомони укрепился на 0,4% г/г. (Рисунок 12).

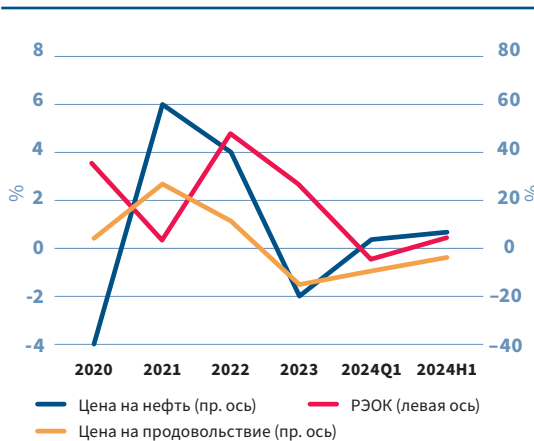
⁶ В рублевом выражении рост переводов мигрантов составил 77% г/г из-за ослабления рубля к доллару.

Рисунок 11. Показатели платежного баланса



Источник: НБТ.

Рисунок 12. Ценовые условия внешней торговли



Источник: НБТ.

Рисунок 13. Иностранные активы НБТ (на конец периода)



Примечание: во II квартале 2024 года данные о монетарном золоте недоступны.

Источник: НБТ.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

В обновленном базовом прогнозе мы повысили рост реального ВВП на 2024 год до 8% по сравнению с 7,6% в летнем прогнозе. Повышение темпов роста обусловлено более позитивной динамикой экономической активности первого полугодия, улучшением оценки экономического роста в Российской Федерации в 2024 году, более быстрым, чем ожидалось ростом цен на металлы и значительным приростом денежных переводов. Как и в предыдущем прогнозе, мы ожидаем замедление темпов роста реального ВВП в 2025–2026 годах, однако темпы роста были повышены на 0,2 и 0,1 п. п., до 7,5 и 7,1% соответственно, на фоне улучшения глобальных конъюнктурных условий и более высокого импульса роста в 2024 году. В 2027 году темпы роста прогнозируются на уровне 6,7%. Риски для экономического роста связаны в основном с внешними факторами (см. раздел «Риски и неопределенности базового прогноза»).

Инфляция ускорится до 5% к концу 2024 году, сохранившись вблизи нижней границы целевого коридора, и повысится до 6% в 2025–2027 годах. Оценка среднегодовой потребительской инфляции в 2024 году снижена до 3,8% с 4,1% в летнем прогнозе в связи с более благоприятной динамикой в первом полугодии. В среднесрочном периоде прогнозируется повышение инфляции до 6%, в том числе, благодаря эффекту низкой базы, а также сохранению устойчивого роста цен на услуги и непродовольственные товары. При этом, средняя годовая потребительская инфляция останется в рамках целевого интервала НБТ ($6 \pm 2\%$) благодаря прогнозируемым стабильным ценам на ключевые сырьевые и продовольственные импортные товары в 2025–2027 годах.

Дефицит бюджета расширится до 1,7% ВВП в 2024 году и до 2,4–1,8% ВВП в 2025–2027 годах. В 2025–2027 годах расходы бюджета несколько вырастут благодаря росту расходов на оплату труда. В целом, расходы государственного бюджета сохранятся на уровне около 30% ВВП до 2027 года. С учетом ожидаемого роста расходов на обслуживание долга и текущих расходов в целом, уменьшится доля инвестиционных расходов. Доходная часть бюджета снизится с 29,5% в 2023 году до 28,8% ВВП в 2027 году. Понижительное давление на объем доходов окажет снижение поступлений грантов в процентах ВВП. Налоговые поступления постепенно вырастут за счет сокращения неэффективных налоговых льгот и увеличения налогооблагаемой базы.

Устойчивость платежного баланса улучшится в 2024 году вследствие значительного роста денежных переводов. Мы повысили оценку профицита СТО до 2,9% ВВП в 2024 году, по сравнению с 2,5% в предыдущем прогнозе. При этом оценка экспорта в 2024 году была несколько снижена по сравнению с летним прогнозом на основе последних статистических данных платежного баланса. В среднесрочной перспективе ожидается постепенное снижение профицита СТО до 0,4% ВВП в 2026 году и дефицита 0,6% ВВП в 2027 году в результате роста потребительского и инвестиционного импорта и снижения темпов роста денежных переводов. Продолжающийся значительный приток капитала от денежных переводов и экспорта обуславливают продолжение оттока по финансовому счету (~2% ВВП) в 2024–2027 годах в том числе в виде приобретения наличной валюты и депозитов. Уровень ВМП вырастет с 7,4 месяца импорта товаров и услуг в 2023 году до 8,0 месяцев импорта в 2027 году.

ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз	2027 Прогноз
Национальные счета и цены (в %)					
Прирост реального ВВП	8,3	8,0	7,5	7,1	6,7
ИПЦ (дек., г/г)	3,8	5,0	6,0	6,2	6,0
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, % изменения	-0,8	11,8	14,0	12,5	13,8
Государственные финансы (в % ВВП)					
Доходы и гранты	29,5	28,7	28,2	28,5	28,8
налоговые поступления	19,7	19,9	20,2	20,5	20,8
Расходы бюджета	30,0	30,3	30,6	30,5	30,6
Текущие расходы	18,9	19,7	19,8	20,1	20,3
Капитальные расходы	11,1	10,6	10,8	10,4	10,4
Баланс бюджета ("-" дефицит / "+" профицит)	-0,5	-1,7	-2,4	-2,0	-1,8
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	4,8	2,9	1,8	0,4	-0,6
Денежные переводы	37,0	41,3	38,5	35,8	34,8
Прямые иностранные инвестиции" на той же строке ("-" приток; "+" отток)	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг текущего года	7,4	7,6	7,9	8,0	8,0

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов



РИСКИ И НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ БАЗОВОГО ПРОГНОЗА

Наблюдаемая нормализация экономической политики и более стабильные макроэкономические условия в большинстве ведущих экономик мира, а также более высокие темпы роста экономики России, чем ожидалось ранее, позволили нам придерживаться умеренно оптимистичного подхода в текущем базовом прогнозе. Тем не менее, несмотря на некоторое снижение уровня неопределенности, остаются существенные макроэкономические, финансовые и геополитические риски как в глобальной экономике, так и в регионе операций ЕФСР.

Устойчивое снижение инфляции в развитых странах позволило центральным банкам продолжить цикл снижения ставок в первой половине 2024 года. Однако на фоне уменьшения опасений по поводу инфляции повысились риски, связанные с возможным замедлением экономического роста в ключевых экономиках мира. В США они связаны с более быстрым замедлением потребительских расходов в условиях высокой закредитованности и исчерпания накоплений домохозяйств. В частности, опасения вызваны тем, что ФРС США слишком поздно начала снижать ставки и не сможет должным образом поддерживать быстро слабеющий потребительский спрос. В еврозоне ключевым риском является неопределенность в отношении способности экономики Германии выйти на устойчивый экономический рост, обеспечивая импульс экономической активности во всем Европейском регионе. В Китае повышаются риски того, что прежних источников роста будет недостаточно для обеспечения роста

экономики в 5% даже в условиях беспрецедентных фискальных и монетарных мер поддержки, учитывая серьезные структурные проблемы в экономике и растущие торговые ограничения в отношении китайской продукции на крупнейших мировых рынках.

Риски, связанные с ослаблением внешнего спроса, на фоне неопределенности в экономике США и Китая и слабости экономики Европы представляют собой ключевые угрозы для достижения темпов роста в экономиках государств — участников Фонда в рамках базового прогноза. Дополнительным риском для экономического роста всех экономик региона является более существенное замедление экономики России, что, в свою очередь, приведет к снижению объемов внешней торговли в большинстве стран, а также объемов денежных переводов трудовых мигрантов.

Для всех государств — участников ЕФСР сохраняются риски, связанные с высоким колебанием цен на нефть в условиях геополитической напряженности вокруг конфликта на Ближнем Востоке, неопределенности в отношении действий ОПЕК+ по сокращению добычи нефти и объемов добычи в Ливии. При этом мы полагаем, что цены на нефть марки Brent могут упасть ниже 70 долларов за баррель только при значительном замедлении роста в крупнейших экономиках, что приведет к падению цен на другие сырьевые товары, включая металлы. Это может негативно сказаться на экспортной выручке большинства государств — участников ЕФСР, а также на доходах их бюджетов. Рост цен на

нефть представляет проинфляционный риск для Армении и Таджикистана.

Еще одним ключевым риском **для всех государств — участников ЕФСР** является повышенная неопределенность в отношении процессов адаптации российской экономики и населения к санкционным ограничениям. Уже со второй половины 2023 года мы наблюдаем заметное снижение влияния положительных экстерналий в Армении¹ и Кыргызстане², связанных с изменением потоков международной торговли, капитала и трудовых ресурсов в условиях санкций в отношении России. Дальнейшее усиление этих тенденций, в том числе ввиду нарастания рисков вторичных санкций для предприятий и банков Армении, Казахстана, Кыргызстана и Таджикистана, несет дополнительные понижательные риски для экономической активности в этих странах, включая снижение объемов торговли, банковских переводов, IT и других услуг (см. ниже).

Ключевой риск в отношении **России** связан с достижением макроэкономической сбалансированности в условиях выбора между поддержанием относительно высоких темпов роста экономики и снижением инфляции до целевых уровней. По нашему мнению, в случае сохранения траектории высоких темпов прироста ВВП (выше потенциала), в том числе, за счет высокого внутреннего спроса, поддержанного фискальным импульсом, вернуть инфляцию к таргетируемому значению на прогнозном горизонте будет крайне затруднительно. Кроме того, это может привести к более сильному ослаблению курса российского рубля. При

¹ По нашей оценке, в 2022 году положительное влияние притока российского капитала и потребления российских граждан на экономический рост Армении составило около 4,0 п. п. (из 12,6%)

² Положительные экстерналии обеспечили 35% прироста ВВП Кыргызстана в 2022 году (3,2 п. п. из 9,0% прироста) и 23% в 2023 году (1,4 п. п. из 6,2%)

этом, по нашим оценкам положительный эффект от более высоких темпов прироста ВВП России превысит негативные последствия от дополнительного давления на инфляцию и валютный курс в Кыргызстане и Таджикистане.

В экономике **Казахстана** уже сейчас реализуются риски для макроэкономической сбалансированности, связанные с чрезмерным фискальным стимулированием экономики. В этих условиях, если ненефтяной дефицит бюджета не будет сокращаться в прогнозном периоде, следует ожидать более высокой инфляции, чем заложено в базовый вариант прогноза. Монетарная политика при этом сможет оказать лишь ограниченное влияние на замедление инфляции. Нарращивание ненефтяного дефицита и, как следствие, рост трансфертов из Нацфонда по сравнению с базовым сценарием будет оказывать повышательное давление на обменный курс тенге, поддерживая его на переоцененном уровне, что, в свою очередь, может сформировать дополнительный риск девальвационных ожиданий и снизить внешнеэкономическую устойчивость страны.

Экономический рост Казахстана в 2025 году может сформироваться ниже базового прогноза в случае недостижения планируемого объема добычи нефти, как из-за ограничений ОПЕК+, так и из-за переноса ввода новых месторождений.

У базового прогноза по экономическому росту **Армении** преобладают понижательные риски. К основным рискам относятся более резкое снижение конъюнктурных факторов роста (реэкспорт золота и других драгоценных металлов), чем ожидалось в базовом сценарии, усиление геополитической напряженности, а также изменение влияния прежде положительных внешних факторов, включая отток капитала и сокращение потре-

бления со стороны российских граждан, переезд ИТ-компаний и сотрудников из Армении, сокращение экспорта армянской продукции в Россию. При реализации данных рисков возможно падение экономической активности в конце 2024 года и начале следующего.

Со стороны фискального сектора риски имеют ассиметричный характер. С одной стороны, существует вероятность более быстрого наращивания социальных и других расходов (пособий по безработице, социальной поддержке и т. д.) в результате низкой вовлеченности трудоспособного населения вынужденных переселенцев из Нагорного Карабаха, что приведет к расширению дефицита бюджета и потенциального разрыва в финансировании по сравнению с базовым прогнозом. С другой стороны, сохраняется вероятность невыполнения запланированных Правительством капитальных расходов, что сократит расходную часть бюджета, но при этом отрицательно повлияет на экономический рост Армении.

Среди ключевых проинфляционных рисков в Армении можно выделить более ускоренную девальвацию армянского драма на фоне его текущей переоцененности. Данный риск может усилиться в условиях возможного ухудшения внешнеторгового баланса товаров и услуг, ускорения оттока капитала и сокращения валовых международных резервов.

Основные риски для экономической активности в **Кыргызстане** обусловлены волатильностью внешних факторов. Снижение цен на золото может привести к сокращению экспорта, международных резервов, а также доходов бюджета, связанных с разработкой месторождения Кумтор. Кроме того, сохраняется риск чрезмерного укрепления курса национальной валюты, что вкупе

с расширением импортозамещающих производств в России, может негативно сказаться на экономической активности в экспортно ориентированных отраслях и привести к замедлению сектора услуг.

К основному внутреннему риску Кыргызстана относится возможный рост обязательств убыточных предприятий энергетического сектора, что потребует дополнительных расходов бюджета на их поддержку, тем самым повышая риски для бюджетной устойчивости. Еще одним риском, который может существенно вырасти в среднесрочной перспективе, является запланированная реализация крупных инфраструктурных проектов (в энергетике и транспорте), она потребует существенных дополнительных внешних и внутренних заимствований и может привести к ухудшению долговой и бюджетной устойчивости.

Ключевые внешние риски для **Таджикистана** связаны с динамикой российской экономики и конъюнктурных факторов, ввиду высокой зависимости страны от импорта, денежных поступлений мигрантов и экспорта сырьевых товаров. Строительство ГЭС «Рогун» может формировать риски для бюджетной и долговой устойчивости в долгосрочной перспективе.





www.efsd.org



ЕФСР
ЕВРАЗИЙСКИЙ ФОНД
СТАБИЛИЗАЦИИ И РАЗВИТИЯ