

ЕФСР
ЕВРАЗИЙСКИЙ ФОНД
СТАБИЛИЗАЦИИ И РАЗВИТИЯ

РЕГИОНАЛЬНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР

2024-25 ЗИМА



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 № 4(4). 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, H60, O10.

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

В подготовке обзора принимали участие: **Марина Гричик, Тарас Цукарев, Кирилл Лемба, Лиана Арутюнян, Александр Янушкевич, Дмитрий Кудряшов, Ольга Емельянова**.

ПРИМЕЧАНИЕ:

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

Вступительное слово Главного экономиста	2
Краткие выводы Регионального экономического обзора	4
Тенденции в мировой экономике	10
Россия	20
Казахстан	34
Армения	48
Беларусь	62
Кыргызстан	76
Таджикистан	94
Риски отклонения от базового прогноза	106
Список сокращений и аббревиатур.....	112

ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

Экономики государств — участников ЕФСР продолжили демонстрировать уверенные темпы роста в 2024 году. В большинстве стран быстрый рост экономической активности наблюдался во многих ключевых секторах экономики — этому способствовали высокий внутренний спрос и благоприятная внешняя конъюнктура. Риски существенного замедления экономики России не реализовались, несмотря на рост геополитической напряженности и ужесточение санкционных ограничений. Это поддержало экономический рост в других странах региона за счет увеличения торговли, инвестиций и денежных переводов.

Однако, превышение фактических темпов роста над потенциальными отмечается уже третий год подряд, что, по нашим оценкам, ведет к формированию макроэкономических дисбалансов и снижает устойчивость отдельных стран к внешним шокам. Особое беспокойство вызывает дополнительное стимулирование роста в ряде стран за счет проциклической бюджетной политики — это несет риски как для бюджетной устойчивости, так и для достижения показателей по инфляции. Нас беспокоит и переоцененность валютных курсов ряда стран, что снижает внешнеэкономическую устойчивость и конкурентоспособность экономик, а также осложняет процесс перехода к инфляционному таргетированию.

В среднесрочной перспективе мы ожидаем умеренного «охлаждения» экономической активности во всех странах присутствия ЕФСР на фоне нормализации денежно-кредитной и бюджетной политики, а также устранения накопленных дисбалансов. Этот процесс будет происходить в условиях высокой неопределенности относительно состояния глобальной экономики: сохранению устойчивых темпов роста препятствует продолжение геополитической и экономической фрагментации.

В случае если новые риски в глобальной и региональной экономиках реализуются, экономическая активность и ключевые макроэкономические показатели в государствах — участниках ЕФСР могут оказаться хуже параметров нашего базового прогноза. В таких условиях могут сформироваться дополнительные риски для бюджетной устойчивости и платежных балансов стран — получателей средств ЕФСР.



Сергей Улатов
Главный экономист
Евразийского фонда стабилизации и развития

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ РЕГИОНАЛЬНОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО ОБЗОРА

Замедление темпов роста российской экономики и адаптация экономических процессов в России к санкционным ограничениям остаются ключевыми факторами, влияющими на экономическую динамику в государствах — участниках ЕФСР. В Армении, Казахстане, Кыргызстане и Таджикистане темпы роста в 2024 году сложились ниже, чем в 2023 году. В последующие годы в этих странах также прогнозируется постепенное снижение темпов роста в условиях стабилизации торговых и финансовых потоков в регионе.

Быстрое расширение внутреннего спроса и фискальное стимулирование оказывают давление на динамику цен: для российской экономики реализация проинфляционного сценария остается основным риском отклонения от базового сценария. Проинфляционные риски отмечаются и в Казахстане. В других странах инфляция остается в пределах или ниже целевых параметров национальных и центральных банков: в Беларуси на инфляционные ожидания понижающее влияние оказывает ценовое регулирование, а в Армении, Кыргызстане и Таджикистане одним из ключевых факторов сохранения низкой инфляции, наряду с благоприятной внешней ценовой конъюнктурой, стало укрепление курсов национальных валют.

Общие для стран региона риски связаны с внешними условиями, такими как динамика цен на нефть и другие экспортные товары, а также темпы роста стран — ключевых торговых партнеров. Специфические страновые риски прежде всего связаны с бюджетной сферой и указывают на необходимость соблюдения бюджетной дисциплины. Кроме того, сохраняются риски ослабления курса на фоне его чрезмерного укрепления в ряде стран. Ключевым условием сохранения устойчивых темпов роста и поддержания макроэкономической стабильности остается проведение сбалансированной денежно-кредитной и фискальной политики.

РОССИЯ

Российская экономика по-прежнему демонстрирует признаки перегрева: темпы прироста в годовом выражении по итогам III квартала снизились, однако, поквартальная динамика указывает на сохранение высокой экономической активности. Повышенный спрос, увеличение бюджетных расходов и высокие инфляционные ожидания продолжают влиять на динамику цен — по итогам 2024 года инфляция ускорилась до 9,5%, что существенно превышает целевой ориентир Банка России (4%). Повышение ключевой ставки охладило кредитование физических лиц, но корпоративный

сегмент демонстрирует устойчивый рост на фоне действия льготных программ.

По нашему прогнозу, рост российской экономики замедлится в 2025 году до 1,5% на фоне ужесточения финансовых условий и дефицита трудовых ресурсов. Банк России продолжит проводить жесткую денежно-кредитную политику и приступит к снижению ставки только в III квартале 2025 года. Инфляция вернется к целевому уровню лишь к 2027 году.

Основным риском остается реализация проинфляционного сценария: бюджетные расходы на социальные, инвестиционные и оборонные нужды могут превысить прогнозируемые показатели, а высокий рост инвестиций увеличивает вероятность сохранения напряженности на рынке труда в течение длительного периода времени. Эти факторы могут препятствовать необходимому для дезинфляционных процессов снижению темпов прироста реальных доходов населения и «охлаждению» экономики.

КАЗАХСТАН

Рост экономики страны во втором полугодии ускорился на фоне увеличения экспорта, потребления домохозяйств и госсектора, восстановления инвестиционной активности. Ценовое давление остается повышенным как из-за более высокого спроса, так и ослабления курса тенге. Национальный банк Казахстана уже приступил к ужесточению денежно-кредитной политики, впервые с 2022 года повысив в декабре базовую ставку — на 100 б. п. до 15,25%. Фискальная политика при этом остается стимулирующей — для финансирования

расходов бюджета осуществляются трансферты из Нацфонда.

Прирост ВВП в 2025 году, как ожидается, составит 5,0% и после некоторого замедления в 2026 году вернется к уровню, близкому к 5%. Прогноз инфляции был ухудшен ввиду усиления внешнего инфляционного давления и сохранения внутренних проинфляционных факторов. Ожидается, что таргетируемый уровень 5% будет достигнут только в 2027 году. Это означает, что НБРК сможет вернуться к постепенной нормализации денежно-кредитной политики не ранее середины 2025 года.

Риски для прогноза связаны с несогласованностью монетарной и фискальной политики, обусловленной возможным усилением процикличности бюджетной политики, что затруднит процесс снижения инфляции и сокращения нефтяного дефицита. В свою очередь, снижение цен на нефть, ослабление российского рубля и снижение объема продаж валюты из Нацфонда могут привести к дополнительному ослаблению курса тенге.

АРМЕНИЯ

Темпы роста экономики Армении существенно замедлялись на фоне сокращения вклада «конъюнктурных факторов», таких как объемы реэкспорта и приток туристов из России. Несмотря на то что экономика страны вышла из дефляции, рост цен остается низким: по итогам 2024 года показатель инфляции составил 1,5%, что существенно ниже целевого интервала Центрального банка (4,0±1,5%). Ухудшение баланса услуг привело к увеличению дефицита

счета текущих операций. Курс драма по-прежнему переоценен.

Согласно базовому сценарию, в 2025–2027 годах темпы экономического роста стабилизируются вблизи потенциальных — около 5%. Ожидается, что денежно-кредитная политика будет направлена на возвращение инфляции к целевому показателю, а дефицит бюджета расширится на фоне существенного роста расходов, это потребует привлечения новых источников финансирования.

Ключевые риски связаны с внешними шоками (более быстрым снижением объемов торговли драгметаллами, сокращением туристического потока), что может привести к краткосрочной рецессии и формированию рисков для бюджетной устойчивости и платежного баланса. Дополнительные фискальные риски связаны с выполнением социальных обязательств по поддержке переселенцев из Нагорного Карабаха.

БЕЛАРУСЬ

Экономика Беларуси продолжила расти высокими темпами, но по ряду макропоказателей отмечались признаки замедления экономической активности: в частности, это касается снижения темпов роста инвестиций и промпроизводства начиная с III квартала 2024 года. Основным драйвером роста оставался внутренний спрос, поддержанный увеличением реальных доходов населения и потребительским кредитованием. Инфляция по итогам года снизилась до 5,2% на фоне относительной стабильности обменного курса и умеренных инфляционных ожиданий в условиях действия системы ценового

регулирования. Высокий внутренний спрос повлиял на расширение дефицита внешней торговли товарами и услугами.

В среднесрочной перспективе ожидается постепенное снижение темпов роста вслед за замедлением российской экономики, а также на фоне нормализации макроэкономической политики. Охлаждение внутреннего спроса будет способствовать сохранению умеренной инфляции и ограничению дефицита счета текущих операций.

Основные риски связаны с внешними шоками — такими как резкое замедление российской экономики, а также введение дополнительных санкционных ограничений. Кроме того, возможное расширение стимулирующей политики на фоне замедления внешнего спроса может негативно отразиться на макроэкономической сбалансированности, а сдерживание инфляции административными методами — увеличить инфляционный навес, что приведет к более быстрому росту цен в будущем.

КЫРГЫЗСТАН

Экономика Кыргызстана продолжала расти высокими темпами, однако из-за значительного пересмотра данных за 2023 год (по обновленной оценке рост ВВП был пересмотрен с 6% до 9%) точное сопоставление динамики роста в сравнении с прошлым годом остается затруднительным. К концу года в отраслевой структуре строительство стало основным драйвером роста, сменив торговлю. Инфляция стабилизировалась в рамках целевого диапазона Национального банка (5–7%) на фоне замедления роста продовольственных

цен. Денежно-кредитная политика была направлена на ограничение темпов роста инфляции с помощью операций по стерилизации избыточной ликвидности.

В среднесрочной перспективе ожидается замедление темпов роста кыргызской экономики до 4–5% в условиях постепенного охлаждения внутреннего и внешнего спроса. Прогноз предусматривает сохранение низкой инфляции и умеренную бюджетную консолидацию.

Основные риски для экономики страны связаны с внешними факторами: в частности, со снижением цен на золото (и сокращением объемов экспорта), а также удорожанием импорта. Дополнительным риском для бюджетной и долговой устойчивости могут стать крупные инфраструктурные проекты, требующие масштабных заимствований, докапитализация государственных предприятий, а также выпадение планируемых доходов бюджета в условиях, если экономический рост окажется существенно ниже уровня, заложенного в бюджетных расчетах.




ТАДЖИКИСТАН

Рост экономики Таджикистана ускорился в III квартале прошлого года за счет увеличения объемов экспорта металлических руд и внутреннего спроса, расширению которого способствовал рост переводов трудовых мигрантов. Среднегодовая потребительская инфляция снизилась до 3,5% на фоне низкого роста цен на продовольствие и укрепления курса сомони. Бюджетная позиция оставалась устойчивой, а приток средств по счетам оплаты труда и вторичных доходов обеспечил профицит по счету

текущих операций и поддержал устойчивость платежного баланса.

В 2025–2027 годах ожидается постепенное снижение темпов роста на фоне нормализации поступлений по счету оплаты труда и вторичных доходов, а также снижения темпов экономического роста основных торговых партнеров Республики Таджикистан, однако, прирост экономики останется одним из самых высоких в регионе.

Основные риски для экономики Таджикистана связаны с устойчивостью платежного баланса в случае резкого сокращения переводов трудовых мигрантов (доля денежных переводов в ВВП страны составляет ~40%) на фоне предстоящего погашения еврооблигаций. Риски для бюджетной и долговой устойчивости связаны с состоянием электроэнергетического сектора, долг которого перед государственным бюджетом 10% ВВП. В условиях возможного наращивания расходов для завершения строительства Рогунской ГЭС и ограниченного фискального пространства сохраняются риски финансирования защищенных социальных статей бюджета и других инвестиций.

	Прогноз				Отклонение от предыдущего прогноза			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
 Российская Федерация								
Прирост ВВП, %	3,8	1,5	1,7	2	0,1	0,1	0	0,1
Инфляция на конец года, %	9,5	5,5	4,3	4	2,3	0,5	0,2	0
Среднегодовой курс	92,4	97,5	98,2	100,5	1,6	3,8	3,9	5
Базовая ставка, %	17,7	18,3	11,5	8	0,4	3,3	0,5	-0,5
 Республика Казахстан								
Прирост ВВП, %	4	5	4,6	4,9	0,2	0	-0,1	0,1
Инфляция на конец года, %	8,6	7	5,6	5	0,6	0,1	0,2	0
Среднегодовой курс	469,4	497,8	505,7	519,4	4,3	11,2	8	7,8
Ставка TONIA, %	13,9	12,9	9,1	7,6	-0,2	1,4	0,3	0
 Республика Армения								
Прирост ВВП, %	5,7	5	5	5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4
Инфляция на конец года, %	1,5	3,0	3,0	3,0	-1,5	-1,0	-1,0	-1,0
Среднегодовой курс	396,4	408,3	420,5	433	8,6	8,9	9,1	9,5
Базовая ставка, %	7	6,75	6,75	6,75	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Сальдо бюджета, %	-4,8	-5,7	-4,2	-3,2	0,0	0,0	0,5	0,4




Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза

	Прогноз				Отклонение от предыдущего прогноза			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
 Республика Беларусь								
Прирост ВВП, %	4,0	2,5	1,1	1,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
Инфляция на конец года, %	5,2	5,0	5,0	5,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Среднегодовой курс	3,3	3,5	3,5	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Базовая ставка, %	9,5	9,5	9,5	9,5	0,0	0,0	0,0	0,5
Сальдо бюджета, %	-0,1	0,3	0,9	1,0	0,7	1,3	1,5	0,6
 Республика Кыргызстан								
Прирост ВВП, %	4,9	4,6	4,4	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Инфляция на конец года, %	6,3	5,4	5,1	6,1	2,2	-0,2	0,2	0,9
Среднегодовой курс	87,2	88,5	89,9	91,6	0,0	0,0	0,1	0,0
Базовая ставка, %	9,0	9,0	9,0	9,0	0,0	1,0	1,0	1,0
Сальдо бюджета, %	2,2	0,5	1,2	2,7	0,1	0,1	-0,2	-0,3
 Республика Таджикистан								
Прирост ВВП, %	8,2	7,5	7,1	6,7	0,2	0,0	0,0	0,0
Инфляция на конец года, %	4,2	6,0	4,7	5,3	-0,8	0,0	-1,3	-0,7
Среднегодовой курс	10,8	11,2	11,6	12,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Базовая ставка, %	9,0	8,5	8,5	8,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Сальдо бюджета, %	-0,9	-1,5	-1,6	-1,0	0,8	0,9	0,4	0,8

Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

**Тенденции
в мировой
экономике**

Россия

Казахстан

ТЕНДЕНЦИИ В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



Мировая экономика во втором полугодии 2024 года сохранила умеренные темпы роста, но ситуация в отдельных странах сложилась по-разному: в США — устойчивый рост, в Китае — ВВП увеличивается как за счет внешнего спроса, так и стимулирующих мер по поддержке внутреннего спроса, в еврозоне — прирост остается положительным, но сохранение такой динамики вызывает определенные опасения.

При этом после победы Дональда Трампа на выборах президента США перспективы мировой экономики стали менее определенными (подробности — в разделе [«Риски»](#)).

Уровень деловой активности в мире, судя по данным опережающих показателей, продолжает расширяться, хотя и более низкими темпами, чем во II квартале.

США

Экономика США в III квартале 2024 года сохранила умеренно высокие темпы роста за счет увеличения потребительской активности: реальный ВВП вырос на 2,8% (SAAR¹).

Рост потребительских расходов домохозяйств ускорился с 2,8% во II квартале до 3,5% в III квартале (SAAR), что обеспечило вклад в рост ВВП в размере 2,4 п. п. Государственные расходы также показали положительную динамику, ускорившись с 3,1 до 5,0%, а их вклад в рост экономики составил 0,8 п. п. Рост инвестиций в основной капитал, напротив, замедлился с 2,3 до 1,7%, а инвестиции в строительство упали еще сильнее (с -2,8 до -5,0%). Экспорт показывал динамичный рост на уровне 7,5%, однако на фоне сильного внутреннего спроса импорт рос более высокими темпами — на 10,2%, что привело к формированию отрицательного вклада в прирост ВВП (-0,6 п. п.).

Условия на рынке труда в США остаются в целом благоприятными, несмотря на некоторые признаки охлаждения.

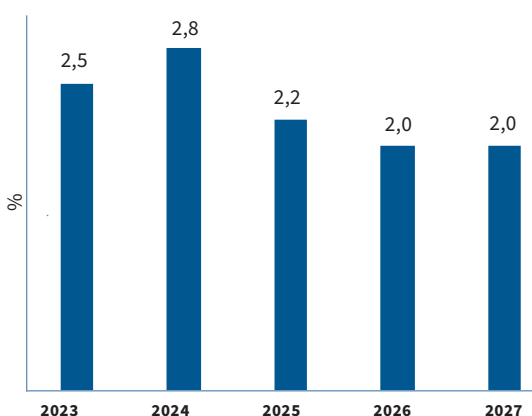
Уровень безработицы в октябре составил 4,1% — это соответствует среднему уровню за предыдущие пять месяцев, но выше показателя октября прошлого года (3,8%). Увеличение безработицы обусловлено опережающим ростом предложения рабочей силы, при этом одновременно продолжает расти и число занятых.

Ценовое давление продолжило ослабевать. Во II квартале ценовой индекс

¹ В годовом выражении с учетом сезонных колебаний.

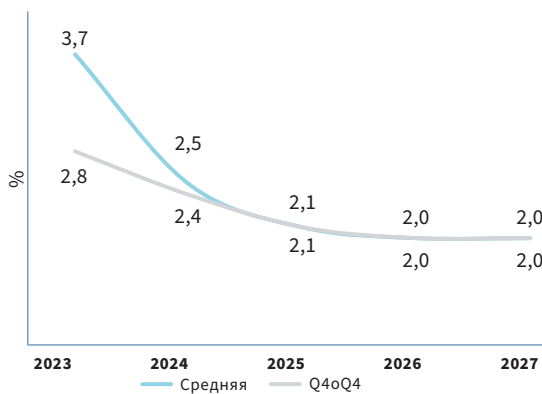
Рисунок 1 (А, В, С). Ключевые макроэкономические показатели США

А. Прирост ВВП



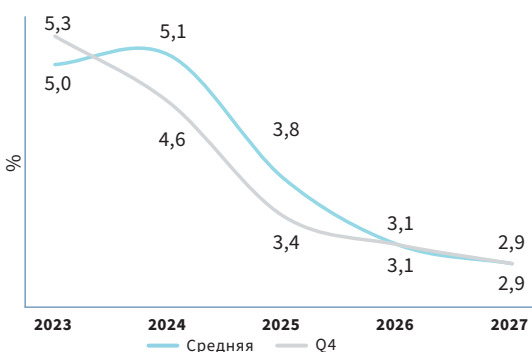
Источник: ВЕА, расчеты авторов.

В. Инфляция (PCE Price Index)



Источник: BLS, расчеты авторов.

С. Ставка ФРС



Источник: ФРС, расчеты авторов.

расходов на личное потребление (PCE) в годовом выражении снизился на 0,3 п. п., составив 2,3% (минимум с I квартала 2021 года), в то же время базовый PCE остался на уровне 2,7% в годовом исчислении (минимум с I квартала 2021 года). В октябре PCE был равен 2,3%, а базовый индекс ускорился до 2,8% в результате роста цен на финансовые услуги.

На фоне сохраняющейся волатильности в траектории инфляции, пока рынок труда остается «здоровым», а экономика продолжает расти уверенными темпами, представители ФРС не видят необходимости спешить со снижением процентных ставок. По нашим прогнозам, инфляция в США снизится до целевых 2% к 2025 году, что позволит ФРС снизить ставку к концу 2025 года до 3,25–3,50% (Рисунок 1B, 1C).

Прогноз: в 2025 году рост экономики США замедлится, но останется на высоком уровне. Устойчивый потребительский спрос будет поддерживаться ростом доходов при сохранении высокой занятости. Кроме того, смягчение финансовых условий и ожидаемое изменение бизнес-климата после избрания Дональда Трампа на должность президента будут способствовать росту инвестиций. При этом сдерживающим фактором может стать нарастание торгового протекционизма, что негативно отразится как на экономике США, так и на экономиках стран — торговых партнеров. По нашим оценкам, прирост реального ВВП в 2024 году составит 2,8% и замедлится до 2,2% в 2025 году и 2,0% в 2026–2027 годах (Рисунок 1A).

ЕВРОЗОНА

В III квартале 2024 года экономика еврозоны продемонстрировала рост на 0,4% (SAAR), так как Германия смогла избежать рецессии. По сравнению с аналогичным периодом

прошлого года реальный ВВП еврозоны увеличился на 0,9% исключительно за счет роста экономической активности в сфере услуг. В промышленности по-прежнему наблюдается спад. Сфера услуг, наоборот, показала положительную динамику, перейдя от спада к росту. Уровень сезонно скорректированной безработицы в еврозоне в сентябре 2024 года составил 6,3%, снизившись с 6,4% в июне 2024 года и с 6,6% в сентябре 2023 года.

Реальный ВВП Германии в III квартале, вопреки предварительным прогнозам, увеличился на 0,2%, что в некоторой степени может быть обусловлено пересмотром снижения ВВП во II квартале с (-0,1%) до (-0,3%). Поддержку экономической активности оказал как рост госрасходов, так и увеличение частного потребления на фоне роста на 2,9% реальных заработных плат в III квартале. Экспорт, объемы промышленного производства и строительства продолжали снижаться.

Рост реального ВВП Франции ускорился с 0,2 до 0,4%, а экономика Испании сохранила темпы роста 0,8%. Основными факторами позитивной динамики для обеих стран стали потребление домохозяйств и государственные расходы. В Италии экономическая активность показала нулевой прирост из-за негативного вклада чистого экспорта.

Прогноз: оценка роста ВВП еврозоны в 2025 году снижена до 1,2%.

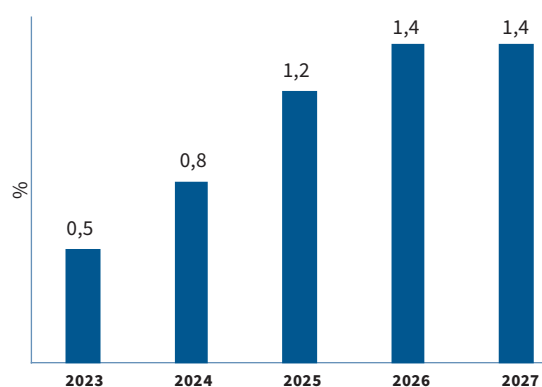
Мы ожидаем, что вклад внешнего спроса сократится на фоне усиления торговых противостояний и продолжающегося снижения конкурентоспособности европейских экспортеров. В то же время внутренний спрос станет более стабильным: смягчение монетарных условий поддержит инвестиционную активность и частное потребление. Прогнозы Еврокомиссии указывают на то, что фискальная политика сохранит несколько ограничительный характер, но качество государственных расходов вырастет за счет увеличения инвестиций. В 2026–2027 годах прирост экономики еврозоны, по нашим оценкам, составит около 1,4% (Рисунок 2А).

В III квартале в еврозоне продолжились дезинфляционные процессы.

В сентябре инфляция замедлилась до 1,7% по сравнению с 2,5% на конец II квартала и немного ускорилась в октябре, до 2%, на фоне роста цен на энергоносители. Инфляционное давление сохраняется только в сфере услуг (рост в октябре — 4,0% г/г), поддерживаемое ростом доходов. Согласно нашей оценке, в текущем году среднегодовая инфляция замедлится более чем вдвое, до 2,4%, после 5,5% в 2023 году. В 2025 году ожидаемое замедление роста заработных плат будет способствовать возвращению инфляции к целевому уровню 2% (Рисунок 2В).

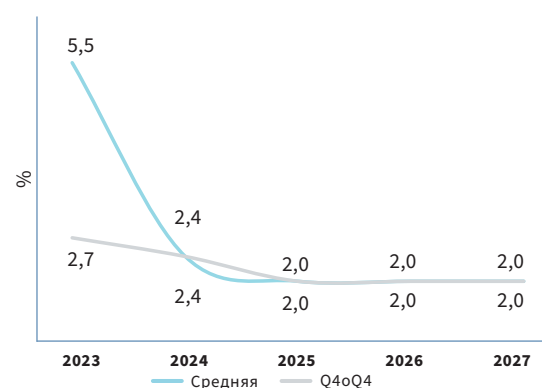
Рисунок 2 (А, В, С). Ключевые макроэкономические показатели еврозоны

А. Прирост ВВП



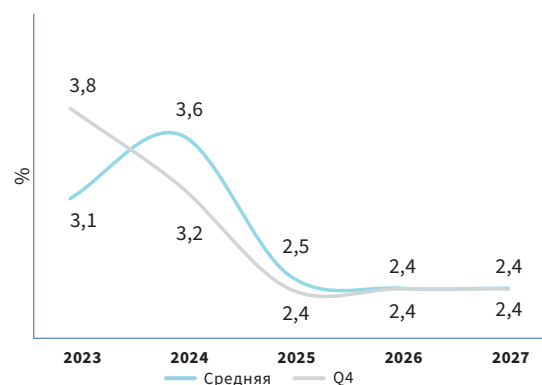
Источник: Eurostat, расчеты авторов.

В. Инфляция



Источник: Eurostat, расчеты авторов.

С. Ставка ЕЦБ



Источник: ЕЦБ, расчеты авторов.

В октябре ЕЦБ в третий раз с начала года снизил ставки на 25 б. п., до 3,25%. Регулятор отмечает, что процесс замедления инфляции соответствует ожиданиям, и, несмотря на возможное небольшое ускорение в ближайшие месяцы, в 2025 году инфляция вернется к цели. В этой связи рынок ожидает продолжения нормализации денежно-кредитной политики, включая снижение ставки в декабре и в течение 2025 года (Рисунок 2С). В результате со второй половины 2025 года ставки достигнут нейтрального значения.

С учетом более позитивных прогнозов по США по сравнению с еврозоной прогноз по курсу был ухудшен по сравнению с [прошлым РЭО](#) — ожидается, что в 2025 году среднегодовой курс составит 1,07 евро/доллара, а в среднесрочной перспективе (до 2027 года) евро может укрепиться до 1,10.

КИТАЙ

В III квартале 2024 года ключевые макроэкономические показатели китайской экономики превысили ожидания. Прирост ВВП составил 4,6% г/г (4,8% за 9 месяцев). При этом поквартальный сезонно скорректированный рост ускорился с 0,5% во II квартале до 0,9% в III квартале. В секторальном разрезе отмечается рост промышленности на 5,1% и торговли на 5,0%, в то время как строительство выросло на 3,0%, а вклад операций с недвижимостью сократился на 1,9%. Основным фактором роста стал экспорт — увеличился на 6,2% с начала года, в то время как импорт — на 4,1%, что обеспечило рекордное сальдо во внешней торговле на уровне 5,2% ВВП.

В экономике сохраняются структурные проблемы, включая трудности на рынке недвижимости, устойчивое дефляционное давление и слабое потребление. Розничные продажи за счет высоких темпов в начале года накопленным итогом за 9 месяцев выросли на 3,3%. Инвестиции в инфраструктуру продемонстрировали рост на 4,4%, инвестиции в недвижимость продолжают заметно снижаться (-10,2%).

Ожидается, что меры Правительства и смягчение монетарной политики Народного банка Китая (НБК) начнут влиять на динамику макроэкономических показателей только в IV квартале. Рост экономики по итогам года, по нашим прогнозам, составит около 4,8%, с постепенным изменением структуры роста в пользу большего вклада внутреннего потребления. Далее будет происходить замедление экономического роста с 4,4% в 2025 году до 4,0% в 2027 году (Рисунок 3А).

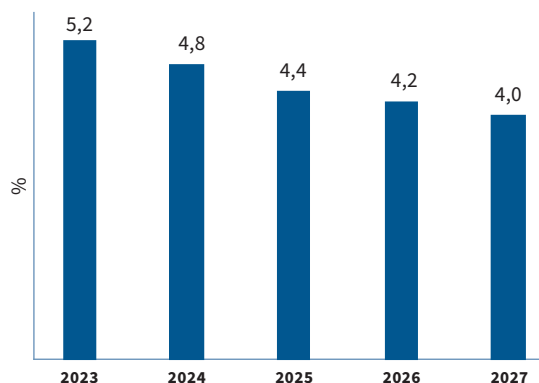
Рост цен остается около нулевых значений, что является следствием слабого потребительского спроса. Годовая инфляция в октябре составила 0,3%, а без учета волатильных компонентов (продовольствие, энергетические товары и услуги) — 0,2%. ИПЦ в октябре снизился на 2,9%, упав в 25-й раз подряд после снижения на 2,8% в сентябре. На фоне снижения показателя НБК запустил самые масштабные стимулирующие меры с момента пандемии коронавируса. В III квартале снижены: обязательные резервы банков — на 50 б. п., ключевая ставка по семидневным обратным РЕПО — на 20 б. п., ставка по кредитам для первоклассных заемщиков (LPR) — на 25 б. п., до 3,1%,



Региональный
экономический
обзор Осень'2024

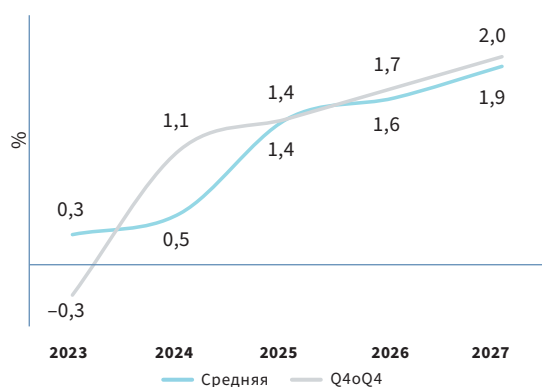
Рисунок 3 (А, В, С). Ключевые макроэкономические показатели Китая

А. Прирост ВВП



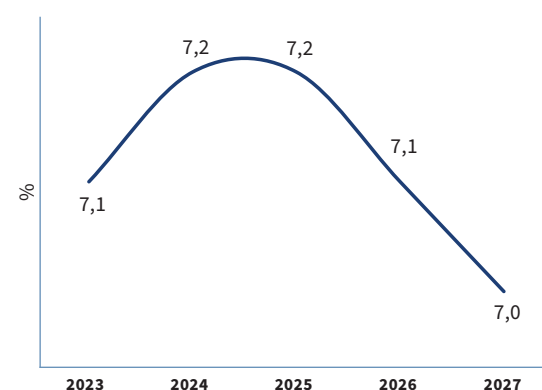
Источник: NBS, расчеты авторов.

В. Инфляция



Источник: NBS, расчеты авторов.

С. Курс юань/доллар



Источник: NBS, расчеты авторов.

пятилетняя ставка — на 25 б. п., до 3,6%. Стимулирование внутреннего спроса и рост потребительской уверенности будут способствовать увеличению потребления, что поможет постепенно выйти на устойчивую положительную динамику инфляции (Рисунок 3В).

На фоне укрепления доллара курс юаня пересмотрен в сторону снижения². Тем не менее в базовом сценарии мы ожидаем, что среднегодовой курс в 2025 году останется стабильным и будет колебаться около уровня 7,2 юаня за доллар, в то время как в 2026–2027 годах номинальный курс укрепится до 7 юаней за доллар (Рисунок 3С).

СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

Форварды на нефть марки Brent указывают на ожидаемое снижение средней цены на энергоресурс с 71 доллара за баррель в 2025 году до 69 долларов за баррель в 2027 году. В 2025 году ожидается замедление роста спроса на нефть по сравнению с предыдущими годами. По оценкам Международного энергетического агентства, такая тенденция будет связана с окончанием периода восстановления спроса, сдержанного пандемией, нестабильной глобальной экономической ситуацией и активным внедрением «зеленых» технологий.

Предложение нефти, напротив, будет расти быстрее на фоне постепенного сворачивания мер по ограничению добычи со стороны ОПЕК+ в течение

² Региональный экономический обзор ЕФСР №3(3). Доступно на: <https://efsd.org/research/regional-economic-outlook/osen-24-regionalnyy-ekonomicheskij-obzor/>

2025 года и увеличения производства в странах, не входящих в картель. Политика администрации Дональда Трампа также может стимулировать добычу в нефтедобывающей отрасли за счет введения налоговых льгот. В итоге, по нашему прогнозу,

« средняя экспортная цена на российскую нефть в 2025–2027 годах стабилизируется в районе 64 долларов за баррель.

На рынке золота наблюдается снижение цен, однако стоимость драгметалла остается на исторически высоких значениях. В условиях высокой геополитической напряженности и потребности в диверсификации резервов роль золота как защитного актива по-прежнему высока. Среднегодовая цена на золото в 2025 году вырастет на 11% по сравнению с предыдущим годом, составив около 2 640 долларов за унцию. Тем не менее дальнейший рост будет ограничен конкуренцией со стороны криптовалют и укреплением доллара.

Цены на металлы остаются выше уровня 2023 года, несмотря на снижение стоимости в III и начале IV кварталов. В последние месяцы на цены оказывали давление слабые экономические показатели крупнейших стран и негативные ожидания спроса в Китае после победы Дональда Трампа на президентских выборах. Однако общий прогноз предполагает рост индекса металлов.

« Спрос на промышленные металлы будет поддерживаться увеличением потребностей, вызванных переходом на «чистую» энергию, особенно за счет производства солнечных панелей и электромобилей, а также инфраструктуры для электросетей.

На отдельные металлы, такие как медь, спрос будет расти и со стороны других секторов, особенно в контексте электрификации и внедрения технологий искусственного интеллекта. Среднегодовое значение индекса цен на металлы вырастет с 106,5 в 2024 году до 111 в 2025 году, а в 2026–2027 годах достигнет 113,3. Судя по значениям фьючерсов, среднегодовые цены на медь увеличатся с 9 200 долларов за тонну в 2024 году до 9 800 долларов за тонну к 2027 году (Рисунки 4А, В).

Цены на продовольствие продолжают снижаться, но темпы спада замедлятся в 2025 году. Среднегодовой индекс цен на продовольствие по прогнозу Всемирного банка снизится с 115,5 в 2024 году до 109,5 в 2025 году, что станет минимальным значением с 2019 года, после чего стабилизируется на этом уровне в 2026–2027 годах (Рисунок 4А).

Армения

Беларусь

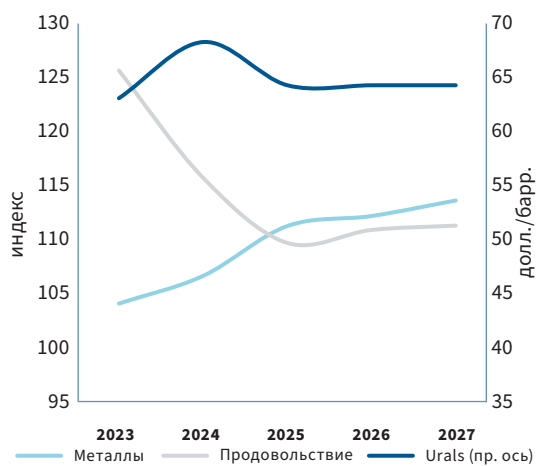
Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза

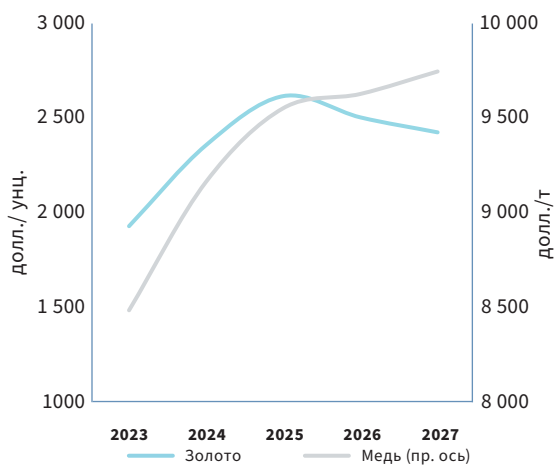
Рисунок 4 (А, В). Цены на сырьевые товары

А. Металлы, продовольствие, нефть Urals



Источник: Всемирный банк, расчеты авторов.

В. Золото, медь



Источник: расчеты авторов.



РОССИЯ

Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Тенденции
в мировой
экономике

Россия

Казахстан



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



Экономика России в III квартале 2024 года продемонстрировала признаки замедления: ВВП увеличился на 3,1% г/г, что ниже показателя II квартала (4,1% г/г). Однако поквартальная динамика указывает на сохранение высокой экономической активности (+2,8% SAAR¹), что удерживает экономику в перегретом состоянии. Безработица достигла нового минимума — 2,4%, а заработные платы продолжили расти двузначными темпами (+18,8% г/г), поддерживая внутренний спрос и усиливая инфляционное давление.

Инфляция по итогам года составила 9,5% из-за ослабления рубля, роста бюджетных расходов и высоких инфляционных ожиданий. Основной вклад в рост цен по-прежнему вносит сектор услуг, но к концу года ускорились цены на продовольственные и непродовольственные товары. Высокие ставки начали сдерживать кредитование физических лиц, но корпоративный сегмент демонстрирует устойчивый рост за счет проектного финансирования и субсидированных программ.

Профицит счета платежного баланса во втором полугодии постепенно сокращался из-за снижения внешнеторгового баланса — скорректированные на сезонность объемы экспорта падали, импорт оставался стабильным.

Дефицит государственного бюджета, как ожидается, не превысит по итогам 2024 года запланированные параметры, несмотря на значительные расходы в конце года.

Согласно нашему прогнозу, рост ВВП России в 2024 году составит 3,8%, а в 2025 году замедлится до 1,5% из-за ужесточения финансовых условий и дефицита трудовых ресурсов.

Банк России продолжит проводить жесткую денежно-кредитную политику и приступит к снижению ставки только в III квартале 2025 года. На конец 2025 года мы прогнозируем инфляцию на уровне 5,5%, а восстановление целевого уровня в 4% — лишь к 2027 году. Курс рубля стабилизируется в 2025 году до уровня 98 рублей за доллар с последующим ослаблением до 101 рубля за доллар к 2027 году.

¹ В годовом выражении с учетом сезонных колебаний.

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

Темпы роста российской экономики остаются высокими, что свидетельствует о сохранении признаков перегрева. По итогам 9 месяцев 2024 года, по предварительным оценкам Росстата, экономика России выросла на 4,2%, в том числе в III квартале — на 3,1% г/г, замедлившись с 4,1% во II квартале. Темпы роста ВВП в годовом выражении после сильного I квартала демонстрируют постепенное снижение, однако поквартальный показатель, напротив, по нашим оценкам, показывает рост на 2,8% (SAAR) в III квартале по сравнению с 1,8% (SAAR) во II квартале.

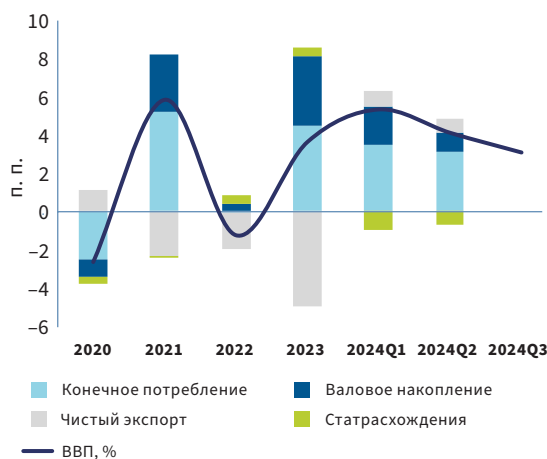


Экономика по-прежнему находится в состоянии перегрева, и существенного замедления не наблюдается.

Косвенные индикаторы показывают, что в III квартале 2024 года внутренний спрос продолжил расширяться, но более умеренными темпами. Прирост розничного товарооборота составил 6,0% г/г против 7,5% во II квартале, а рост платных услуг населению замедлился до 2,6% г/г с 4,1% кварталом ранее. В то же время оборот в секторе общественного питания вырос на 10,4% г/г после роста на 5,4% в предыдущем квартале, что может свидетельствовать о сохранении повышенного спроса в секторе услуг. Стоимостный объем экспорта в III квартале продолжил расти сдержанными темпами, увеличившись, по предварительной оценке, на 1,1% г/г. Импорт показал рост на 5,1% г/г после снижения на протяжении трех кварталов подряд.

Замедление роста затронуло большинство секторов экономики. По предварительным данным, в III квартале 2024 года наблюдалось замедление роста в основных секторах экономики. Совокупный индекс промышленного производства увеличился на 3,1% г/г по сравнению с 4,4% г/г во II квартале. Индекс добычи полезных ископаемых сократился второй квартал подряд (-1,3% г/г), а рост в обрабатывающих производствах замедлился до 6% г/г против 8,5% г/г кварталом ранее. В сельском хозяйстве было зафиксировано значительное снижение объемов производства (-5,5% г/г), что связано с гибелью урожая после майских заморозков. Замедление также затронуло строительный сектор: объем выполненных работ вырос на 0,2% г/г против 4,1% г/г во II квартале, что связано с сокращением льготного ипотечного кредитования. Оптовый товарооборот вырос на 3,2% г/г, замедлившись с 9,1% г/г во II квартале. В услугах основной вклад внесли финансовая и страховая деятельность, а также сфера ИТ.

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования



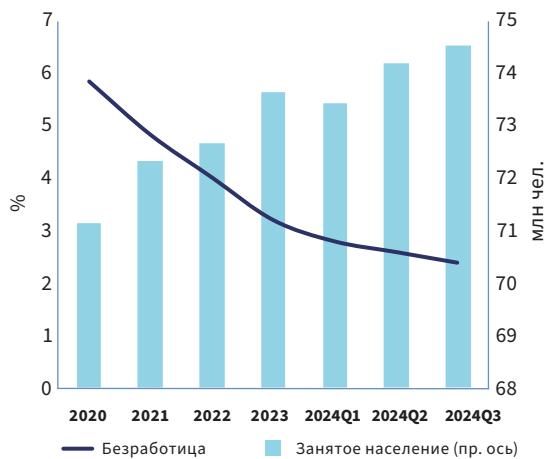
Источник: расчеты на основе данных Росстата.

Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



Источник: расчеты на основе данных Росстата.

Рисунок 3. Индикаторы рынка труда



Источник: Росстат.

Компании снижают оценки производственных условий и спроса на продукцию. Сводный индикатор бизнес-климата, по данным опроса Банка России, в III квартале 2024 года остался на стабильном уровне со средним значением 6,0, что значительно ниже рекордного уровня II квартала (10,5). Падение индикатора в основном связано с ухудшением оценки компаниями текущей ситуации:

показатель сократился с 5,7 во II квартале до 0,3. Ухудшение наблюдалось как в оценке производственных условий, так и в восприятии спроса на продукцию. Тем не менее, ожидания предприятий остаются позитивными — средний индекс составил 11,8, сократившись по сравнению с 15,4 во II квартале. Инвестиционная активность компаний продолжала расти, хотя и меньшими темпами: индекс темпов роста составил 5,2, что ниже среднего уровня 2023 года. Загрузка мощностей сократилась до уровня начала 2023 года.

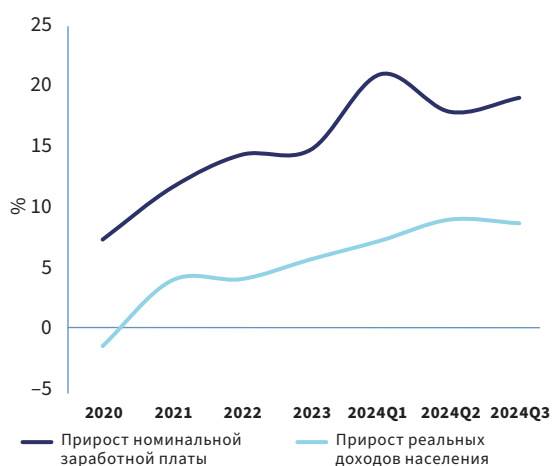
Напряжение на рынке труда в III квартале 2024 года вновь усилилось: уровень безработицы обновил минимум и составил 2,4% (Рисунок 3).

« **Компании сталкиваются с острым дефицитом рабочей силы, фиксируя рекордно низкую обеспеченность кадрами.** »

Номинальная заработная плата продолжает расти двузначными темпами — на 18,8% г/г (Рисунок 4), что незначительно превышает показатель II квартала (17,6% г/г).

Реальные доходы населения также демонстрируют устойчивый рост — показатель увеличился на 8,5% г/г после роста на 8,8% г/г во II квартале. Подобный рост заработных плат поддерживает высокий внутренний спрос и одновременно усиливает инфляционное давление.

Рисунок 4. Доходы населения



Источник: расчеты на основе данных Росстата.



Высокая инфляция поддерживается положительным разрывом выпуска, быстрым ростом доходов населения и активным расширением кредитования.

Среди временных проинфляционных факторов можно выделить приостановку запрета на экспорт бензина и слабое сезонное снижение цен на плодоовощную продукцию.

Банк России повысил ключевую ставку до рекордного уровня — 21% годовых. Ужесточение денежно-кредитной политики стало реакцией на более высокие, чем прогнозировалось, показатели инфляции, а также на рост инфляционных ожиданий, которые в III квартале 2024 года достигли максимума с начала года. Дополнительное влияние на решение оказало увеличение бюджетных расходов, которое усиливает инфляционное давление и затрудняет процесс дезинфляции.

Темпы роста рублевой денежной массы остаются высокими. Темп роста рублевой денежной массы (M2) по итогам сентября 2024 года составил 18,8% г/г, сохранив уровень конца II квартала, что свидетельствует о сохранении высоких темпов привлечения средств в банковскую систему. В то же время рост широкой денежной массы (ШДМ) замедлился на фоне укрепления рубля, снизившись с 15,7% г/г в июне до 14,7% г/г в сентябре (Рисунок 6). Без учета валютной переоценки темп прироста ШДМ составил 15,4% годовых, что чуть ниже уровня

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Инфляция остается на повышенном уровне. По итогам 2024 года инфляция составила 9,5% г/г (8,6% на конец III квартала, Рисунок 5). Повышенная инфляция сохраняется в секторе услуг, где прирост составил 11,5% г/г против 11,6% г/г на конец II квартала. Большой вклад в рост цен на услуги внесла индексация услуг ЖКХ. Ускорение же инфляции наиболее заметно в продовольствии, где рост цен повысился с 9,2% на конец II квартала до 11,1% к концу года.

Ускорение затронуло и сектор непродовольственных товаров, где темпы роста цен выросли с 5,6% г/г во II квартале до 6,1% г/г в III квартале.

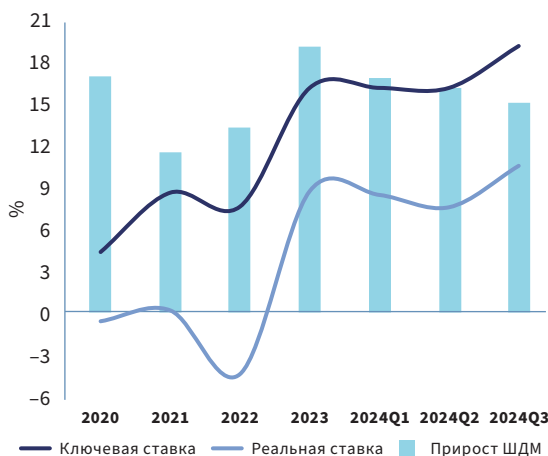
июня (15,9% г/г). Наличная денежная масса (M0) продолжила снижаться четвертый месяц подряд: ее объем сократился на 3,2% годовых по итогам сентября.

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



Источник: расчеты на основе данных Банка России.

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



Источник: расчеты на основе данных Банка России.

Рост активов банковского сектора в III квартале 2024 года замедлился по сравнению с первой половиной года. Прирост в среднем за III квартал составил 18,6% г/г (II квартал: 21,4%), а прирост с начала года достиг 11,1%. Замедление коснулось как собственных

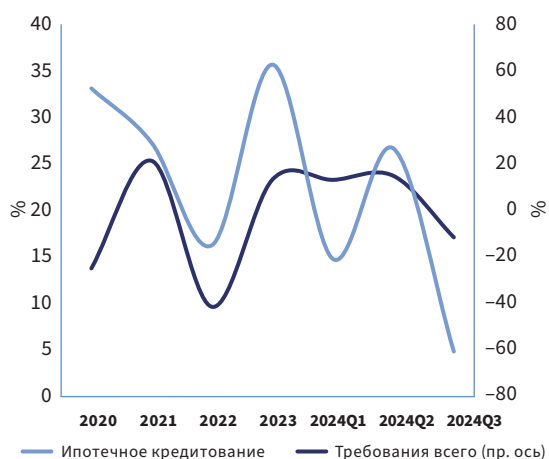
средств банков (10,6% годовых против 16,3% во II квартале), так и кредитования физических лиц, где темпы роста замедлились до 19,6% г/г по сравнению с 23% г/г во II квартале. Корпоративное кредитование, напротив, сохранило устойчивую динамику, увеличившись на 21,8% годовых (II квартал: 21,2%), а прирост за 9 месяцев достиг +14,5%, превысив рекорд 2023 года (+13,5%) (Рисунок 7).

Средства физических лиц в III квартале росли рекордными темпами. Прирост составил 26,6% г/г (II квартал: 25,8%), а с начала года достиг 14,8%. Таким образом, политика высоких процентных ставок начала демонстрировать ожидаемый эффект в сегменте физических лиц: кредитование замедляется, а средства перераспределяются на срочные рублевые вклады и текущие счета. Однако в корпоративном сегменте эффективность монетарной политики остается ограниченной: рост кредитования продолжается, что во многом объясняется расширением проектного финансирования и активным использованием программ кредитования по субсидированным ставкам, которые нивелируют жесткость денежно-кредитных условий.

Объем ипотечного кредитования снижается с рекордных уровней. В III квартале 2024 года прирост ипотечного портфеля составил 47 млрд рублей, что значительно уступает рекордному приросту в 1,12 трлн рублей, зафиксированному во II квартале (Рисунок 7). Общий объем портфеля остался на уровне 19,8 трлн рублей. Объем выданных ипотечных кредитов за квартал достиг 1,1 трлн рублей, снизившись с 1,8 трлн рублей во II квартале. Объем новых предоставленных кредитов на строящееся жилье

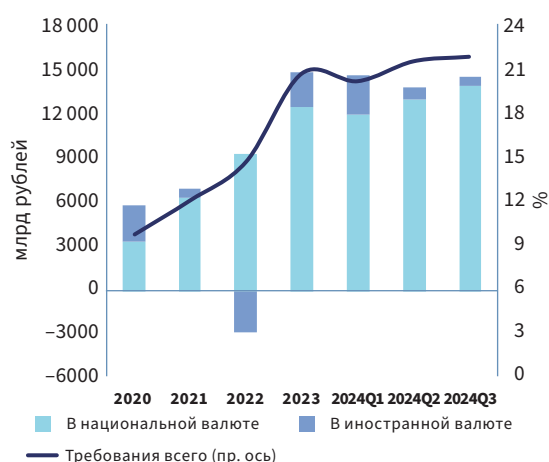
также значительно снизился и составил 0,5 трлн рублей (II квартал: 1,0 трлн рублей). Основной причиной сокращения объемов кредитования на рынке жилья стало завершение безадресной программы «Льготная ипотека» в июне. Тем не менее 66% всех выданных кредитов в III квартале (0,7 трлн рублей) продолжает обеспечиваться за счет программ государственной поддержки, таких как «Семейная ипотека» и «ИТ-ипотека».

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



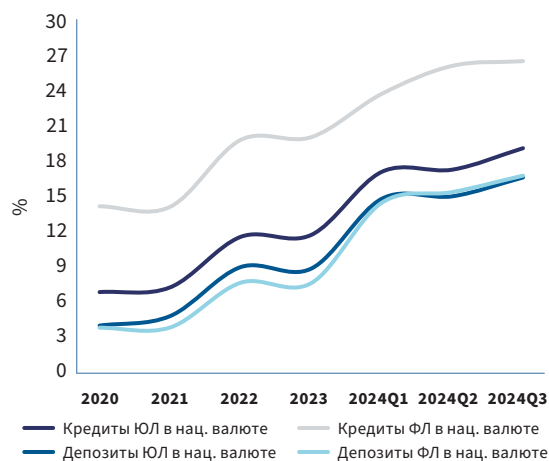
Источник: Банк России.

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



Источник: Банк России.

Рисунок 9. Ставки по новым кредитам и депозитам



Источник: Банк России.

После повышения ключевой ставки выросли все основные процентные ставки, в том числе ставки по кредитам и депозитам в национальной валюте (Рисунок 9). Наиболее заметно это отразилось на ставках по кредитам юридических лиц, которые увеличились до 19,0% годовых в III квартале против 17,1% во II квартале. Ставки по депозитам для юридических лиц также выросли, составив 16,5% годовых (II квартал: 14,9%). Для физических лиц рост ставок был менее выраженным: по кредитам ставки увеличились с 26,0% до 26,4%, а по депозитам — с 15,3% во II квартале до 16,7% в III квартале.

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

Бюджет в III квартале исполнен с профицитом, но в IV квартале ожидается формирование значительного дефицита. Доходы федерального

бюджета за III квартал 2024 года составили 9,2 трлн рублей, а общий объем доходов за 9 месяцев достиг 26,3 трлн рублей, что на 33,2% превышает объем поступлений за аналогичный период 2023 года (Рисунок 10).

Ненефтегазовые доходы показали рекордный рост, составив 6,6 трлн рублей за III квартал и 17,9 трлн рублей по итогам 9 месяцев (+26,9% г/г). Основным источником увеличения доходов стали поступления по налогу на добавленную стоимость (НДС), которые в III квартале превзошли плановые показатели, заложенные в законе о бюджете.

Нефтегазовые доходы остались на сопоставимом уровне, составив 2,6 трлн рублей за III квартал и 8,3 трлн рублей по итогам 9 месяцев (+49,4% г/г). Расходы федерального бюджета за III квартал составили 8,4 трлн рублей, а их общий объем за 9 месяцев достиг 26,1 трлн рублей (+23,3% г/г). Таким образом, бюджет по итогам III квартала исполнен с профицитом в 0,2 трлн рублей (0,1% ВВП).

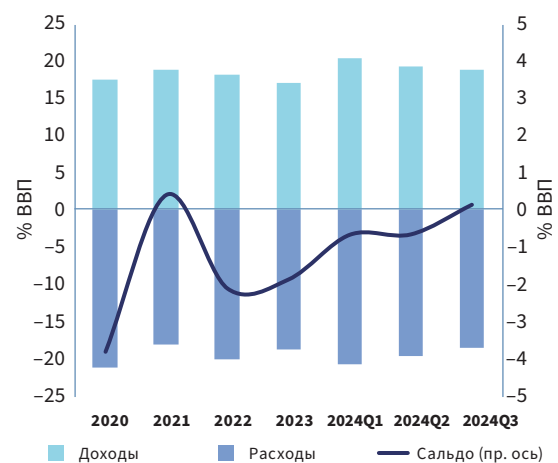
По оценке Минфина, в IV квартале ожидается значительное увеличение расходов, характерное для конца года: они превысят треть годового плана (34%), а общий объем расходов за 2024 год достигнет 39,4 трлн рублей. Это приведет к формированию дефицита в размере 3,3 трлн рублей (1,7% ВВП) по итогам 2024 года.

Уровень госдолга постепенно снижается. По нашим оценкам, государственный долг России в III квартале 2024 года составил 13,8% ВВП против 14,2% ВВП во II квартале (Рисунок 11). Сокращение произошло как за счет

снижения внутреннего долга с 11,6% ВВП во II квартале до 11,4% ВВП в III квартале, так и за счет снижения внешнего долга с 2,6% ВВП во II квартале до 2,5% ВВП в III квартале.

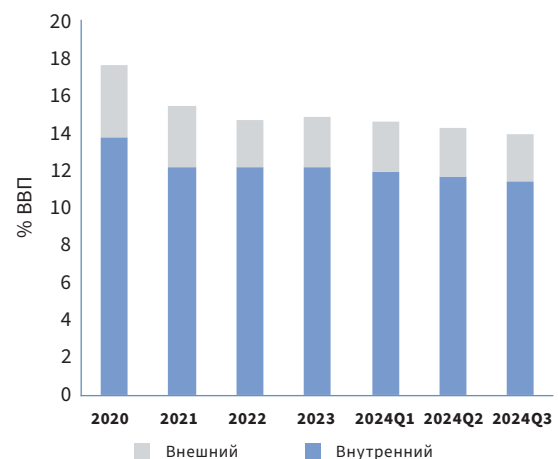
По состоянию на 1 октября 2024 года объем ФНБ достиг 12,8 трлн рублей, что составляет 6,7% оцениваемого ВВП на 2024 год. С начала года объем фонда увеличился на 7%, а его ликвидная часть

Рисунок 10. Государственный бюджет



Источник: Минфин РФ.

Рисунок 11. Государственный долг



Источник: расчеты на основе Минфина РФ и оценок авторов.

выросла на 5%, достигнув 5,3 трлн рублей (2,7% ВВП). За 9 месяцев 2024 года доходы от размещения средств ФНБ в разрешенные финансовые активы составили 457,6 млрд рублей (эквивалент 5,08 млрд долларов), что на 33% превышает результаты аналогичного периода 2023 года.

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Сальдо счета текущих операций сокращается на фоне роста импорта.

В III квартале 2024 года положительное сальдо счета текущих операций снизилось и составило 9 млрд долларов (17 млрд долларов в II квартале 2024 года, 16 млрд долларов в III квартале 2023 года) (Рисунок 13). Основное сокращение профицита связано с увеличением импорта товаров и услуг. Импорт товаров восстановился до уровня III квартала 2023 года после трехквартального спада, чему способствовали рост внутреннего спроса, укрепление рубля и разовые факторы, включая повышение утилизационного сбора. Импорт услуг вырос на 18% г/г преимущественно за счет увеличения расходов россиян на зарубежные поездки.

Экспорт товаров остался на уровне III квартала 2023 года (-1% г/г), несмотря на внешние ограничения и добровольное сокращение добычи нефти. Дополнительное давление на текущий счет оказало расширение дефицита первичных и вторичных доходов из-за роста выплат дивидендов нерезидентам.

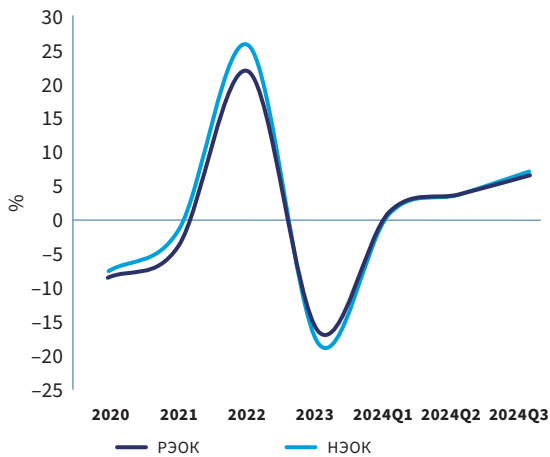
Профицит по финансовому счету вырос на фоне осложнения

внешнеторговых расчетов. Сальдо финансового счета по итогам III квартала (исключая резервные активы) составило 15 млрд долларов (18 млрд долларов во II квартале 2024 года, 14 млрд долларов в III квартале 2023 года). Как и в предыдущих периодах, профицит, то есть чистое кредитование внешнего мира, сформирован преимущественно за счет увеличения иностранных активов на 12 млрд долларов (24 млрд долларов во II квартале 2024 года, 11 млрд долларов в III квартале 2023 года). Увеличение активов было связано с поступлениями от экспорта и задержками в расчетах по внешнеторговым операциям.

Укрепление курса рубля в III квартале оказалось временным.

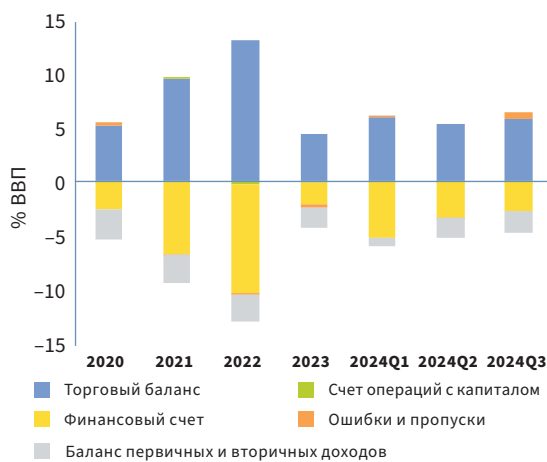
В III квартале 2024 года курс рубля укрепился, составив в среднем 89,2 рубля за доллар (во II квартале — 90,5 рубля за доллар) (Рисунок 12). Однако уже в октябре началось значительное ослабление курса рубля, в ноябре он достиг пиковых значений, превышая 108 рублей за доллар. Во многом это было связано с ужесточением санкций против Газпромбанка, что затруднило расчеты за экспорт энергоносителей, а также с общим укреплением доллара после победы Дональда Трампа на выборах в США. Среди внутренних факторов можно выделить традиционный рост государственных расходов в IV квартале, усилившийся в 2024 году из-за реализации масштабных инфраструктурных проектов. В ответ на ослабление рубля Банк России приостановил покупки валюты в рамках зеркалирования операций Минфина по бюджетному правилу, пытаясь снизить давление на курс и стабилизировать ситуацию на валютном рынке.

Рисунок 12. Динамика обменных курсов



Источник: Банк России, Минфин РФ.

Рисунок 13. Платежный баланс



Источник: Банк России.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

Оценка роста ВВП России в 2024 году повышена до 3,9% за счет сохранения высоких темпов роста в III квартале. В IV квартале замедление экономической активности усилится, отражая влияние ограничений со стороны перегруженных производственных мощностей и усиления дефицита трудовых ресурсов. Также ожидается замедление темпов роста внутреннего спроса: несмотря на поддержку потребления за счет высоких заработных плат, жесткие денежно-кредитные условия будут способствовать перенаправлению избыточных доходов домохозяйств в сбережения, что приведет к замедлению потребительской активности.

В 2025 году ожидается дальнейшее охлаждение экономики. Замедление темпов роста будет происходить в условиях сохраняющейся жесткой монетарной политики и постепенного снижения степени перегрева. Рост реального ВВП замедлится до 1,5%. В 2026–2027 годах экономика вернется к сбалансированной траектории роста, составив 1,7% и 2,0% соответственно (Рисунок 14).

Прогноз по инфляции пересмотрен в сторону повышения. Инфляция в 2024 году в среднем составит 8,4%. Общая прогнозная траектория инфляции была пересмотрена вверх, поскольку фактические показатели существенно превзошли наши ожидания. Кроме того, в конце года ожидается усиление давления на инфляцию из-за роста бюджетных расходов и ослабления курса рубля.

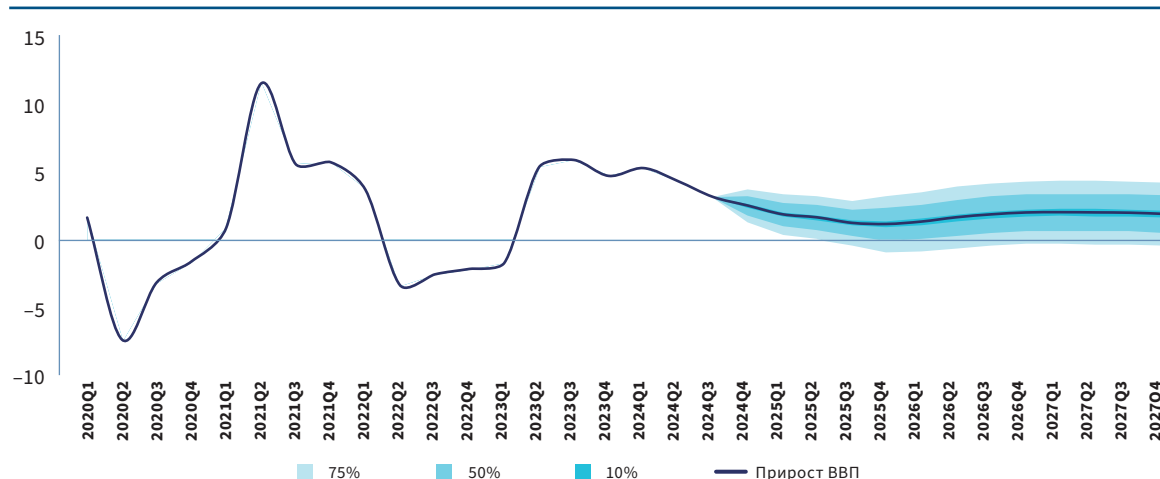
Замедление инфляции будет происходить медленнее, чем прогнозировалось ранее. Рост цен к концу 2025 года составит 5,5%. В 2026–2027 годах мы прогнозируем дальнейшее снижение инфляции и постепенное возвращение ключевой ставки к нейтральному уровню (Рисунок 15).

Несмотря на постепенное охлаждение внутреннего спроса, сохраняющийся спрос на инвестиции и программы субсидируемого кредитования юридических лиц будет препятствовать снижению инфляции. Дополнительным фактором, влияющим на инерционность повышенной инфляции, стали возросшие до пиковых уровней инфляционные ожидания.

В 2025 году к этому добавится еще один проинфляционный фактор — повышение в июле тарифов на коммунальные услуги в среднем на 11,9%. В ответ на это Банк России сохранит жесткую денежно-кредитную политику в первой половине 2025 года, перейдя к снижению ставки только в III квартале.

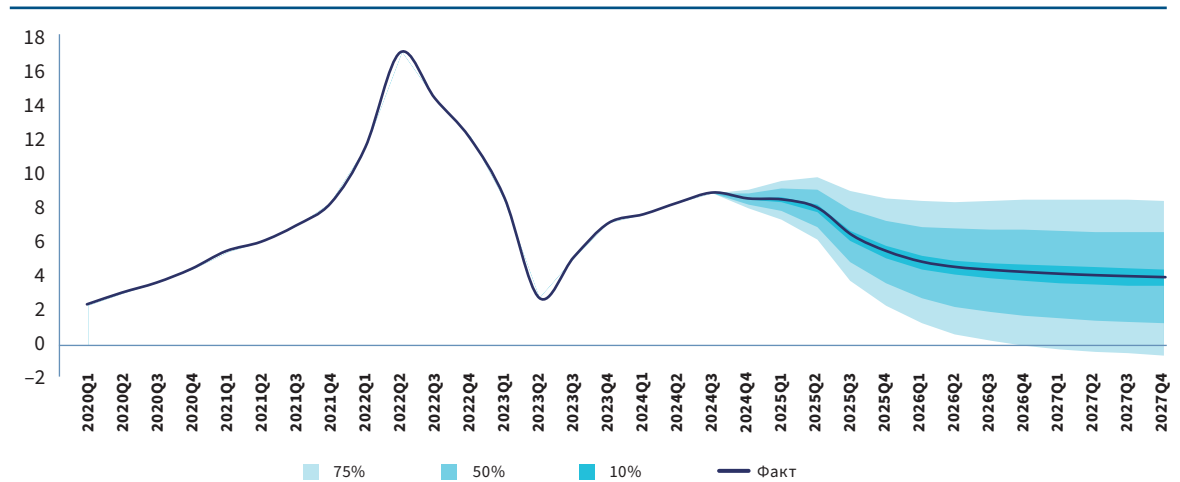
Динамика курса рубля будет определяться ужесточением денежно-кредитной политики и внешними ограничениями. В среднем за 2024 год курс составит около 92 рублей за доллар. Несмотря на резкое ослабление рубля в ноябре — декабре 2024 года, мы ожидаем, что предпринятые ЦБ меры помогут стабилизировать ситуацию и в 2025 году курс в среднем составит 98 рублей за доллар. В 2026–2027 годах ожидается постепенное возвращение курса рубля к равновесной траектории с плавным ослаблением до 101 рубля за доллар к концу 2027 года из-за разницы в уровнях инфляции (Рисунок 16). Равновесная оценка отражает прогнозный уровень курса в соответствии с ожидаемым замедлением внутреннего спроса, сохранением стабильного профицита сальдо счета текущих операций и постепенным замедлением инфляции. В условиях действия санкционных ограничений при этом сохранится повышенная волатильность обменного курса, в отдельные периоды времени он может краткосрочно отклоняться от равновесной траектории.

Рисунок 14. Прирост реального ВВП, % г/г



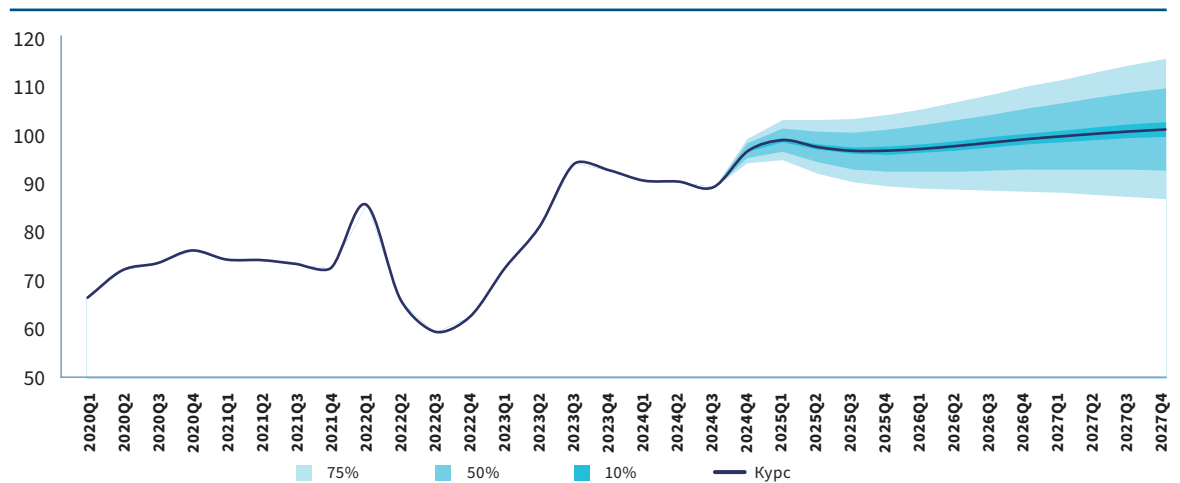
Источник: расчеты авторов.

Рисунок 15. Инфляция, % г/г



Источник: расчеты авторов.

Рисунок 16. Курс доллар/рубль



Источник: расчеты авторов.

Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза

ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

	2023	2024	2025	2026	2027
Прирост реального ВВП, %	3,6	3,9	1,5	1,7	2,0
Инфляция (дек. к дек. пред. года), %	7,4	9,5	5,5	4,3	4,0
Инфляция (среднегодовая), %	5,9	8,4	7,1	4,5	4,0
Курс доллар/рубль (среднегодовой)	85,2	92,4	97,5	98,2	100,5
Ключевая ставка Банка России (среднегодовая), %	9,9	17,7	18,3	11,5	8,0

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов.

Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

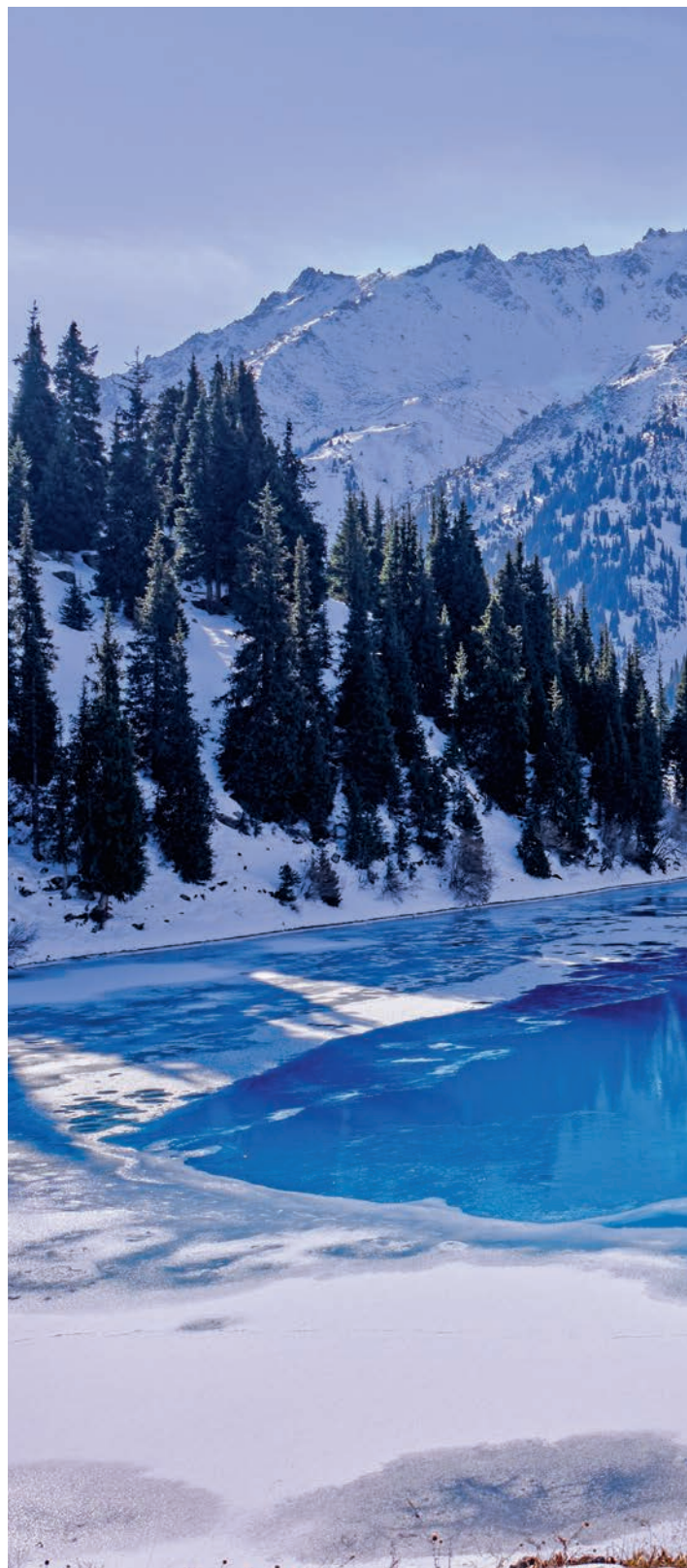
Тенденции
в мировой
экономике

Россия

Казахстан



КАЗАХСТАН



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



С III квартала 2024 года рост экономики страны ускоряется на фоне увеличения экспорта, потребления домохозяйств и госсектора, а также восстановления инвестиционной активности. По нашим расчетам, прирост ВВП по итогам 2024 года превысит 4%.

Значительным фактором поддержки внутреннего спроса стало фискальное стимулирование экономики, при этом финансирование дефицита бюджета в свете неисполнения планового сбора налогов потребовало увеличения трансфертов из Нацфонда до 5,6 трлн тенге.

Повышенный внутренний спрос на фоне стимулирующей фискальной политики, рост тарифов ЖКУ, ослабление номинального курса тенге к доллару формировали во второй половине года сильное инфляционное давление, что привело к возобновлению ускорения инфляции с октября. На конец года инфляция составила 8,6%. Курс тенге во втором полугодии снижался и превысил отметку 500 тенге за доллар. Национальный банк Казахстана в течение ноября перешел к проведению интервенций для стабилизации курса, а в декабре впервые с 2022 года повысил базовую ставку — на 100 б. п., до 15,25%.

Общее сальдо платежного баланса в III квартале 2024 года сложилось отрицательным в размере 0,5 млрд долларов. Профицит счета текущих операций был близок к нулю, в то время как по финансовому счету сложились чистые заимствования в результате оттока средств по прямым и портфельным инвестициям.

Наш прогноз экономического роста в 2025–2027 годах не претерпел значительных изменений. Прирост ВВП в 2025 году, как ожидается, составит 5,0% и после некоторого замедления в 2026 году вернется к уровню, близкому к 5%. Прогноз по инфляции ухудшен ввиду усиления внешнего инфляционного давления и сохранения внутренних проинфляционных факторов. На конец 2025 года инфляция составит 7%. Таргетируемый уровень 5% будет достигнут только в 2027 году. Это означает, что НБРК сможет вернуться к постепенной нормализации денежно-кредитной политики не ранее середины 2025 года. В 2025 году номинальный курс тенге стабилизируется на уровне, близком к 500 тенге за доллар.

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

Рост экономики Казахстана ускорился в III квартале. По итогам 9 месяцев ВВП вырос на 4,1% г/г по сравнению с 3,2% в первом полугодии (по итогам 9 месяцев прошлого года ВВП увеличился на 4,9%). По нашим оценкам, в первые два квартала реальный ВВП незначительно снижался (SAAR¹), а в третьем продемонстрировал двухзначные темпы прироста². В результате прирост ВВП в III квартале составил около 5,9% г/г против 2,7% г/г во втором.

Ускорению роста способствовало восстановление инвестиционной активности и госпотребления. Прирост объемов розничной торговли за январь — сентябрь 2024 года ускорился до 7,3 с 5,6% по итогам первого полугодия, при этом в июле — сентябре месячные годовые темпы прироста в среднем составили 6,7%. Расходы госбюджета в III квартале выросли, согласно нашим расчетам, на 15,7% г/г (во II квартале — на 9,2%).



Инвестиционная активность уверенно восстанавливалась после снижения в первом полугодии.

¹ В годовом выражении с учетом сезонных колебаний.

² 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 использованы наши экспертные оценки поквартальной динамики ВВП в 2024 году с учетом пересмотренных официальных данных по темпам прироста номинального ВВП.

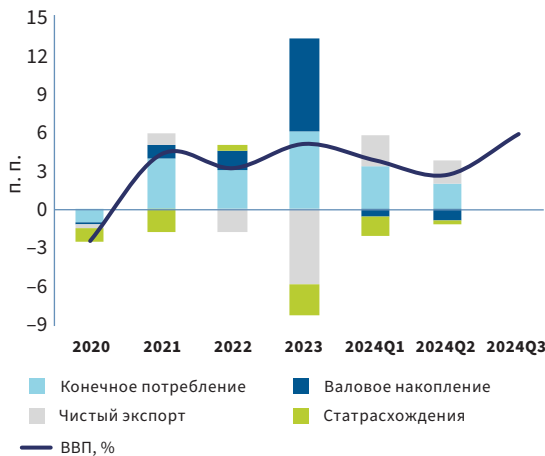
По итогам 9 месяцев инвестиции выросли на 1,9%, при этом в июле — сентябре месячные годовые темпы прироста в среднем составляли 7,7%.

Собственные средства организаций оставались ключевым источником финансирования (66,6% общего объема инвестиций), однако сильнее всего инвестиции выросли за счет бюджетных средств — на 29,4% (19% объема).

Вклад чистого экспорта, по нашим оценкам, оставался положительным на фоне роста экспорта товаров и услуг по итогам 9 месяцев (3,9% г/г в номинальном выражении) при снижении импорта (-1,5%). В III квартале экспорт товаров и услуг вырос на 6,4%, а импорт — на 2,1%.

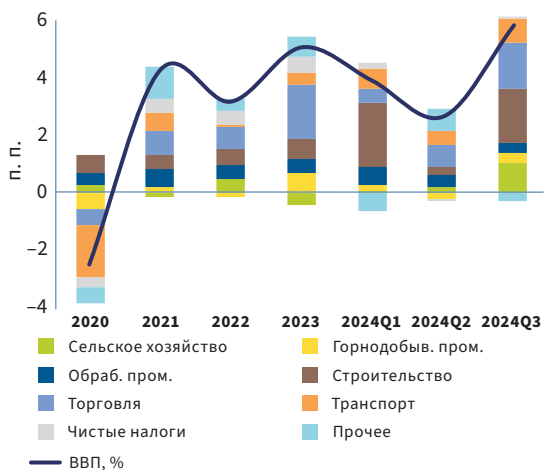
Повышению темпов роста экономики в III квартале способствовала позитивная динамика многих ключевых отраслей (Рисунок 2). По нашим оценкам, наибольший вклад в прирост ВВП в III квартале (5,9% г/г) обеспечили строительная отрасль (1,9 п. п.) и торговля (1,6 п. п.) (во II квартале — 0,3 п. п. и 0,8 п. п. соответственно). Торговля ускорилась за счет оптового сегмента, а строительство — за счет строительства и ремонта жилых зданий и сооружений. Вклад сельского хозяйства составил 1,1 п. п. на фоне рекордного урожая зерновых с учетом низкой базы 2023 года. Транспорт обеспечил 0,9 п. п. прироста. После спада во II квартале возобновился рост горнодобывающей отрасли (вклад — 0,4 п. п.). Объем добычи нефти снижался (по итогам 9 месяцев на 0,3%), но рост сектора поддержала добыча металлических руд (рост на 7,7%). Добавленная стоимость в обрабатывающей промышленности выросла на 4,0% (вклад — 0,3 п. п.) за счет секторов металлургии и машиностроения.

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования



Источник: расчеты на основе данных БНС АСПР РК.

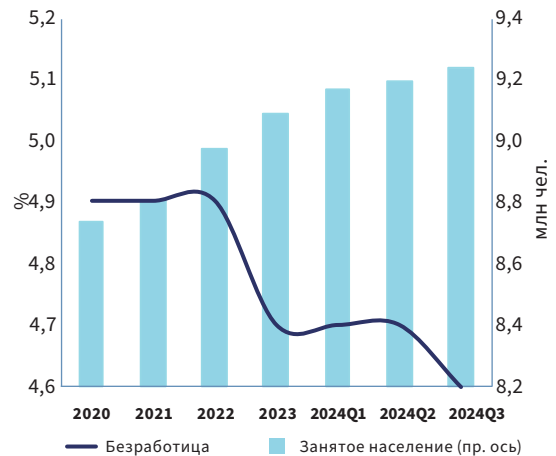
Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



Источник: расчеты на основе данных БНС АСПР РК.

Безработица в III квартале снизилась до самого низкого в истории Казахстана показателя — 4,6%. Предыдущие пять кварталов она держалась на отметке 4,7%. Количество занятого населения продолжило расти — в III квартале показатель увеличился на 1,4% г/г (в среднем за последние четыре квартала — 1,2%) (Рисунок 3).

Рисунок 3. Индикаторы рынка труда



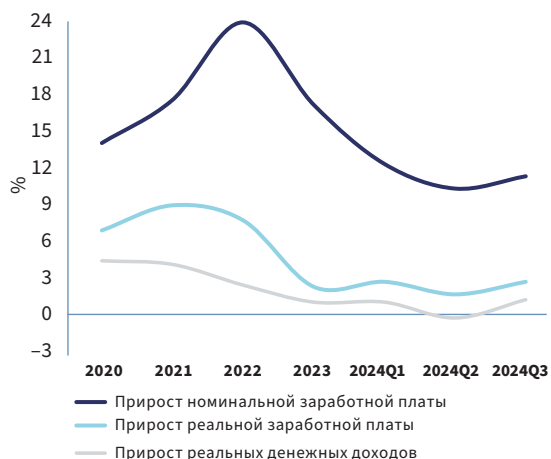
Источник: БНС АСПР РК.

Рост реальных заработных плат ускорился по сравнению с прошлым кварталом (2,7% г/г против 1,7% г/г), но остается ниже темпов роста экономики (Рисунок 4). Темпы роста заработных плат складываются более низкими по сравнению с показателями 2021–2022 годов, что связано с высокой инфляцией и завершением периода увеличения зарплат бюджетников. Стоит отметить, что

« состояние внутреннего рынка труда в Казахстане оказывает меньшее давление на уровень зарплат, чем в России или Беларуси из-за роста численности занятого населения и более высокого уровня безработицы.

После спада во II квартале реальные доходы в III квартале вновь показали положительную динамику (прирост в III квартале составил 1,1%).

Рисунок 4. Доходы населения



Примечание: реальные денежные доходы — за январь — сентябрь 2024 года.

Источник: БНС АСПР РК.

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

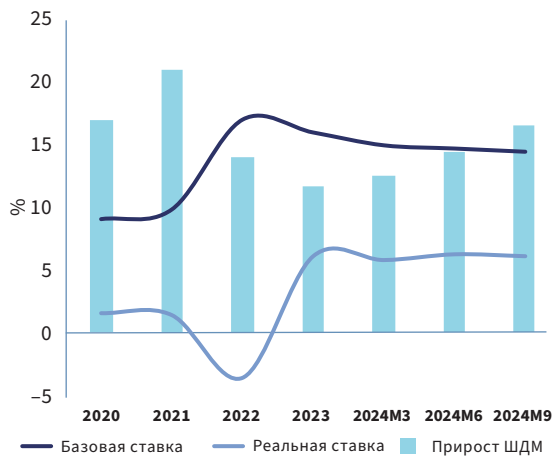
Инфляционное давление остается высоким (Рисунок 5). К концу года инфляция ускорилась до 8,6% (на конец III квартала инфляция составляла 8,3%). Основной вклад в прирост цен внесла сфера услуг (3,8 п. п. как в сентябре, так и в декабре). При этом выросли вклады как непродовольственных (с 2,3 до 2,5 п. п.), так и продовольственных товаров (с 2,1 до 2,3 п. п. соответственно). По нашему мнению, ускорение инфляции было вызвано одновременным влиянием ослабления номинального курса тенге к доллару, повышенным внутренним спросом на фоне стимулирующей фискальной политики, а также увеличением тарифов ЖКУ в рамках реализации программы «Тариф в обмен на инвестиции».

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



Источник: БНС АСПР РК.

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



Источник: БНС АСПР РК.

Инфляционные ожидания населения реагируют на ускорение инфляции и ослабление номинального курса тенге к доллару и остаются повышенными. Показатель вырос с 13,3% в июне до 14,1% в сентябре и ускорился до 14,6% в декабре.

Национальный банк Казахстана принял ряд мер, направленных на сдерживание инфляции и стабилизацию

курса тенге. В течение ноября НБРК проводил валютные интервенции, объем которых составил около 1,0 млрд долларов, а в декабре повысил базовую ставку на 100 б. п., до 15,25%. Наряду с этим НБРК изымал свободную тенговую ликвидность из экономики, сальдо открытой позиции НБРК выросло до рекордных (-7,7) трлн тенге в середине ноября, однако скорректировалось к концу месяца до (-6,3) трлн тенге (14,8% объема ШДМ).

С целью улучшения работы процентного канала в октябре был изменен порядок расчетов по депозитным аукционам (переход с расчетов T+2 на T+0), что обеспечило вхождение ставок денежного рынка в коридор базовой ставки и сокращение спреда между TONIA и базовой ставкой. Средневзвешенные ставки по кредитам для юридических лиц снижались в течение III–IV кварталов (с 18,0% в июне до 17,4% в ноябре). Ставки по кредитам для физических лиц после роста в среднем с 20,0% во II квартале до 20,7% в III квартале в октябре — ноябре упали до 19,5%. Ставки по депозитам при этом незначительно снижались: для юридических лиц — с 13,5% в июне до 13,2% в ноябре, для физических лиц — с 13,6 до 13,2% соответственно (Рисунок 9).

Прирост широкой денежной массы в декабре 2024 года ускорился до 19,2% г/г против 16,4% в октябре и 14,2% в июне (Рисунок 6). По оценкам НБРК, основной вклад в прирост ШДМ внесли кредитный и фискальный каналы за счет увеличения объемов выпуска гособлигаций.

Банки продолжали наращивать кредитование бизнеса и населения высокими темпами. Темпы прироста кредитов экономике в расширенном определении³ на конец сентября составили 20,9% г/г (на конец июня — 21,5%), в том числе бизнеса — 17,8% г/г (16,3% соответственно), населения — 23,7% г/г (26,5%). Объем кредитов бизнесу за III квартал при этом вырос на 590 млн тенге (за II квартал — на 478 млн тенге), основной вклад в прирост внесли кредиты крупному бизнесу на фоне активации крупных инвестиционных проектов (прирост на 449 млн тенге) (Рисунок 8).

Кредитование населения банковским сектором⁴ остается на высоком уровне — в годовом выражении рост составил 24,5%, при этом объем требований за III квартал вырос на 1,1 млрд тенге (во II квартале — 0,8 млрд тенге), в том числе объем кредитов на потребительские цели увеличился на 1,3 трлн тенге (во II квартале — 0,7 млрд тенге), ипотечное кредитование — на 241 млн тенге (99 млн тенге соответственно). Выдача ипотеки была поддержана дополнительным сбором заявок в рамках государственных льготных программ, потребительское кредитование росло за счет автокредитования (Рисунок 7).

Качество кредитного портфеля незначительно ухудшилось. Доля

³ Включают остатки фактической задолженности по кредитам банковского сектора, ипотечных организаций, других субъектов квазигосударственного сектора, организаций, осуществляющих микрофинансовую деятельность.

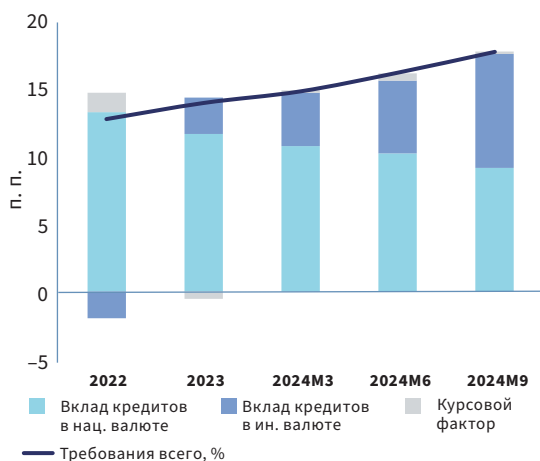
⁴ Включает банки второго уровня и АО «Банк Развития Казахстана».

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



Источник: НБРК.

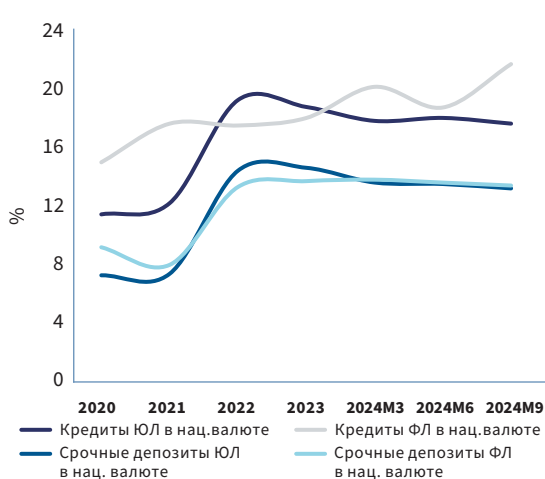
Рисунок 8. Прирост кредитов бизнесу в расширенном определении (на конец периода)



Источник: НБРК.

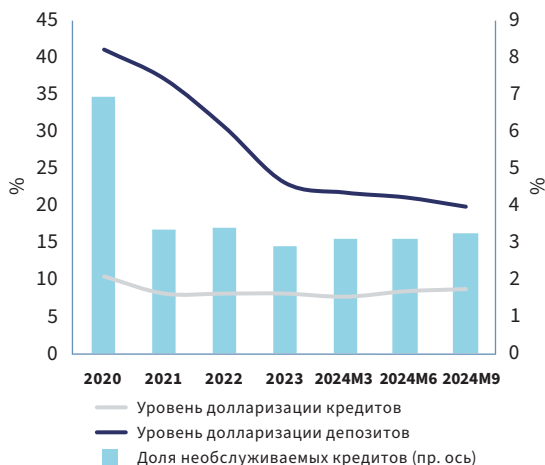
необслуживаемых кредитов увеличилась с 3,1% на начало III квартала до 3,2% на начало IV квартала, а за октябрь выросла до 3,3% (Рисунок 10). Чистая прибыль банков за 9 месяцев 2024 года составила 1,8 млрд тенге против 1,6 млрд тенге годом ранее.

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



Источник: НБРК.

Рисунок 10. Показатели банковского сектора



Источник: НБРК.

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСДОЛГ

Фискальная политика носила проциклический характер: недобор плановых доходов потребовал увеличения трансфертов из Нацфонда на финансирование дефицита бюджета.

По итогам 9 месяцев 2024 года прирост доходов госбюджета ускорился до 10,9% г/г против 8,5% г/г в первом полугодии, без учета трансфертов — с 3,9 до 8,4%. Относительно ВВП доходы снизились по сравнению с аналогичным периодом прошлого года с 22,7 до 22,4% (Рисунок 11). Объем налоговых доходов вырос на 2,1%, в то время как по итогам первого полугодия они снизились на 0,8% г/г.

Несмотря на возобновление роста в III квартале, объем налоговых поступлений по-прежнему значительно отстает от планового исполнения — 87,5% по итогам 9 месяцев (90,2% в первом полугодии). Самый высокий уровень неисполнения сохраняется по корпоративному подоходному налогу (81,8%) и НДС (70,2%). Как следствие,

« по итогам 9 месяцев отмечался рост трансфертов из Нацфонда — их объем достиг 4,0 трлн тенге (4,7% ВВП, или 21,2% от всей доходной части госбюджета) при утвержденном трансферте в размере 3,6 трлн тенге.

Ожидается, что по итогам года объем трансфертов достигнет 5,6 трлн тенге и побьет прошлогодний рекорд.

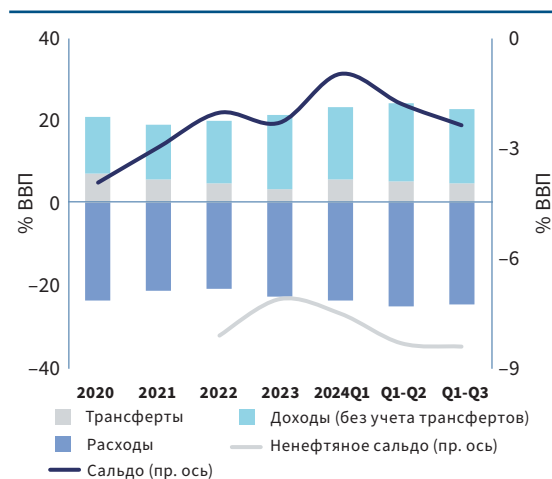
Прирост расходов ускорился — с 6,5% г/г в первом полугодии до 12,4% г/г за 9 месяцев. В отношении к ВВП расходы составили 24,5% (за 9 месяцев прошлого года — 24,4%). Основной прирост расходов произошел по следующим статьям:

социальная помощь и обеспечение (592 млрд тенге г/г), образование (+571 млн тенге), обслуживание госдолга (+376 млн тенге), жилищно-коммунальное хозяйство (+249 млн тенге), транспорт и коммуникации (+231 млн тенге). Операции по чистому бюджетному кредитованию и сальдо по операциям с финансовыми активами сократились. В результате дефицит госбюджета по итогам 9 месяцев 2024 года составил 2,4% ВВП против 2,9% ВВП годом ранее, а нефтегазовой дефицит сократился с 8,8 до 8,4% ВВП (Рисунок 11).

Уровень госдолга растет за счет увеличения внутренних заимствований. Уровень государственного долга по состоянию на 1 октября 2024 года по сравнению со II кварталом 2024 года вырос, по нашей оценке, на 0,6 п. п. — с 23,0 до 23,6% ВВП, относительно начала года прирост составил 1,0 п. п. (Рисунок 12). Внешний долг Правительства снизился с 5,7 до 5,6% ВВП, а внутренний — вырос с 16,2 до 16,7% ВВП в результате выпуска долгосрочных казначейских обязательств. Долг местных исполнительных органов (без учета долга перед Правительством) вырос с 0,8 до 0,9% ВВП, НБКР — с 0,3 до 0,4% ВВП.

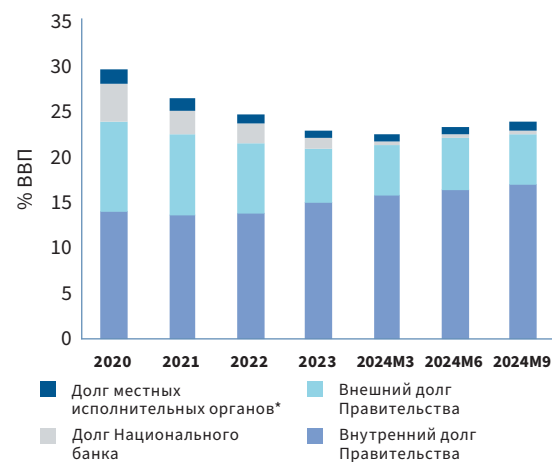
Валютные активы Нацфонда за III квартал выросли на 1,8%, а с начала года — на 4,3%, и достигли 62,6 млрд долларов. Поступления в Нацфонд за 9 месяцев по сравнению с аналогичным периодом прошлого года увеличились на 30,7% г/г, использование средств при этом выросло на 19,9% г/г на фоне необходимости поддержки бюджета.

Рисунок 11. Государственный бюджет



Источник: Минфин Республики Казахстан.

Рисунок 12. Государственный долг



Примечание: *без учета взаимных требований.

Источник: Минфин Республики Казахстан.

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Сальдо счета текущих операций сложилось положительным на фоне увеличения профицита в торговле товарами. Общее сальдо платежного баланса в III квартале 2024 года сложилось отрицательным в размере 0,5 млрд долларов (во II квартале — 30 млн долларов) на фоне формирования профицита счета

текущих операций и чистого заимствования по финансовому счету. Профицит СТО, согласно предварительным данным за III квартал 2024 года, составил 64 млн долларов (0,1% ВВП) против дефицита в 1,2 млрд долларов в прошлом квартале (Рисунок 14). Профицит торговли товарами незначительно сократился с 5,6 до 5,4 млрд долларов соответственно, экспорт рос опережающими темпами (3,0%) по сравнению с импортом (2,7%).

Основной прирост стоимостного объема экспорта сформировали сырьевые товары (этому способствовали высокие цены на мировых рынках). Поставки топливно-энергетических товаров выросли на 5,8% (+2,0 млрд долларов за январь — сентябрь 2024 года к аналогичному периоду прошлого года), продуктов неорганической химии — на 29,2% (+1,1 млрд долларов), металлов — на 10,4% (+0,8 млрд долларов).

Импорт, по данным таможенной статистики, в январе — сентябре сократился на 4,8% г/г, главным образом в результате сокращения ввоза машин, оборудования, транспортных средств (-9,9%, или (-2,0) млрд долларов).

Баланс услуг в III квартале 2024 года увеличился до (-0,5 млрд долларов) против (-0,4 млрд долларов) в предыдущем квартале. Отрицательное сальдо первичных доходов сократилось с 6,1 до 4,7 млрд долларов, благодаря сокращению доходов от прямых инвестиций и росту доходов по резервам и активам Нацфонда. Дефицит вторичных доходов также снизился — с 269 до 159 млн долларов.

Чистое заимствование средств по данным финансового счета платежного

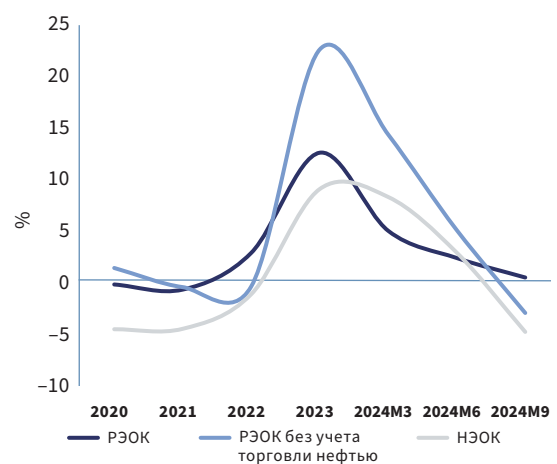
баланса сложилось в объеме 0,5 млрд долларов (Рисунок 14). Приток средств в экономику обеспечили другие инвестиции (1,7 млрд долларов). Отток сформировался в результате операций по прямым (1,1 млрд долларов) и портфельным инвестициям (1,1 млрд долларов).

Валовые международные резервы растут как за счет валютной, так и за счет золотой составляющей. По предварительной оценке, с начала года резервы увеличились на 10 млрд долларов, в том числе на 1,2 млрд долларов за IV квартал, и составили по итогам декабря 45,8 млрд долларов (Рисунок 15). Активы в СКВ с начала года выросли на 5,5 млрд долларов, в том числе на 1,7 млрд долларов в IV квартале. Объем монетарного золота вырос на 4,3 млрд долларов с начала года, несмотря на сокращение на 0,5 млрд долларов в IV квартале. После покупки в начале текущего года 22 тонн золота с мая по июль НБРК продал почти аналогичный объем золота, дальнейший рост золотой составляющей был обеспечен увеличением цен на данный металл.

Курс тенге во втором полугодии находился под высоким давлением. Среднемесячный курс снизился с 455 тенге за доллар в июне до 494 тенге за доллар в ноябре. Индекс реального эффективного курса (без учета торговли нефтью) снизился с июня по октябрь на 2,9%, а к декабрю прошлого года — на 1,0% (Рисунок 13). Это происходило после периода чрезмерного укрепления курса в первом полугодии на фоне значительных продаж валюты из Нацфонда, при этом курс тенге, согласно нашим оценкам, был переоценен еще в начале года. Свою роль сыграли и внешние

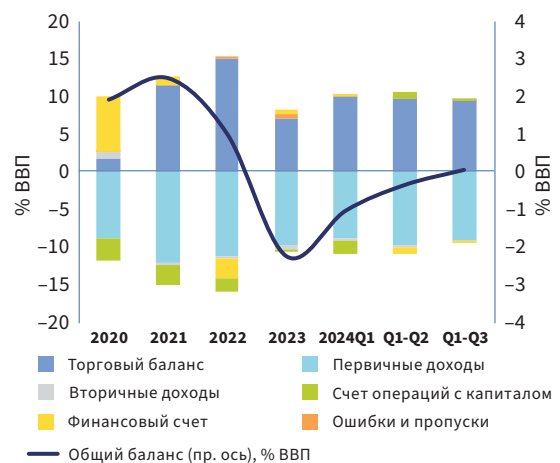
факторы — снижение цен на нефть, укрепление доллара на глобальных рынках, ослабление курса российского рубля. Вместе с тем более сильного ослабления удалось избежать благодаря интервенциям Национального банка и операциям Правительства, связанным с финансированием дефицита госбюджета (трансферт средств осуществляется из Нацфонда, что требует конвертации долларов в тенге).

Рисунок 13. Курс тенге



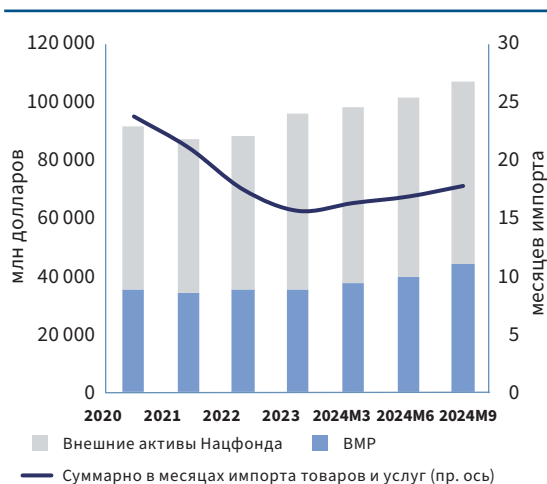
Источник: НБРК, Всемирный банк.

Рисунок 14. Платежный баланс



Источник: НБРК, расчеты авторов.

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



Источник: НБРК.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

По нашим оценкам, рост экономики по итогам 2024 года сложился близким к 4%. Некоторое замедление в IV квартале относительно III квартала связано со снижением производства нефти из-за проведения ремонтных работ на ключевых нефтяных месторождениях. Домохозяйства сохраняют высокий спрос, финансируемый за счет потребительских кредитов. Потребление госсектора с учетом утвержденных трансфертов также остается на повышенном уровне.

Прогноз экономического роста в 2025–2027 годах не претерпел значительных изменений. Прирост ВВП в 2025 году составит около 5,0% (Рисунок 16). Соглашение о добровольном ограничении добычи нефти в рамках ОПЕК+ будет действовать до конца сентября 2025 года. Однако во втором полугодии ожидается запуск

новых мощностей на месторождении Тенгиз, что поддержит динамику нефтедобывающей отрасли. В целом, в соответствии с намерениями властей, ожидается увеличение объемов добычи нефти и в 2026–2027 годах.

Фискальный стимул продолжит действовать и в 2025 году, но его влияние будет постепенно снижаться. Этому поспособствует более жесткое применение бюджетных правил и сокращение ненефтяного дефицита бюджета. Инвестиционная активность, учитывая амбициозные планы властей⁵, останется на высоком уровне.

Инфляция будет снижаться медленнее, чем ожидалось. Проинфляционное давление в течение 2025 года будут оказывать как фискальное стимулирование экономики, так и ослабление номинального курса тенге. Продолжение реформ в сфере ЖКУ и повышение регулируемых тарифов обусловят повышенный рост цен на услуги. Важным фактором останется внешнее инфляционное давление из-за высокой инфляции в России. На конец 2025 года инфляция составит 7,0%, к цели она приблизится лишь к концу 2027 года (Рисунок 17).

В ответ на инфляционную динамику НБРК будет медленнее снижать базовую ставку. После повышения в конце 2024 года решение о снижении ожидается не ранее II квартала 2025 года.

⁵ 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>.



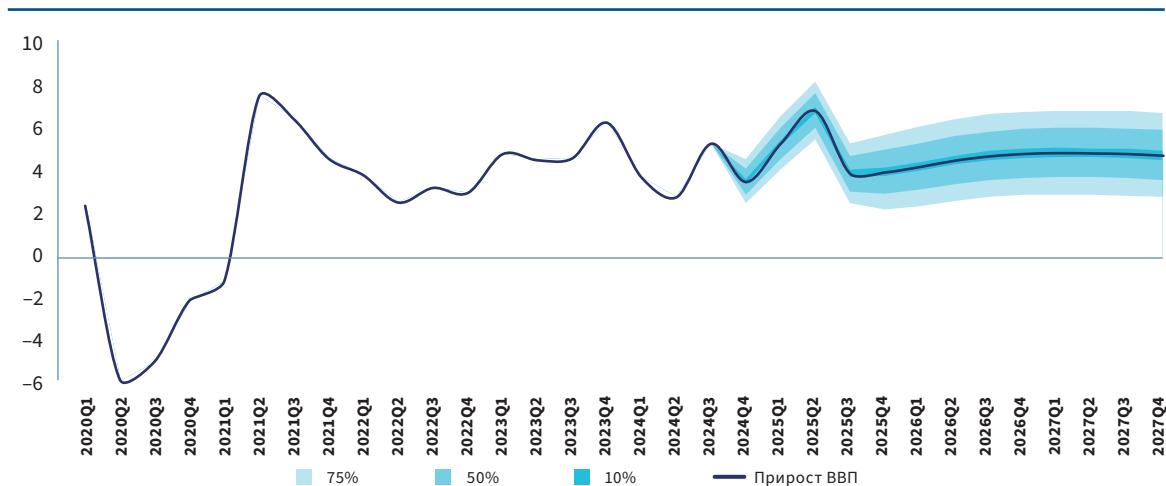
В течение 2025 года, таким образом, сохранится разнонаправленное действие мер монетарной и фискальной политики.

Монетарные условия станут нейтральными только в 2027 году.

После периода волатильности в конце 2024 года номинальный

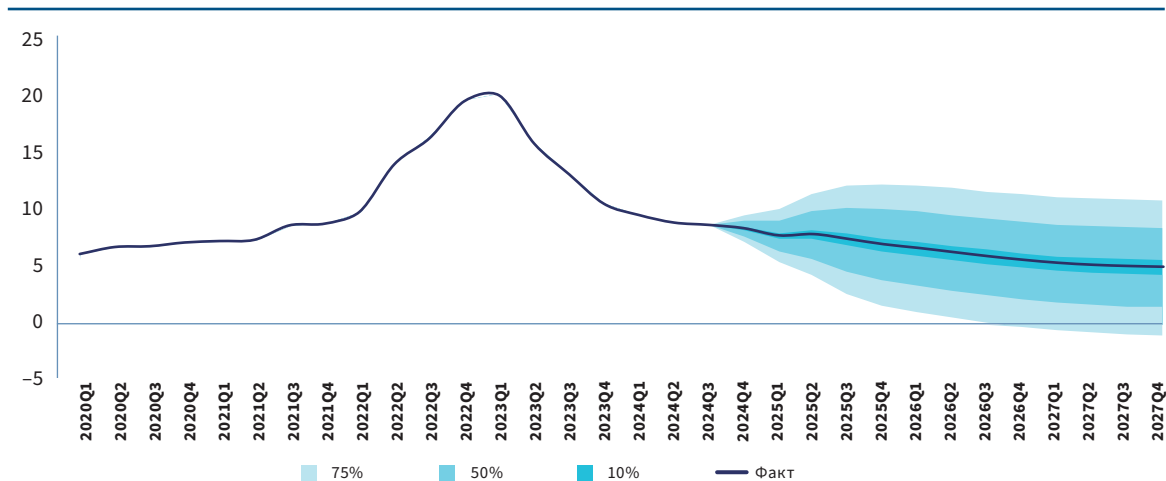
курс тенге стабилизируется на уровне ниже 500 тенге за доллар в 2025 году. Однако в среднесрочной перспективе он продолжит снижаться на фоне действия фундаментальных факторов — разницы в уровнях инфляции между Казахстаном и основными торговыми партнерами и приближении к равновесному значению, которое бы сложилось на рынке без повышенных объемов продаж валюты в рамках операций по финансированию дефицита бюджета (Рисунок 18).

Рисунок 16. Прирост реального ВВП, % г/г



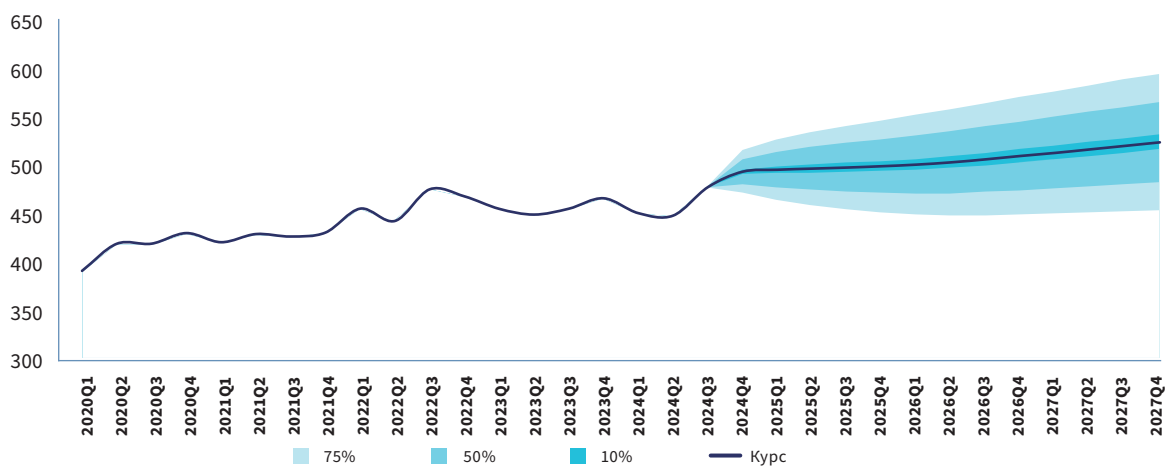
Источник: расчеты авторов.

Рисунок 17. Инфляция, % г/г



Источник: расчеты авторов.

Рисунок 18. Курс доллар/тенге



Источник: расчеты авторов.

ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

	2023	2024	2025	2026	2027
Прирост реального ВВП, %	5,1	4,0	5,0	4,6	4,9
Инфляция (дек. к дек. пред. года), %	9,8	8,6	7,0	5,6	5,0
Инфляция (среднегодовая), %	14,9	8,7	7,5	6,1	5,2
Курс доллар/тенге (среднегодовой)	456,2	469,4	497,8	505,7	519,4
Ставка TONIA (среднегодовая), %	16,4	13,9	12,9	9,1	7,6

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов.



АРМЕНИЯ

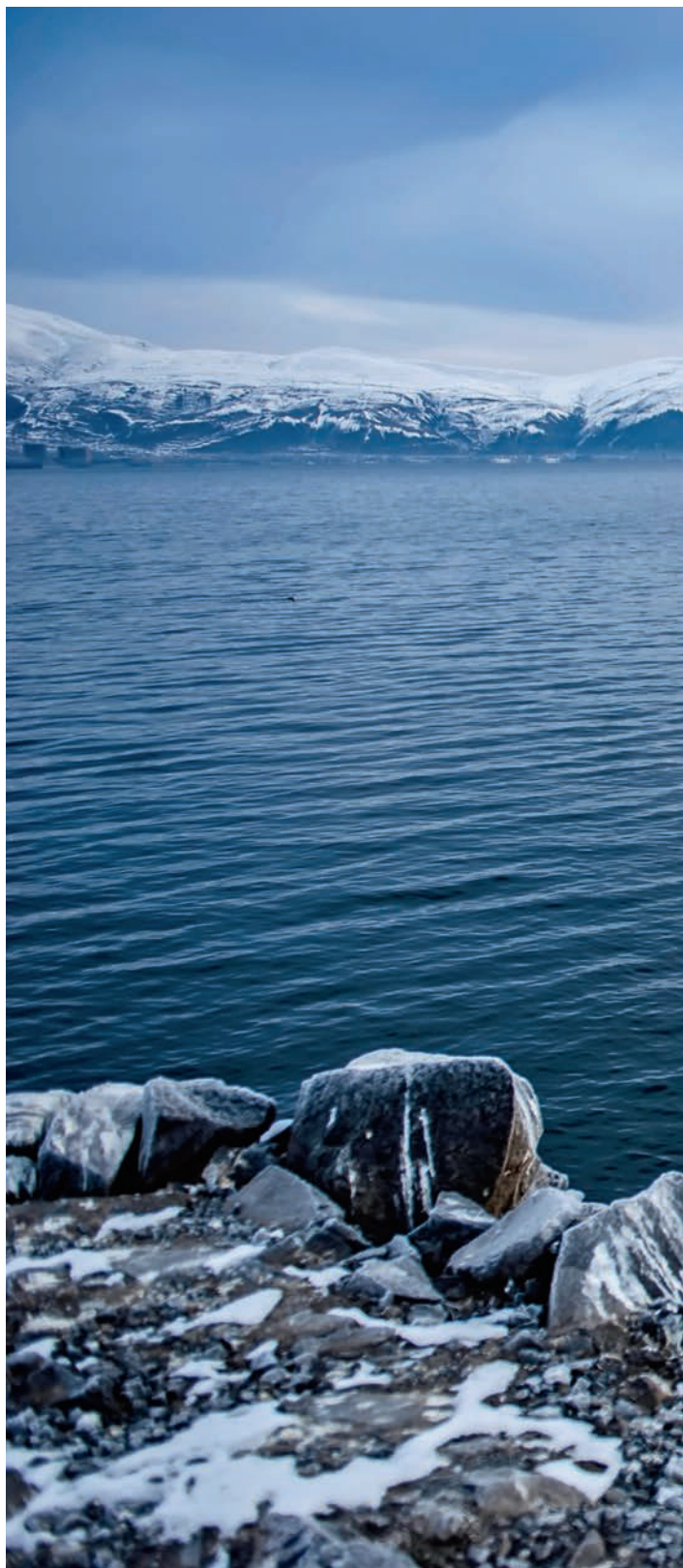
Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Тенденции
в мировой
экономике

Россия

Казахстан



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



Темпы роста экономики Армении постепенно снижаются на фоне сокращения вклада «конъюнктурных факторов», таких как объемы реэкспорта и приток туристов из России. По итогам 2024 года рост показателя может замедлиться до 5,7%.

Экономика страны вышла из дефляции, но рост цен остается низким: по итогам 2024 года показатель инфляции составил 1,5%, что существенно ниже целевого интервала Центрального банка ($4,0 \pm 1,5\%$). Такая динамика объясняется внешним дефляционным давлением, стабильным курсом армянского драма и снижением инфляционных ожиданий.

Государственный бюджет за 9 месяцев сформировался с дефицитом в размере 1,1% ВВП в результате увеличения как текущих, так и капитальных расходов.

Дефицит счета текущих операций увеличился на фоне ухудшения баланса услуг, сокращения числа туристов и снижения объема денежных переводов.

Согласно базовому сценарию, в 2025–2027 годах темпы экономического роста будут близки к потенциальным. Ожидается, что денежно-кредитная политика будет направлена на возвращение инфляции к целевому показателю, уровень которого, в свою очередь, был снижен с 4,0 до 3,0%. Дефицит бюджета расширится на фоне существенного роста расходов бюджета, что потребует привлечения новых источников финансирования. Дефицит счета текущих операций расширится из-за ожидаемого снижения объемов реэкспорта и денежных переводов.

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

Темпы роста экономики Армении по итогам января — сентября 2024 года замедлились. Суммарно за три квартала прирост экономики замедлился до 5,9% г/г по сравнению с 9,2% годом ранее.

« Основными причинами снижения темпов роста стали сокращение госрасходов и снижение вклада конъюнктурных факторов

(в частности, снижение реэкспорта и притока туристов из РФ). В III квартале ВВП страны увеличился на 5,2% г/г после роста на 6,4% г/г во II квартале. По нашим оценкам, поквартальная динамика сезонно сглаженного реального ВВП также замедлилась — с 1,4% во II квартале до 1,1% в III квартале.

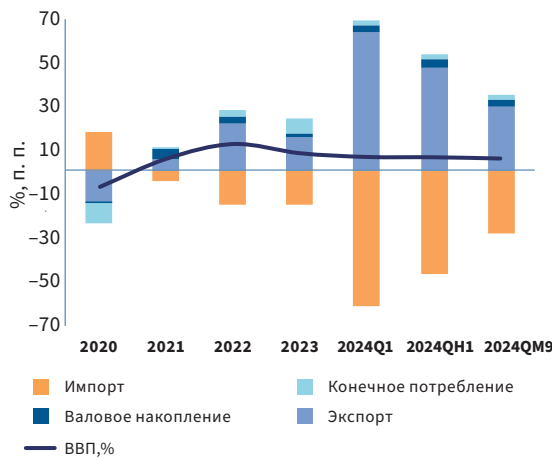
По итогам трех кварталов наибольший вклад в прирост ВВП внесли инвестиционный (3,1 п. п.) и потребительский спрос (2,5 п. п.) (Рисунок 1). Основным драйвером инвестиционного спроса стало жилищное строительство, поддержанное ростом ипотечных кредитов (на 27,6% г/г) и коммерческих кредитов в строительном секторе (на 37,2% г/г). Вклад государственного потребления стал отрицательным (-2,5 п. п.) за счет снижения государственных закупок товаров и услуг (на 46% г/г). При этом вклад частного потребления составил 5,1 п. п. на фоне роста потребительского кредитования (23,7% г/г) и реальных заработных плат. Вклад чистого экспорта в прирост ВВП составил 0,3 п. п. в условиях

опережающего снижения темпов роста импорта по сравнению с экспортом.

В отраслевом разрезе увеличение вклада в экономический рост по сравнению с первым полугодием наблюдалось только в прочих услугах и строительстве. Вклад сферы услуг в прирост ВВП по сравнению с первым полугодием вырос с 1,6 до 1,8 п. п. (рост отмечался по финансовой и страховой деятельности, а также операциям с недвижимым имуществом, спад — в секторе информации и связи). Вклад строительства в прирост ВВП увеличился до 0,9 п. п. (с 0,8 п. п. в первом полугодии 2024 года) на фоне планируемой приостановки программы Правительства по компенсации процентных платежей по ипотечному кредитованию в 2025–2027 годах (для Еревана — в 2025 году). Вклад оптовой и розничной торговли снизился до 2,4 п. п. (с 3,0 п. п. в первом полугодии 2024 года), при этом сектор остается основным драйвером экономического роста. Вклад в прирост ВВП обрабатывающей промышленности сократился до 0,9 п. п. (с 1,0 п. п. в первом полугодии 2024 года) в условиях снижения реэкспорта золота. Кроме того, сократился вклад сельского хозяйства — с 0,3 п. п. до 0,1 п. п. (Рисунок 2).

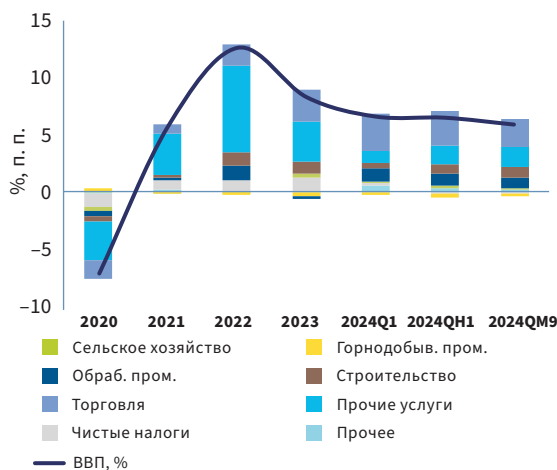
Замедление экономической активности начинает сказываться на показателях рынка труда. В III квартале 2024 года наблюдалось снижение численности занятых на 0,7% г/г при увеличении уровня официально зарегистрированных безработных до 13,3% по сравнению с 12% годом ранее (Рисунок 3). Одной из причин ухудшения показателей является низкая вовлеченность трудоспособного населения из числа вынужденных переселенцев из Нагорного Карабаха

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по использованию



Источник: Армстат.

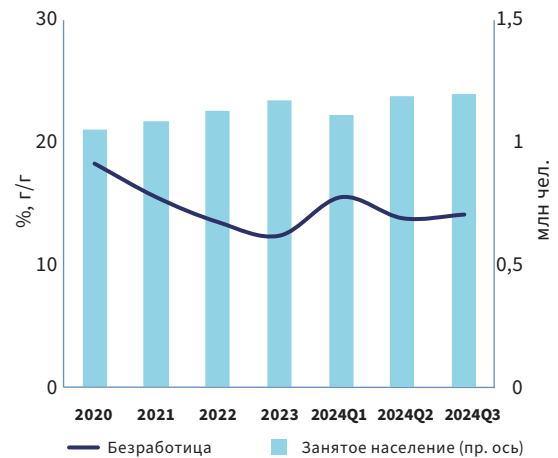
Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



Источник: Армстат.

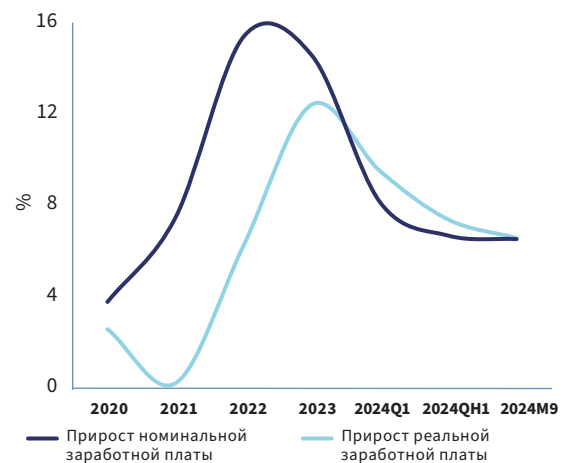
в рынок труда. Годовой прирост реальной заработной платы в условиях замедления экономической активности также снизился до 6,7% по сравнению с 7,4% в первом полугодии (Рисунок 4). Наибольший рост заработных плат отмечался в секторах финансовой и страховой деятельности (19,7% г/г), оптовой и розничной торговли (10,9% г/г), а также в секторе операций с недвижимым имуществом (12,1% г/г).

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

Инфляция остается ниже целевого ориентира Центрального банка Армении. По итогам сентября 2024 года

12-месячная инфляция составила 0,6% (против 0,8% в июне 2024 года), при росте показателя базовой инфляции в годовом выражении до 0,7% (0,0% в июне 2024 года). Основным драйвером инфляции были услуги, вклад которых в изменение индекса потребительских цен составил 1,2 п. п. Снижение цен на продовольственные и непродовольственные товары внесло отрицательный вклад в изменение потребительских цен в размере 0,2 п. п. и 0,4 п. п. соответственно (Рисунок 5). К концу года показатель инфляции составил 1,5%, соразмерно нашим ожиданиям.

В условиях низкой инфляции ЦБ РА существенно смягчил денежно-кредитные условия, но это оказало ограниченное влияние на банковские ставки.

« С начала года ставка рефинансирования была снижена шесть раз – с 9,25% до 7,5% годовых¹.

При этом реакция банков в части изменения процентных ставок по кредитам и срочным депозитам была ограниченной, что указывает на слабую эффективность процентного канала. В частности, в сентябре 2024 года по сравнению с декабрем 2023 года средневзвешенные процентные ставки по новым срочным депозитам в национальной валюте снизились на 0,1 п. п., а по новым кредитам, напротив, выросли на 0,2 п. п. (Рисунок 6).

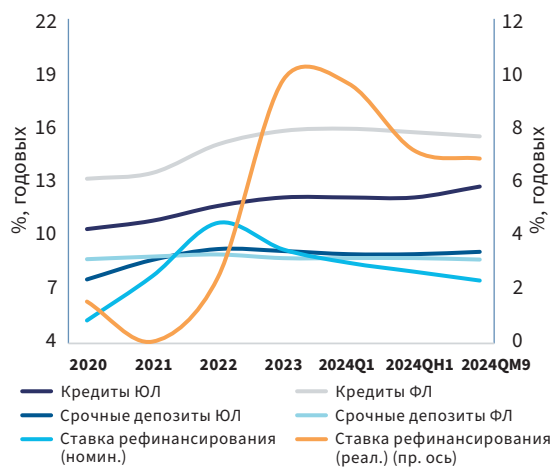
¹ На заседании Совета ЦБ РА, состоявшегося 10 декабря 2024 года, было принято решение снизить ставку рефинансирования еще на 0,25 процентного пункта, установив ее на уровне 7,0%. https://www.cba.am/RU/News/Pages/news_10122024.aspx

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



Источник: Армстат.

Рисунок 6. Процентные ставки (на конец периода)



Примечание: на рисунке представлены процентные ставки по новым выданным кредитам и привлеченным депозитам.

Источник: ЦБ РА, Армстат.

Кредитная активность банков остается повышенной, несмотря на сохранение высоких процентных ставок по кредитам в национальной валюте. На конец сентября 2024 года, по сравнению с июнем, годовой прирост кредитов коммерческих банков ускорился на 1,7 п. п., до 21,1% г/г, за счет роста выдач ипотечных кредитов

на 27,6% год к году (против роста на 22,6% год к году в июне). Рост был преимущественно обусловлен увеличением выдачи кредитов в национальной валюте (вклад составил 15,9 п. п.). Вклад кредитов в иностранной валюте без учета курсового фактора в общий прирост — 5,8 п. п. (Рисунок 7). Доля ипотечных кредитов (21,7%) и кредитов в сфере строительства (10,4%) остается на высоком уровне (Рисунок 8) на фоне планируемой приостановки программы Правительства по компенсации процентных платежей по ипотечному кредитованию в 2025–2027 годах (для Еревана в 2025 году)².

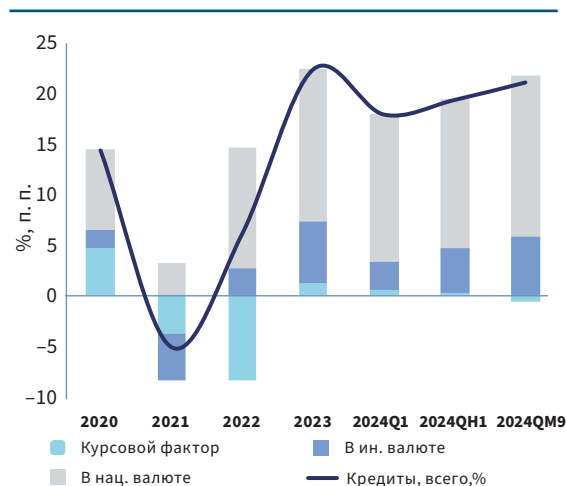
Темпы роста банковского кредитования по итогам сентября 2024 года превышали темпы роста депозитов (21,1% и 10,8% г/г, соответственно), что способствовало снижению объемов избыточной ликвидности банковской системы. В результате разница между объемами депозитов и кредитов за 9 месяцев сократилась до 89 млрд драмов с 527 млрд драмов в конце 2023 года.

На фоне сохранения высокой кредитной активности и повышения вероятности возможных рисков на финансовом рынке³ в III квартале ЦБ РА принял решение повысить ставку контрциклического буфера капитала с 1,5% до 1,75%.

² 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).

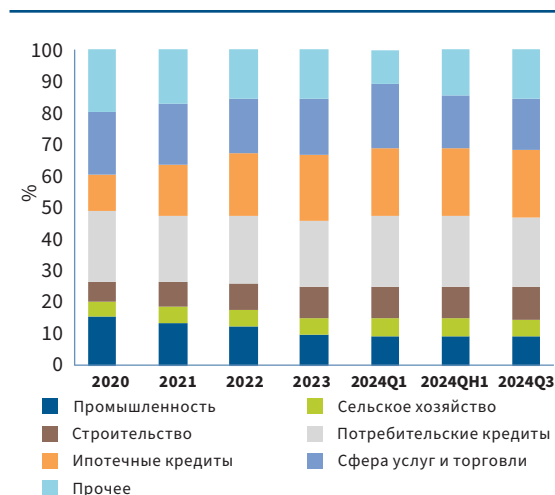
³ Сайт ЦБ РА. Решение ЦБ РА о контрциклическом буфере капитала 3 кв. 2024 года. Доступно на: https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/finstability/Cyclic_2024Q3.pdf.

Рисунок 7. Прирост кредитов коммерческих банков



Источник: ЦБ РА.

Рисунок 8. Структура кредитов коммерческих банков



Источник: ЦБ РА.

Ключевые финансовые показатели банковской системы улучшились. По итогам сентября 2024 года по сравнению с декабрем 2023 года рентабельность активов увеличилась с 2,7% до 4,5%, собственного капитала — с 17,4% до 28,3%. Росту показателей способствовало увеличение процентных доходов в результате роста кредитования. Также 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 ГОСДОЛГ

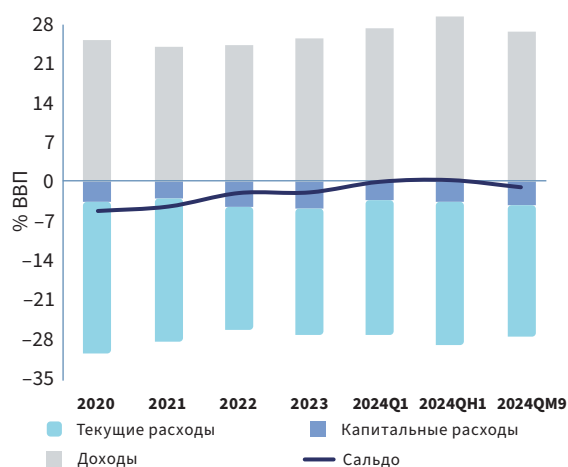
Профицит бюджета сменился дефицитом из-за роста расходов. По итогам 9 месяцев 2024 года на фоне увеличения расходов, в частности по социальным выплатам и пенсиям, государственный бюджет был исполнен с дефицитом в размере 1,1% ВВП, по сравнению с профицитом 1,1% ВВП годом ранее (Рисунок 9).

Доходная часть бюджета составила 26,8% ВВП⁴, что сопоставимо с уровнем прошлого года. Структура налоговых поступлений изменилась: в частности, наблюдалось снижение поступлений НДС (на 0,7 п. п. до 7,6% ВВП) и акцизов (на 0,2 п. п. до 1,4% ВВП), что стало следствием уменьшения объемов товарного импорта в третьем квартале 2024 года. Это снижение было частично компенсировано ростом экологических платежей и платежей за природопользование (на 0,4 п. п. до 1,1% ВВП) на фоне повышения роялти от добычи металлических полезных ископаемых (рост в два раза по сравнению с уровнем прошлого года)⁵; увеличением поступлений от подоходного налога (на 0,2 п. п. до 7,0% ВВП), а также

ростом поступлений по остальным видам налогов. План по налогам за 9 месяцев был невыполнен на 7,8% (примерно 300 млн долларов США).

Общие расходы бюджета увеличились с 25,7% до 27,8% ВВП за счет роста как текущих, так и капитальных расходов. Текущие расходы увеличились на 1,5 п. п. до 23,6% ВВП за счет роста социальных выплат и пенсий, субсидий, заработных плат и процентных выплат (на 2,3 п. п. до 10,6% ВВП), по остальным статьям отмечалось снижение показателей (план по 9 месяцам по текущим расходам был невыполнен на 9,1%). Несмотря на увеличение капитальных расходов на 0,6 п. п. до 4,2% ВВП, план по ним был невыполнен на 29,1%. Основной причиной невыполнения плана в этой части стали проблемы, связанные с качеством управления и реализации капитальных проектов.

Рисунок 9. Государственный бюджет

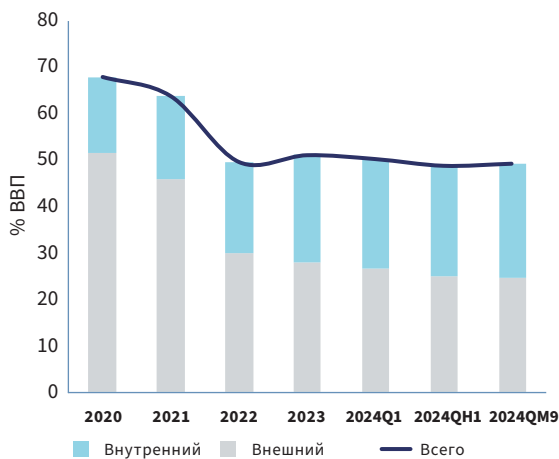


Источник: Минфин РА.

⁴ В доходы и расходы включен возврат подоходного налога по ипотечному кредиту.

⁵ Со второй половины 2024 года возобновилась эксплуатация Соткского рудника.

Рисунок 10. Государственный долг



Источник: оценки авторов.

Уровень государственного долга продолжает снижаться. По итогам сентября 2024 года этот показатель сократился до 48,9% ВВП (в конце 2023 года долг составлял 50,7%) на фоне роста ВВП и укрепления обменного курса армянского драма (Рисунок 10). Вместе с тем доля внешних долговых обязательств снизилась с 54,9 до 50,4% от валового государственного долга, что в целом соответствует стратегии Правительства по управлению государственным долгом в части изменения его структуры в пользу внутренних заимствований.

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Дефицит счета текущих операций увеличился за счет снижения баланса услуг и денежных переводов. В январе — сентябре 2024 года дефицит СТО увеличился до 4,2% ВВП с 3,6% ВВП годом ранее. Баланс торговли товарами улучшился и сложился с дефицитом в размере 8,6% ВВП (12% ВВП годом ранее) (Рисунок 11). Основным драйвером

этого улучшения стал рост стоимостного объема экспорта товаров с 5,2 млрд долларов до 10,6 млрд долларов⁶ за счет реэкспорта золота на арабский рынок⁷ (в основном в январе-апреле 2024 года). С мая 2024 года в результате сокращения объемов реэкспорта золота темпы роста экспорта и импорта начали замедляться и по итогам 9 месяцев составили 110 и 54%, соответственно.

« **Наибольший вклад в рост экспорта на 110% внесли драгоценные металлы**

(на 113,5 п. п.) и минеральная продукция (на 1,6 п. п.). При этом экспорт средств наземного, воздушного и водного транспорта сформировал отрицательный вклад в размере 8,0 п. п.⁸.

Стоимостный объем импорта⁹ товаров в условиях реэкспорта вырос на 54%: с 8,5 млрд долларов до 13,1 млрд долларов. Наибольший вклад в рост импорта внесли драгоценные камни и металлы (на 60,9 п. п.). При этом средства наземного, воздушного и водного транспорта внесли отрицательный вклад в размере 9,0¹⁰ п. п.

⁶ Экспорт (в ценах FOB).

⁷ Наблюдалось существенное изменение в структуре торговых потоков на фоне роста экспорта в ОАЭ в 6,8 раза и другие страны в 4,5 раза. В результате доля ОАЭ в товарообороте Армении за этот период составила 19,4%, но основным торговым партнером продолжает оставаться Российская Федерация (41,1%).

⁸ Сайт Минфина Республики Армения. Отчет о государственном бюджете (за 9 месяцев 2024 года). Доступно на: https://minfin.am/hy/page/petakan_byujei_hashvetvutyun_2024_9.

⁹ Импорт (в ценах CIF).

¹⁰ Сайт Минфина Республики Армения. Отчет о государственном бюджете (за 9 месяцев 2024 года). Доступно на: https://minfin.am/hy/page/petakan_byujei_hashvetvutyun_2024_9.

Профицит баланса услуг снизился с 10,5 до 7,0% ВВП в условиях уменьшения числа туристов на 6,2% (в частности, приток из РФ был на 186 тыс. человек меньше, чем в январе — сентябре 2023 года).

Дефицит первичных доходов расширился с 3,2% ВВП годом ранее до 4,2% ВВП. Профицит вторичных доходов увеличился с 1,0 до 1,6% ВВП в результате сокращения оттока текущих трансфертов государственного сектора на фоне снижения притока по личным трансфертам (порядка 40%).

Дефицит счета текущих операций балансировался притоком по прочим инвестициям и неучтенными потоками по статье «пропуски и ошибки». По финансовому счету приток средств был положительным — объем чистого заимствования составил 1,2% ВВП. Основным источником притока средств выступали прочие инвестиции на фоне повышения задолженности депозитных организаций и прочих секторов перед нерезидентами.

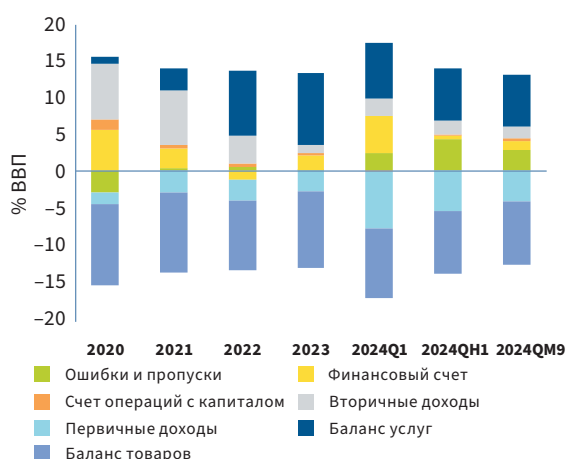
Дефицит СТО балансировался за счет неучтенных положительных потоков по статье «пропуски и ошибки», размер которых составил 2,9% ВВП. Наличие притока валюты, который не отражается в основных статьях платежного баланса, подтверждается интервенциями ЦБ РА в апреле-сентябре, в результате которых для сглаживания чрезмерного укрепления национальной валюты была приобретена иностранная валюта в эквиваленте 618 млн долларов США.

Следует также отметить, что объемы оборота валютного рынка РА оставались высокими. В частности, объемы внутрибанковской покупки иностранной валюты

превысили объемы продажи, в основном за счет приобретения российского рубля. При этом по итогам сентября 2024 года валовые международные резервы по сравнению с декабрем 2023 года остались на сопоставимом уровне (3,6 млрд долларов или 2,2 мес. импорта)¹¹. Уже к концу года валовые международные резервы незначительно увеличились по сравнению с 2023 годом (на 1,7%) до 3,7 млрд долларов.

По нашей оценке, армянский драм остается переоцененным. Несмотря на незначительное ослабление реального эффективного обменного курса на 1,1% г/г в сентябре 2024 года (Рисунок 12), в ноябре курс вновь укрепился на 11,4%¹².

Рисунок 11. Платежный баланс

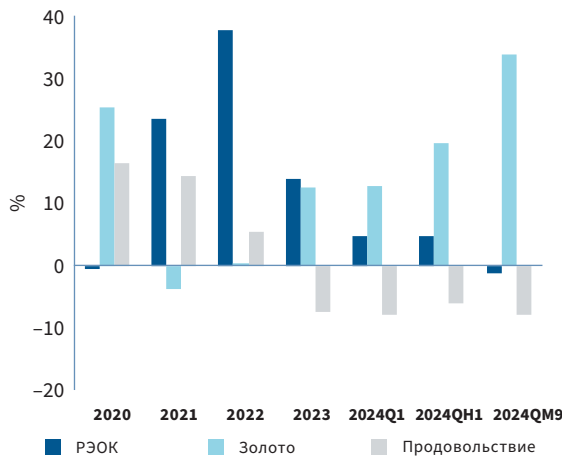


Источник: ЦБ РА.

¹¹ Оценки авторов.

¹² По итогам декабря среднемесячный номинальный курс драма снизился до 396,6 за доллар, по сравнению с 494,5 в соответствующем периоде прошлого года.

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



Примечание: (+) укрепление РЭОК.

Источник: ЦБ РА, Всемирный банк.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

Прогноз роста экономики Армении на 2024 год был снижен на фоне более медленного роста по итогам января-сентября. По итогам 2024 года рост экономики замедлится до 5,7% на фоне снижения вклада конъюнктурных факторов. Согласно базовому сценарию, в среднесрочной перспективе ожидается замедление темпов экономического роста до потенциального уровня (около 5%¹³).

Основными драйверами роста будут потребительский и инвестиционный спрос. Поддержку потребительскому спросу окажет продолжающийся рост кредитования. Увеличению же

инвестиционного спроса будет способствовать дальнейший рост государственных инвестиций¹⁴ и жилищного строительства.

Оценка может быть пересмотрена в сторону снижения в случае реализации рисков, связанных как с внутренними, так и внешними факторами, которые могут проявиться сильнее, чем в базовом прогнозе (более подробно см. в разделе «Риски и неопределенности базового прогноза»).

Денежно-кредитная политика будет направлена на возвращение инфляции в рамки целевого коридора в среднесрочном периоде (в 2025–2027 годах). На фоне сохранения низкой инфляции целевое значение показателя было пересмотрено с 4,0 до 3,0%. Согласно обновленным оценкам, 12-месячная инфляция в 2025–2027 годах вернется в пределы своих целевых значений, составив около 3,0% ($\pm 1,0$) на фоне сохранения высокого роста кредитования и повышения тарифов на транспорт и некоторые услуги (в 2025 году).

Фискальная политика в 2025 году будет носить более стимулирующий характер на фоне повышения текущих и капитальных расходов. Это может повлечь за собой увеличение уровня госдолга, несмотря на то что дефицит бюджета в 2026–2027 годах будет устанавливаться с учетом фискальных правил.

¹³ Сайт ЦБ РА. Оценка ЦБ РА, опубликованная в «Отчете об инфляции» 10/09/2024 (потенциальный уровень 4,5%-5,0%). Доступно на: https://www.cba.am/RU/ppublications/MPR_2024Q3_Rus.pdf (стр. 22).

¹⁴ Сайт Минфина Республики Армения. Среднесрочная программа государственных расходов на 2025–2027 годы. Доступно на: https://minfin.am/hy/page/petakan_mijnazhamket_tsakhseri_tsrage/.

В рамках государственного бюджета на 2025 год, текущие и капитальные расходы на 2026–2027 годы были значительно снижены по сравнению со Среднесрочной программой государственных расходов на 2025–2027 годы (вследствие более низкого прогноза по экономическому росту и, соответственно, пересмотра бюджетных данных). В результате оценки дефицита бюджета на 2026–2027 годы в среднем сократились на 0,4 п. п.

Согласно пересмотренным прогнозам, расходы бюджета увеличатся до 31,6% ВВП в 2025 году, при росте текущих (в первую очередь, социальных) расходов до 24,9% ВВП, а капитальных — до 6,6% ВВП, в том числе, в связи с финансированием крупных интеграционных проектов по жилищному строительству для поддержки вынужденных переселенцев из Нагорного Карабаха.

В 2026–2027 годах расходы бюджета постепенно снизятся до 29,5% ВВП

с учетом соблюдения фискальных правил. При этом ожидается рост уровня государственных доходов на всем прогнозном периоде в условиях ежегодного прироста налоговых поступлений в 2024–2027 годах в среднем на 0,4 п. п. ВВП за счет улучшения налогового администрирования и изменений в налоговой политике (роста акцизов, социальных платежей и налога с оборота).

Платежный баланс будет оставаться под давлением в условиях расширения дефицита счета текущих операций. В 2024 году дефицит СТО вырастет до 4,1% ВВП на фоне замедления притока денежных переводов, а в 2025–2027 годах — до 4,7% ВВП (в среднем) ввиду ухудшения баланса товаров и услуг. Уровень международных резервов снизится до 2,7 месяца импорта товаров и услуг на всем прогнозном периоде на фоне снижения притока денежных переводов и более быстрого 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	10 152	11 026	12 069	13 331
в млрд долларов	24,1	25,6	27,1	28,7	30,8
Прирост реального ВВП	8,3	5,7	5,0	5,0	5,0
ИПЦ (дек., г/г)	-0,6	1,5	3,0	3,0	3,0
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, % изменения	17,4	13,0	10,8	9,5	9,0
Государственные финансы (в % ВВП)					
Доходы и гранты	25,5	25,4	25,8	26,1	26,2
налоговые поступления	24,1	24,1	24,9	25,4	25,6
Расходы бюджета	27,5	30,3	31,6	30,3	29,5
Текущие расходы	22,5	24,0	24,9	23,2	23,1
Капитальные расходы	5,0	6,3	6,6	7,1	6,3
Баланс бюджета ("-" дефицит / "+" профицит)	-2,0	-4,8	-5,7	-4,2	-3,2
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	-2,3	-4,1	-4,5	-4,8	-4,8
Прямые иностранные инвестиции ("-" приток; "+" отток)	2,4	2,6	2,7	2,9	3,2
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	3,0	2,8	2,7	2,7	2,7

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов.

Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



БЕЛАРУСЬ

Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Тенденции
в мировой
экономике

Россия

Казахстан



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



Экономика Беларуси продолжает расти высокими темпами, хотя по ряду макропоказателей уже видны признаки замедления экономической активности. Ключевым фактором роста остается внутренний спрос, поддержанный увеличением реальных доходов населения и потребительским кредитованием. По итогам 2024 года прирост реального ВВП, по нашим оценкам, составит около 4%, в среднесрочной же перспективе будет наблюдаться постепенное замедление темпов роста.

Инфляция остается под контролем в условиях относительной стабильности обменного курса и умеренных инфляционных ожиданий на фоне действия системы ценового регулирования. Такая динамика сохраняется, несмотря на давление со стороны внутреннего спроса и роста цен в России. Мы ожидаем, что показатель будет поддерживаться на уровне среднесрочного ориентира в 5%.

Высокий внутренний спрос, а также ухудшение ценовых условий торговли способствовали формированию дефицита внешней торговли товарами и услугами и счета текущих операций. Ситуация на внутреннем валютном рынке характеризовалась формированием чистого предложения иностранной валюты со стороны его участников, а динамика обменного курса демонстрировала относительную устойчивость.

В среднесрочной перспективе в Беларуси ожидаются более умеренные темпы экономического роста на фоне замедления российской экономики и более сдержанной внутренней макроэкономической политики. Замедление роста внутреннего спроса будет содействовать поддержанию инфляции вблизи целевых значений, сохранению внешнеэкономической сбалансированности и ограничению дефицита счета текущих операций.

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

Темпы роста белорусской экономики снижаются. Прирост за январь — сентябрь 2024 года составил 4,5% г/г (прирост на 3,6% г/г годом ранее), но в III квартале отмечалось снижение темпов роста реального ВВП до 3,8% г/г (5,6% г/г в II квартале 2024 года). По нашим оценкам, прирост сезонно сглаженного реального ВВП за III квартал сложился близким к нулевому после роста на 2–3% кв/кв по итогам II квартала 2024 года.

Основной вклад в прирост реального ВВП в январе — сентябре 2024 года внесло увеличение внутреннего спроса. Розничный товарооборот за 9 месяцев 2024 года увеличился на 11,8% г/г, при росте на 6,1% г/г годом ранее, и поддерживался быстрым восстановлением спроса на непродовольственные товары (рост на 17,9% г/г после увеличения на 9,8% г/г годом ранее).

« Потребительская активность поддерживалась повышением реальных располагаемых доходов населения на 9,4% г/г (рост на 5,8% г/г годом ранее) и активным потребительским банковским кредитованием

которое продолжало расти относительно высокими темпами (плюс 29,8% за январь — сентябрь 2024 года после роста на 42% за весь 2023 год).

Инвестиции в основной капитал восстанавливались в течение года,

в III квартале темпы роста снизились. Рост инвестиций в основной капитал за январь — сентябрь 2024 года составил 7,6% г/г (против роста на 12% г/г годом ранее) и происходил в первую очередь за счет заметного увеличения расходов на закупку машин, оборудования и транспортных средств (на 13,4%), при этом инвестиции в строительно-монтажные работы выросли не так значительно (на 5,9%). Инвестиции в наибольшей степени росли за счет кредитов банков (на 44,1%) и собственных средств предприятий (на 8,6%). Доля бюджетного финансирования инвестиций, напротив, сократилась с 21,7% по итогам 9 месяцев 2023 года до 20,2% в январе — сентябре 2024-го. Сезонно сглаженный прирост инвестиций в III квартале замедлился до 2% (с 2,5% во II квартале 2024 года и около 3,5% за квартал в среднем в 2023 году и первую половину 2024 года).

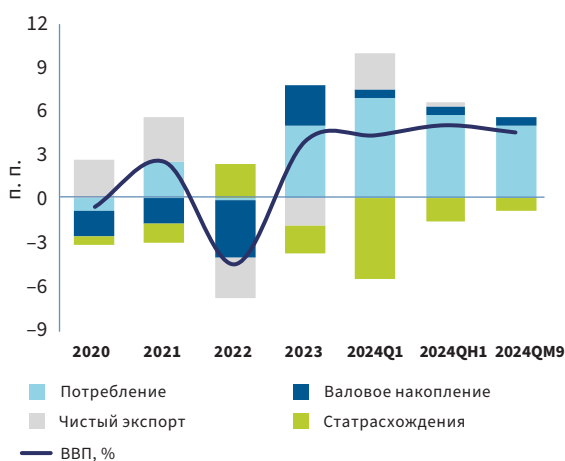
Промышленность демонстрирует признаки стагнации с середины 2024 года.

« Сезонно сглаженный прирост промышленного производства в III квартале снизился практически до нуля

(в 2023 году и первой половине 2024 года средний темп прироста составил около 1,5% за квартал). Тем не менее накопленным итогом с начала года прирост промышленного производства составил 6,4% г/г (8,1% г/г годом ранее), что обеспечило вклад в размере 1,7 п. п. в прирост реального ВВП. Складские запасы готовой продукции снизились до 61,7% от среднемесячного объема производства по сравнению с 66,8%

годом ранее. Продолжающееся восстановление экспортных поставок и увеличение внутреннего потребления способствовали росту добавленной стоимости оптовой и розничной торговли на 9,8% (1,0 п. п.). Рост наблюдался в строительстве и транспортном секторе, в которых прирост добавленной стоимости составил 8,9% (0,4 п. п.) и 5,9% (0,3 п. п.) соответственно (Рисунок 2).

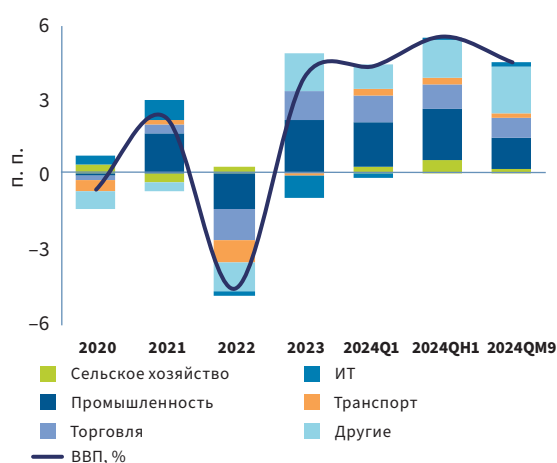
Рисунок 1. Декомпозиция прироста ВВП по методу использования



Примечание: 2024M9 — оценка авторов.

Источник: Белстат.

Рисунок 2. Декомпозиция прироста ВВП по производству



Источник: Белстат.

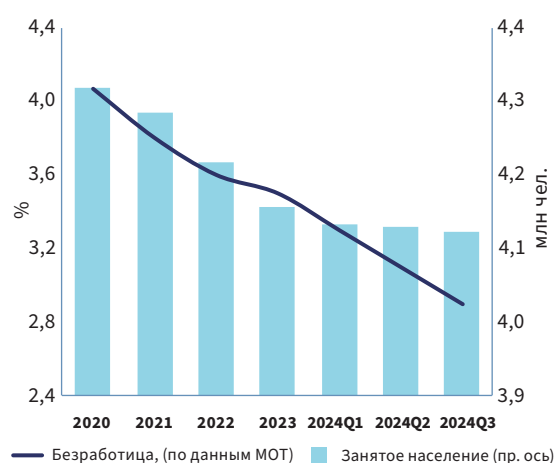
Быстрый рост экономики не сопровождается улучшением финансовых результатов организаций. Прибыль от реализации в январе-сентябре сохранялась примерно на уровне предыдущего года (прирост на 0,5% г/г) при снижении рентабельности продаж до 6,5% (7,4% годом ранее). Снижение рентабельности продаж наиболее быстрыми темпами происходило в промышленности (-1,4 п. п.) и торговле (-0,9 п. п.). Ключевыми факторами, ограничивающими рост выручки организаций, вероятно, выступали укрепление обменного курса белорусского рубля к российскому рублю и действие системы ценового регулирования. Несмотря на некоторое снижение числа убыточных организаций (на 0,8%) и относительно устойчивую их долю (около 12% от общего количества), сумма чистого убытка на одну организацию по итогам 9 месяцев 2024 года возросла на 58,5% г/г — до 5,9 млн рублей в среднем на одну организацию.

Условия на рынке труда ужесточаются на фоне сохранения повышенного спроса на рабочую силу и снижения численности занятых. Уровень безработицы в соответствии с критериями МОТ в III квартале 2024 года продолжал снижаться и составил 2,9% (против 3,0% в II квартале). При этом среднегодовая численность занятых сократилась на 0,9% г/г (Рисунок 3). Это обусловлено в том числе влиянием демографических факторов, связанных со старением населения и малочисленностью той категории, которая вступает в трудоспособный возраст.

В условиях дефицита рабочей силы уровень оплаты труда растет как

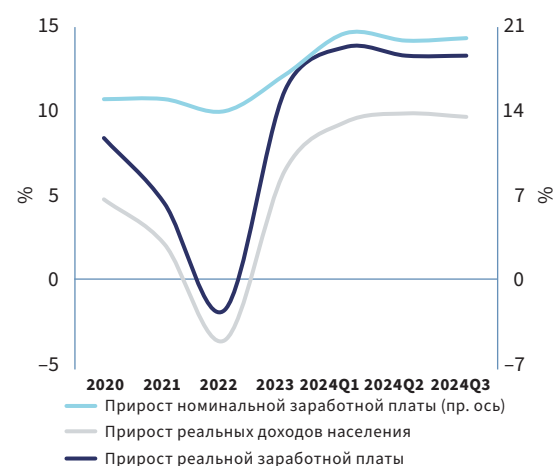
в бюджетном, так и в частном секторе. Реальная заработная плата за январь-сентябрь 2024 года увеличилась на 13% г/г (Рисунок 4) против роста на 10,1% годом ранее. Наиболее высокие темпы роста реальных зарплат у бюджетных работников наблюдались в секторе образования (14,3%), в реальном секторе — в строительстве (21,9%) и торговле (17%), что может отражать дефицит персонала в данных отраслях.

Рисунок 3. Динамика уровня занятости и безработицы



Источник: Белстат.

Рисунок 4. Динамика заработной платы



Источник: Белстат.

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Базовая инфляция растет на фоне сильного внутреннего спроса и высокой инфляции в России. По итогам 2024 года прирост потребительских цен составил 5,2% в годовом выражении (6,0% по итогам сентября 2024 года) при целевом показателе Национального банка Республики Беларусь на 2024 год «не более 6%» (Рисунок 5). Наиболее заметно рост внутреннего спроса проявился в ускорении базовой инфляции, которая увеличилась до 5,5% по итогам 2024 года (с 3,9% по итогам 2023 года). При этом прирост административно регулируемых цен и тарифов замедлился до 4,4% в годовом выражении (8,9% в 2023 году), а цен на плодоовощную продукцию — до 5,2% (18,5% в июне 2024 года). В разрезе сегментов потребительского рынка основной вклад в инфляцию внес рост цен на продовольственные товары (на 6,5%, вклад 2,9 п. п.). Рост цен на непродовольственные товары составил 3,4% г/г (3,0% за 2023 год) при вкладе в общую инфляцию 1,1 п. п. (0,9 п. п. за 2023 год).

Инфляционные ожидания постепенно снижаются на фоне действия системы ценового регулирования. Аннуализированный показатель инфляции¹ в III и IV кварталах 2024 года,

¹ Сезонно сглаженный темп роста цен за квартал, переведенный в годовое значение возведением в степень 4. Позволяет оценить, какой могла бы быть годовая инфляция при сохранении темпов роста цен в течение года.

по нашим оценкам, составлял около 5%, что соответствует среднесрочному целевому параметру. Несмотря на проинфляционное влияние со стороны внутреннего спроса и инфляции в РФ,

« **сохранению умеренной общей инфляции способствовала динамика цен на плодоовощную продукцию, а также меры ценового регулирования.**

На устойчивость инфляционных процессов повлияло и снижение инфляционных ожиданий² — с 11,5% в конце 2023 года до 10,0% в сентябре 2024 года.

Для ограничения проинфляционного влияния со стороны внутреннего спроса Национальный банк принял меры, направленные на нормализацию монетарных условий. В III квартале 2024 года НБРБ проводил операции по изъятию избыточной ликвидности, повысил пруденциальные нормативы РВСР³ (с 11,98% и 17,22% до 12,5% и 17,71% по кредитам для юридических и физических лиц соответственно), а также рост норматива обязательного резервирования по средствам, привлеченным банками в иностранной валюте (с 18 до 20%). Тем не менее ставка МБК⁴ хотя и увеличилась с 4,5% годовых в июне 2024 года до 4,9% годовых в сентябре 2024 года (Рисунок 6),

² По данным НБРБ.

³ Установление банками ставок выше указанного НБ порога трактуется как рисковая бизнес-модель и влечет установление повышенных пруденциальных требований.

⁴ Средняя процентная ставка по однодневным межбанковским кредитам в национальной валюте.

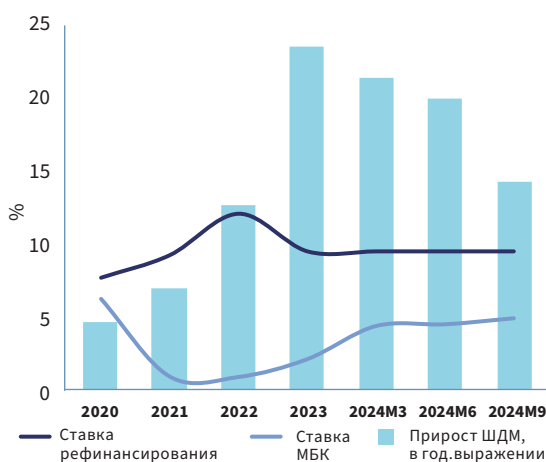
но оставалась ниже уровня инфляции. В совокупности данные меры обусловили рост ставок по новым рублевым кредитам (средняя ставка в сентябре составила 11,2% против 10,3% в июне 2024 года). Ставка по новым срочным депозитам увеличилась до 8,6% годовых в сентябре 2024 года (6,5% в июне 2024 года).

Рисунок 5. Декомпозиция инфляции



Источник: Белстат.

Рисунок 6. Динамика монетарных индикаторов (на конец периода)



Источник: Белстат, НБРБ.

Кредитная активность оставалась высокой на фоне сохранения мягкой

денежно-кредитной политики. Прирост ШДМ на 1 октября замедлился до 14,4% в годовом выражении (против 20,1% на 1 июля 2024 года), но без учета влияния обменного курса остается достаточно высоким — 15,5% в годовом выражении (18% на 1 июля 2024 года). Наиболее быстрыми темпами росла рублевая денежная масса — на 28,9% (29,5% на 1 июля 2024 года). Валютная составляющая при этом практически не росла, в результате чего уровень долларизации ШДМ снизился до 39,3% на 1 октября 2024 года (41,9% на 1 июля 2024 года). Прирост кредитного портфеля банков и Банка развития по итогам сентября 2024 года составил 15,1% в годовом выражении против прироста на 18,9% на конец июня 2024 года (Рисунок 7).

Кредитный портфель в белорусских рублях вырос, в иностранной валюте — сократился. Рост кредитования банками обеспечивался в основном за счет расширения кредитного портфеля в белорусских рублях (на 23,3%) при сжатии портфеля в иностранной валюте (на 8,7%). В таких условиях долларизация требований банков и Банка развития к экономике продолжила снижаться и на 1 октября 2024 года составила 22,9% против 25,6% на 1 июля 2024 года. Главными драйверами роста рублевого кредитного портфеля банков выступили спрос на заемные ресурсы предприятий частной формы собственности (на 26,6% г/г) и расширение потребительского кредитования (на 41,4% г/г). При этом кредиты физическим лицам на финансирование недвижимости⁵ и кредиты

государственным предприятиям росли более умеренными темпами (на 18,9% и 13,0% соответственно). Несмотря на заметный рост кредитного портфеля в розничном сегменте (Рисунок 8), долговая нагрузка домашних хозяйств по погашению и обслуживанию долга в условиях растущих доходов остается умеренной⁶.

Финансовые показатели банков заметно улучшились. Прибыль банков за 9 месяцев 2024 года увеличилась на 32% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Одним из важных факторов увеличения прибыли банков выступило высвобождение средств от сформированных ранее резервов в результате улучшения качества кредитного портфеля. Доля необслуживаемых активов (NPL) в сентябре 2024 года составила 3% против 4,5% на 1 июля 2024 года (Рисунок 9), чему в значительной мере способствовал выкуп части «плохих долгов» Агентством по управлению активами⁷. Показатель достаточности нормативного капитала по итогам 9 месяцев 2024 года составил 20,7% (против 20,1% на 1 июля 2024 года) при пороговом значении не менее 10%. Показатели LCR и NFSR⁸, характеризующие уровень риска ликвидности, за III квартал практически не изменились и на 1 октября 2024 года составили 140,5% и 132,9% соответственно.

ке граждан при строительстве (реконструкции) жилых помещений».

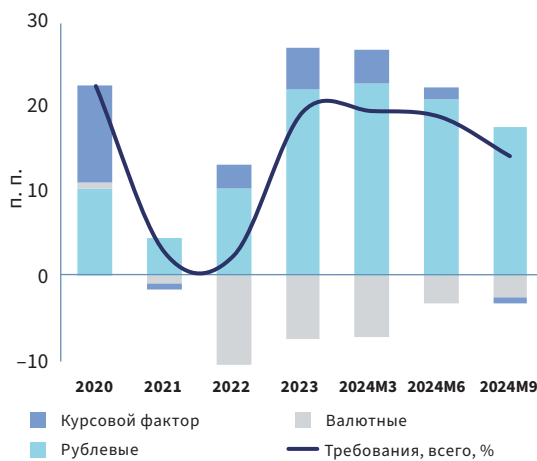
⁶ 9,1% от доходов по данным НБРБ на 01.07.2024 при 9,4% на начало 2023 года и 9,9% на начало 2022 года.

⁷ Около 400 млн рублей, преимущественно долга сельскохозяйственных организаций.

⁸ LCR — показатель покрытия ликвидности; NFSR — норматив чистого стабильного фондирования. Размер норматива по данным показателям, установленный НБРБ, составляет не менее 100%.

⁵ На строительство (реконструкцию) и приобретение жилья, включая кредиты, полученные с предоставлением субсидий на уплату части процентов и основного долга в рамках Указа Президента №240 «О государственной поддерж-

Рисунок 7. Декомпозиция годового прироста требований банков к экономике



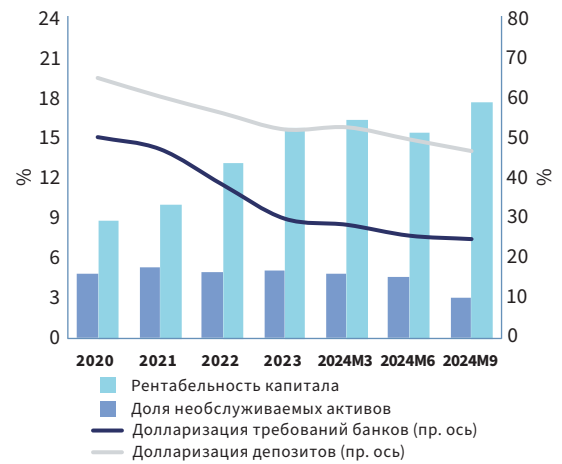
Источник: НБРБ.

Рисунок 8. Кредиты населению (на конец периода)



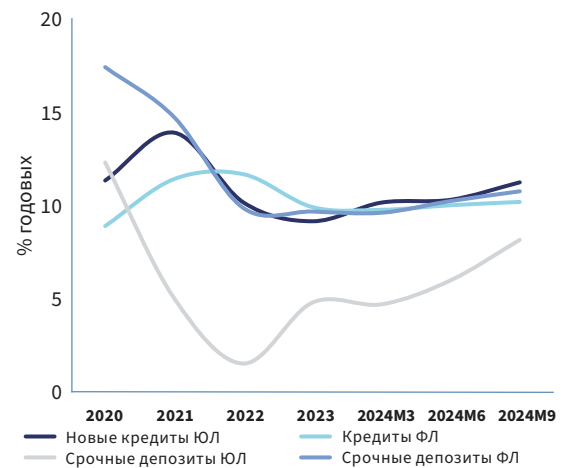
Источник: НБРБ.

Рисунок 9. Показатели банковского сектора



Источник: НБРБ.

Рисунок 10. Процентные ставки по новым кредитам и депозитам



Источник: НБРБ.

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Рост внутреннего спроса и неблагоприятные условия торговли обусловили расширение внешнеторгового дефицита (Рисунок 11). По предварительным данным, дефицит счета текущих операций за 9 месяцев составил 3,2% ВВП, против 1,8% ВВП годом ранее.

« **Импорт товаров рос опережающими темпами относительно экспорта**

(7,6% и 3,1% соответственно), что обусловило расширение дефицита внешней торговли товарами до 5,2% ВВП (2,9% ВВП годом ранее). В то же время, положительное влияние на внешнеторговое сальдо от роста физических объемов экспорта, вероятно, было нивелировано ухудшением ценовых условий торговли на фоне ослабления российского рубля к доллару США. Экспортные цены и расчеты по ним с Россией формируются преимущественно в российских рублях, в то время как в структуре импорта цены на существенную часть товаров (например, нефть и природный газ) привязаны к доллару.

Снижение притока прямых инвестиций было компенсировано замедлением оттока по прочим инвестициям. В целом приток средств по финансовому счету сохранился на уровне предыдущего года и составил 0,8 млрд долларов (1,5% ВВП). В свою очередь, сальдо ПИИ с учетом реинвестированных доходов сократилось до 1,4 млрд долларов (2,6% ВВП) против

2,0 млрд долларов (3,7% ВВП) годом ранее. Негативное влияние сокращения ПИИ было компенсировано замедлением оттока средств по портфельным и прочим инвестициям, который составил 0,6 млрд долларов, или 1,1% ВВП (1,2 млрд долларов или 2,2% ВВП годом ранее). При этом рост иностранных активов по графе «прочие инвестиции» в значительной мере был обусловлен ростом дебиторской задолженности белорусских предприятий.

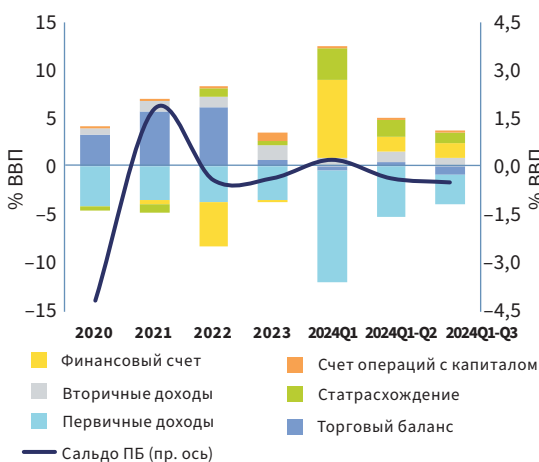
Национальный банк заметно нарастил активы в иностранной валюте.

Валовые международные резервы за III квартал 2024 года выросли на 0,5 млрд долларов и на 1 октября 2024 года составили 8,9 млрд долларов (2,1 мес. импорта). Росту ВМР способствовала переоценка активов, связанная в первую очередь с ростом мировых цен на золото: стоимость монетарного золота в ВМР за III квартал увеличилась на 0,5 млрд долларов. В дополнение к этому следует отметить рост в III квартале других активов НБРБ в иностранных валютах, не входящих в состав ВМР, на 0,6 млрд в долларовом эквиваленте, что также отражает рост возможных источников поддержания платежеспособности страны (Рисунок 12). Суммарно официальные резервы и иные активы НБРБ в иностранной валюте на 1 октября 2024 года составили более 11 млрд долларов.

Динамика обменного курса продемонстрировала относительную устойчивость. Ситуация на внутреннем валютном рынке в III квартале характеризовалась формированием чистого предложения иностранной валюты со стороны его участников в размере

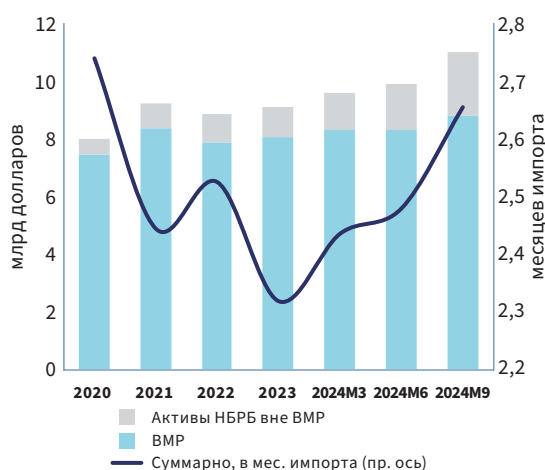
0,7 млрд долларов (во втором квартале — чистый спрос в размере 0,1 млрд долларов). Средний номинальный эффективный курс за квартал ослаб на 0,3%, а реальный эффективный курс — на 1,5 процента.

Рисунок 11. Платежный баланс



Источник: НБРБ, Белстат.

Рисунок 12. Динамика активов НБРБ в иностранной валюте



Источник: НБРБ, расчеты авторов.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

На фоне более быстрого, чем ожидалось, замедления выпуска в промышленности оценка роста белорусской экономики в 2024 году была снижена до 4%. Оценка ожидаемого прироста реального ВВП в Республике Беларусь была снижена по сравнению с предыдущим прогнозом⁹ с 4,4% до 4,0% по 2024 году (-0,4 п. п.). Такая корректировка связана с более быстрым, чем предполагалось, замедлением экономики в III квартале 2024 года на фоне более сдержанной динамики выпуска промышленной продукции. Среднесрочный прогноз при этом не претерпел существенных изменений.

По мере замедления экономической активности в России ожидаются более умеренные темпы экономического роста и в Беларуси. В то же время, планируемое белорусскими властями дальнейшее стимулирование роста доходов населения, хоть и более сдержанными темпами, выступит фактором поддержки роста ВВП в 2025 году. Рост по итогам года прогнозируется на уровне 2,5%, что выше оценок потенциального роста большинства аналитиков. В 2026–2027 годах темпы роста экономики ожидаются на уровне около 1% в условиях сохраняющихся структурных ограничений существующей модели белорусской экономики.

⁹ Региональный экономический обзор ЕФСР 2024 № 3(3). Доступно на: <https://efsd.org/research/regional-economic-outlook/osen-24-regionalnyy-ekonomicheskij-obzor/>.

Для поддержания стабильной инфляции в условиях быстрого роста внутреннего спроса может потребоваться ужесточение денежно-кредитной политики. Мы ожидаем, что с 2025 года НБРБ будет нацелен на поддержание инфляции на уровне около 5%, что потребует дополнительного ужесточения монетарных условий за счет ограничения кредитования экономики и роста ШДМ. Поддержанию инфляции в пределах целевых параметров будут способствовать как меры НБРБ по нормализации монетарных условий за счет роста процентных ставок денежного рынка, так и сохранение системы ценового регулирования. В таких условиях рост денежного предложения замедлится в 2025–2027 годах и будет поддерживаться в диапазоне 9–12%.

Ожидаемое замедление роста расходов бюджета позволит выйти на профицитное сальдо с 2025 года. Одним из направлений консолидации будет выступать более сдержанный рост заработных плат в бюджетном секторе после сильного повышения в предыдущие

годы. Первичное сальдо при этом будет сохраняться профицитным на уровне около 2,5% ВВП в 2025–2027 годах.

Сохранению внешнеэкономической сбалансированности будет способствовать прогнозируемое замедление роста внутреннего спроса и постепенное снижение дефицита СТО. Сальдо СТО прогнозируется дефицитным в размере 1,3% ВВП в 2024 году и в размере 1,0% ВВП в 2025 году. В 2026 году ожидается профицит в размере 0,3% ВВП, в 2027 году — в размере 0,6% ВВП. Возврату к профициту СТО будет способствовать замедление роста внутреннего спроса и некоторое улучшение ценовых условий внешней торговли. Платежи по погашению и обслуживанию государственного долга будут формировать давление на резервы НБРБ. В таких условиях уровень иностранных активов НБРБ (сумма ВМР и активов вне ВМР) в соответствии с прогнозом будет постепенно снижаться до уровня около 9 млрд долларов (2,1 месяца импорта товаров и услуг).

**ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ**

	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз	2027 Прогноз
Национальные счета и цены (в %)					
Номинальный ВВП, млрд бел. рублей	216,1	241,4	267,2	286,0	305,6
Прирост реального ВВП	3,9	4,0	2,5	1,1	1,1
ИПЦ (дек., г/г)	5,8	5,2	5,0	5,0	5,0
Номинальная среднемесячная заработная плата	1 902	2 270	2 541	2 711	2 893
Прирост реальной заработной платы	11,0	12,9	6,8	1,6	1,6
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, % изменения	23,6	14,0	11,8	10,1	9,0
Кредит экономике, % изменения	19,1	13,5	10,1	8,1	7,2
Государственные финансы (в % ВВП)					
Доходы бюджета	30,1	29,2	29,1	29,1	29,2
налоговые поступления	24,8	25,4	25,4	25,5	25,5
Расходы бюджета	28,9	29,2	28,8	28,5	28,5
Баланс бюджета ("-" дефицит / "+" профицит)	1,1	-0,1	0,3	0,9	1,0
Первичное сальдо	2,8	1,8	2,3	2,5	2,5
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	-1,5	-1,3	-1,0	0,3	0,6
Прямые иностранные инвестиции (- приток; + отток)	2,7	2,0	2,1	2,0	2,1
Иностранные активы НБРБ*					
млрд долларов	9,2	11,1	9,8	9,3	9,0
в месяцах импорта товаров и услуг	2,3	2,7	2,4	2,2	2,1

Примечание: * официальные резервные активы + другие активы НБРБ в иностранной валюте.

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов.

Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



КЫРГЫЗСТАН

Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Тенденции
в мировой
экономике

Россия

Казахстан



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



В январе — сентябре 2024 года экономика Кыргызской Республики продолжала расти высокими темпами: реальный ВВП увеличился на 8,4%, главным образом за счет высокой потребительской и инвестиционной активности. К концу года в отраслевой структуре строительство стало основным драйвером роста, сменив торговлю.

Замедление роста продовольственных цен сыграло ключевую роль в стабилизации годовой инфляции у целевого диапазона Национального банка (5–7%). Денежно-кредитная политика была направлена на ограничение монетарных факторов инфляции с помощью операций по стерилизации избыточной ликвидности.

Государственный бюджет сформировался с профицитом в размере 5,0% ВВП благодаря росту налоговых и неналоговых поступлений. Как и в предыдущие два года, на поступления от внешнеэкономической деятельности пришлось более 40% доходов бюджета.

Дефицит счета текущих операций начал сокращаться на фоне роста чистого экспорта. При этом происходит переукрепление курса национальной валюты из-за валютных интервенций.

В среднесрочной перспективе ожидается замедление темпов роста кыргызской экономики до 4–5% в условиях снижения государственных инвестиций и постепенного охлаждения внутреннего и внешнего спроса. Замедление потребительской активности и мировых цен на продовольствие приведут к сохранению среднегодовой инфляции у нижней границы целевого диапазона.

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

Ускорению роста ВВП в январе — сентябре способствовали высокая потребительская активность и увеличение инвестиций. За 9 месяцев рост экономики Кыргызстана составил 8,4% г/г (за полугодие — 8,1% г/г), при этом в III квартале 2024 года рост ускорился до 8,9% г/г против 7,6% г/г во II квартале. По оценкам ЕФСР, прирост сезонно сглаженного реального ВВП за III квартал составил 3,8% кв/кв по сравнению с 2,1% кв/кв кварталом ранее.

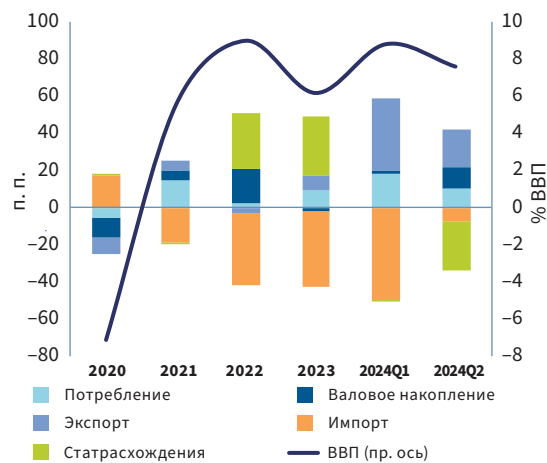
В III квартале 2024 года сохранились тенденции предыдущего, в котором частное потребление и инвестиции выступили основными драйверами роста (Рисунок 1). Потребление продолжило расти благодаря ускорению роста реальной заработной платы (+6,3% г/г в январе — сентябре против 5,0% г/г в январе — июне) и сохранению высокого темпа потребительского кредитования (+51,1% г/г в сентябре против 52,6% г/г в июне).

« Рост инвестиций в основной капитал, обеспеченный преимущественно внутренними источниками, в январе — сентябре составил 52,1% г/г

(против 54,7% в январе — июне). При этом общий рост объема валового накопления замедлился из-за прекращения покупки Национальным банком немонетарного золота в запасы (классифицируемого как чистое приобретение ценностей).

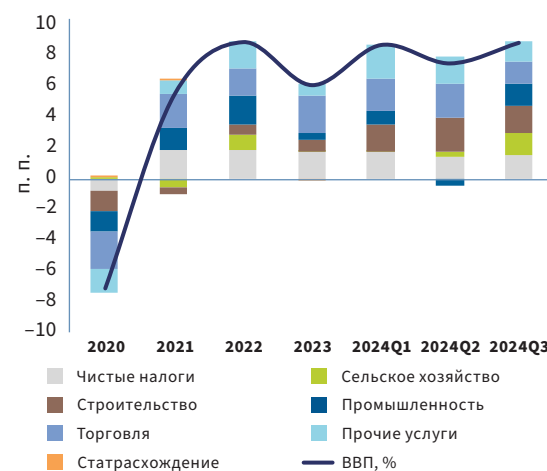
Чистый экспорт внес положительный вклад в связи с увеличением экспорта товаров (+28,2% в январе — сентябре против (-3,2%) г/г в январе — июне) при замедлении роста импорта (+3,7% в январе — сентябре против +12,4% в январе — июне).

Рисунок 1. Вклады в рост реального ВВП по использованию



Источник: НСК КР, оценки авторов.

Рисунок 2. Вклады в рост реального ВВП по производству¹



Источник: НСК КР.

¹ За 2023 год представлены предварительные данные в связи с непоставимостью уточненных оценок с показателями роста в 2024 году.

В отраслевой разбивке в III квартале строительство обеспечило наибольший вклад в прирост ВВП. Объемы строительства в III квартале выросли на 26,8% г/г (45,7% г/г кварталом ранее), обеспечив 1,8 п. п. роста. Вклад в рост обеспечило как жилищное строительство, в том числе — в рамках реализации программы «Мой дом 2021–2026», так и строительство объектов социальной сферы (школ, детских садов) и объектов промышленности, в основном — в добывающей отрасли.

Рост сферы услуг, напротив, замедляется третий квартал подряд — в июле-сентябре он составил 5,9% г/г после увеличения на 8,0% г/г в I квартале и 7,5% в II квартале, что свидетельствует о постепенном сокращении влияния эффекта положительных экстерналий²

² Дополнительный спрос со стороны России, вызванный введением санкций.

и замедлении внутреннего потребления. Так, оборот оптовой торговли в январе-сентябре замедлился до +22,5% г/г (-5,6 п. п. относительно темпов прироста в январе-июне), розничной — до +10,5% г/г (+5,4 п. п. в январе-июне).

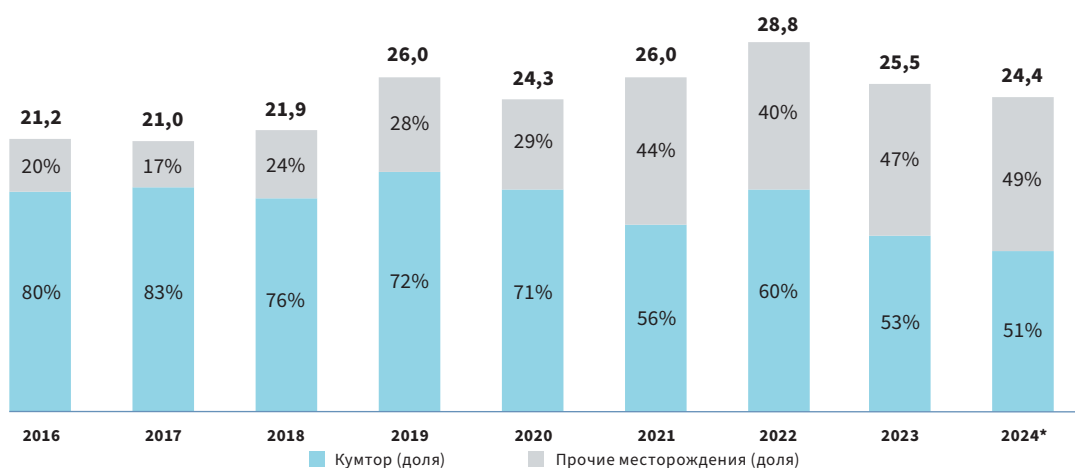
Наблюдается значительное ускорение промышленного выпуска (+10,0% г/г после +4,7% и (-2,3%) в предыдущих кварталах) в основном за счет пищевой промышленности и золота. По оценкам ЕФСР, добыча и производство золота в отчетном квартале впервые с начала 2023 года обеспечило положительный вклад в ВВП (+0,2 п. п., см. [Врезку 1](#)). Однако накопленным итогом за 9 месяцев золото продолжает оказывать негативный вклад: (-0,5 п. п.).

Высокая активность в широком круге отраслей поддерживает рост занятости. В январе-сентябре 2024 года

«ЗОЛОТОЙ» ВВП

Добыча и производство золота является основной сферой промышленного производства и главной статьёй экспорта Кыргызстана. Вместе с тем, в официальной статистике отсутствуют сведения о вкладе золота в экономический рост. Возобновление с июня 2024 года публикации данных по выпуску предприятий по разработке месторождения Кумтор не полностью отражают динамику «золотой» отрасли из-за снижения вклада месторождения в совокупный объем производства золота в стране ([Рисунок А](#)). В этой связи на основе имеющихся данных по выпуску, промежуточному потреблению и налогообложению золотой отрасли ЕФСР рассчитал «золотой» ВВП на основе производственного метода. Выявлено, что если в 2021–2022 годах золото было одним из основных драйверов роста, то в последние два года его прямой вклад был негативным или нейтральным из-за снижения объемов добычи. ([Рисунок Б](#)).

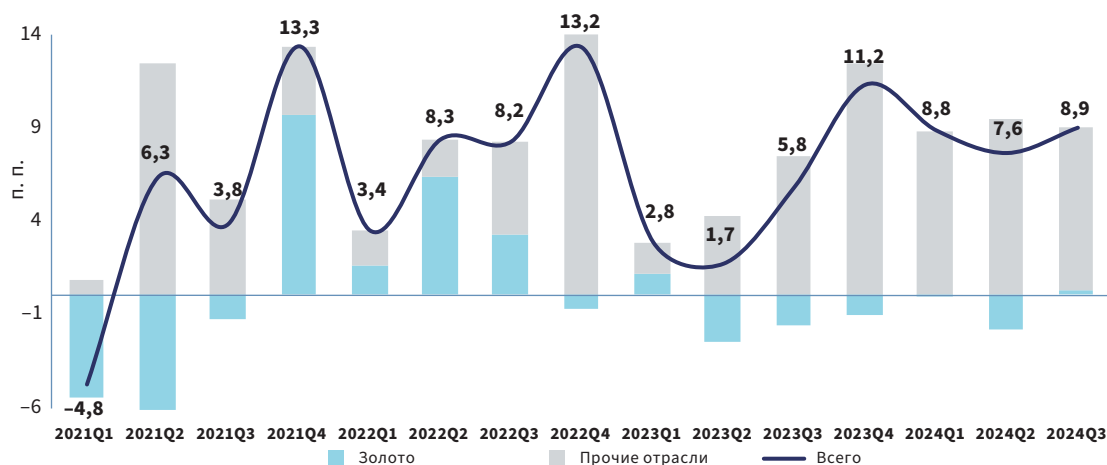
Рисунок А. Производство золота в Кыргызской Республике, тонн



* оценка

Источник: Всемирный совет по золоту, расчеты авторов.

Рисунок Б. Вклад золотого ВВП в квартальный ВВП (г/г), п. п.

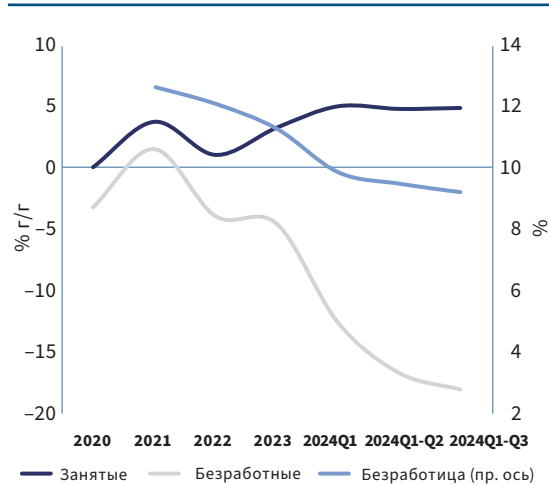


Источник: НСК КР, МФ КР, расчеты авторов.

уровень официальной занятости повысился на 4,9% г/г (4,8% г/г в январе-июне) (Рисунок 3). По-прежнему быстрее всего растет численность занятых в гостиничном и ресторанном бизнесе (32,7% г/г) и торговле (21,6% г/г), но темпы роста по итогам 9 месяцев были ниже, чем

по итогам полугодия (34,1 и 22,1% г/г соответственно). При этом рост числа занятых в строительстве несколько ускорился (+16,0% г/г после +15,2% г/г в январе-июне). Аналогично ускорился рост занятости в обрабатывающей промышленности — до 9,5% г/г (после 8,8% г/г

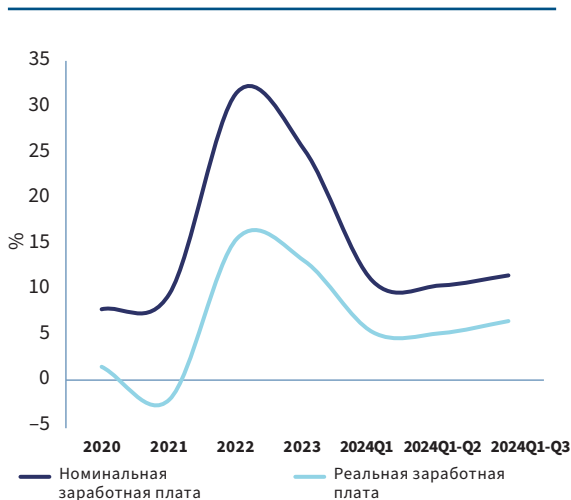
Рисунок 3. Динамика показателей рынка труда



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

Источник: НСК КР, расчеты авторов.

Рисунок 4. Динамика заработной платы



Источник: НСК КР, расчеты авторов.

в январе-июне). Численность официально зарегистрированных безработных в январе-сентябре снизилась на 0,3 п. п. до 9,2% от официальной рабочей силы³.

³ Сумма численности официально занятых (работников предприятий, организаций и учреждений) и официально безработных.

Рост реальных заработных плат ускоряется.

В январе-сентябре рост реальных заработных плат составил 6,3% г/г (против 5,0% в январе-июне) (Рисунок 4). Среди всех отраслей лидерами по росту реальных зарплат стали торговля и строительство, где рост ускорился до 25,0 и 21,4% соответственно. В сфере услуг зарплаты росли медленнее (+3,7% г/г), сокращение реальных зарплат отмечалось у работников сфер образования (-1,2%), искусства (-1,0%) и здравоохранения (-0,8%). Взвешенные по занятости реальные оклады работников промышленности выросли на 9,1%, в основном за счет роста зарплат в сфере водоснабжения (+16,4%) и добыче полезных ископаемых (+16,3%).

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Рост потребительских цен держится в рамках целевого диапазона НБКР.

Уровень годовой инфляции в сентябре 2024 года составил 4,9% г/г (4,5% г/г в июне). Основную роль в обеспечении низкой инфляции сыграло снижение цен на отдельные продовольственные товары, прежде всего фрукты (-12,9% г/г) и овощи (-10,7%). Кроме того,

« из-за высокой составляющей импорта в потребительской корзине на замедление уровня цен повлияло укрепление курса сома

в январе-сентябре на 5,5%. Рост цен на непродовольственные товары

(5,6% против 7,4% в июне) и на услуги (9,3% против 6,9%) сформировался выше общего уровня инфляции в том числе по причине повышения тарифов на некоторые услуги ЖКХ, электроэнергию и общественный транспорт. Таким образом, существенное влияние на динамику инфляции оказывали немонетарные факторы. В декабре инфляция составила 6,3% г/г.

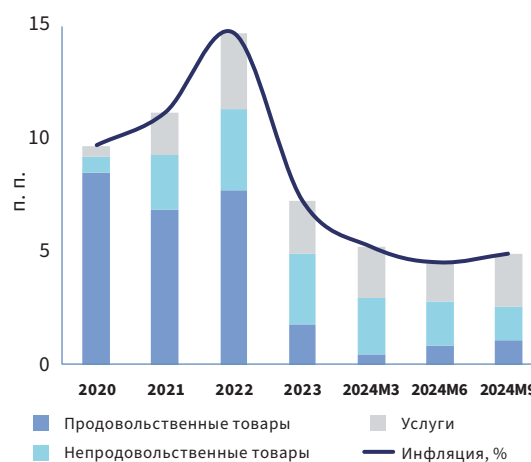
В условиях низкой инфляции НБКР сохраняет учетную ставку на уровне 9% годовых (-4 п. п. с начала года), при этом реальная ставка держится на уровне 4% годовых.

Объем избыточной ликвидности в банковском секторе сохраняется на высоком уровне. В январе — сентябре 2024 года регулятор проводил активные операции по абсорбированию ликвидности, при этом сместив фокус с нот НБКР на депозиты «овернайт»⁴. Продажи нот НБКР в III квартале снизились на 18,7% г/г (во II квартале отмечалось падение на 14,6% г/г), тогда как объем размещений средств банков на депозитах «овернайт» вырос в 3,7 раза (в 2,8 раза кварталом ранее). Среднедневной объем стерилизационных операций НБКР составил 91,2 млрд сомов (-5,8% ко II кварталу). Денежная база выросла на 19,2%, денежная масса — на 30,6%, за счет депозитов в национальной валюте⁵ (+37,9%) (Рисунок 6).

⁴ Выпуск 91-дневных и 182-дневных нот приостановлен в мае 2024 года, 28-дневных — в сентябре. Активно размещаются только 7-дневные ноты, доходность по которым в III квартале была ниже в среднем на 0,1 п. п., чем по депозитам «овернайт».

⁵ Динамика по депозитам, учитываемым в широкой денежной массе.

Рисунок 5. Декомпозиция инфляции



Источник: НСК КР, расчеты авторов.

Рисунок 6. Монетарные индикаторы



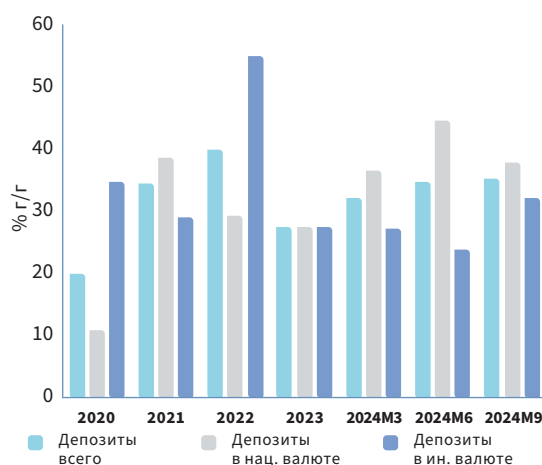
Источник: НБКР.

Росту депозитного портфеля банков способствует увеличение вложений резидентов. Рост совокупного депозитного портфеля стабилизировался, увеличившись в сентябре 2024 года на 35,1% г/г (в июне 2024 года — 34,6% г/г) при высоком росте депозитов резидентов (36,7% против 35,2% г/г) и продолжении снижения депозитов нерезидентов (-65,5% против -61,5% г/г). Основной рост обеспечили расчетные счета и депозиты до востребования (+37,7%

против +40,9% г/г), при этом наблюдалось ускорение роста портфеля срочных депозитов (+27,8% против 18,3% г/г).

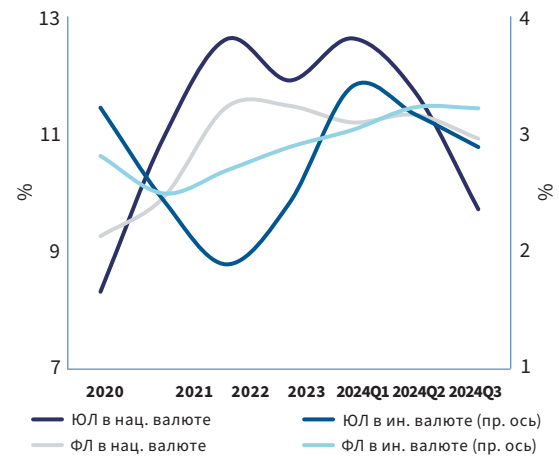
Рост портфеля депозитов в национальной валюте несколько замедлился (37,6% против 44,2% г/г) в основном за счет депозитов предприятий (40,4% против 59,7% г/г), в то время как портфель физических лиц начал расти быстрее (34,2% против 31,3% г/г). Рост портфеля депозитов в инвалюте ускорился с 23,7% до 32,0% г/г (Рисунок 7), что привело к росту долларизации депозитов на 0,6 п. п. до 43,9%. Средние ставки по новым срочным депозитам для юридических лиц в национальной валюте снизились до 9,7% (против 11,7% в II квартале), для физических — до 10,9% (11,4% ранее), в иностранной валюте ставки снизились с 3,2% до 2,9% для юридических лиц и остались на уровне 2,9% для физических лиц (Рисунок 8).

Рисунок 7. Динамика роста депозитов в коммерческих банках



Источник: НБКР, расчеты авторов.

Рисунок 8. Средние ставки по вновь привлеченным срочным депозитам



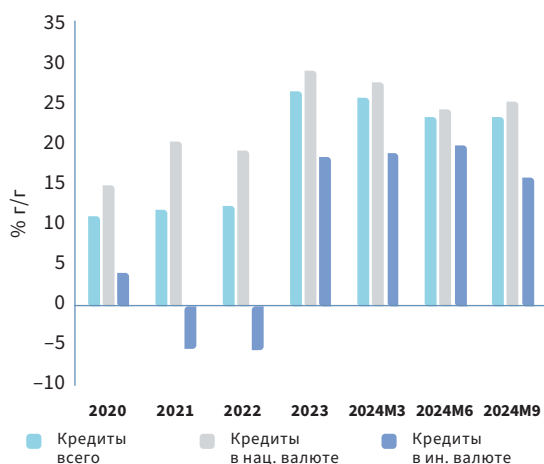
Источник: НБКР.

Кредитование продолжает расти высокими темпами за счет ипотеки. Рост кредитного портфеля банков в сентябре 2024 года сохранился на июньском уровне и составил 23,1% г/г (Рисунок 9). Основным драйвером роста остается ипотека (58,6% против 60,6% г/г), составляющая 27% портфеля займов. Рост выдачи средств в национальной валюте ускорился с 24,0 до 25,1% г/г, а в иностранной, наоборот, замедлился с 19,7 до 15,8%. Ставки по вновь выданным кредитам несколько снизились — с 20,0 до 19,7% в целом по портфелю и с 23,8 до 22,4% по потребительским кредитам (Рисунок 10). Долларизация кредитов снизилась до 19,9% (-0,2 п. п. относительно июня).

Ключевые финансовые показатели банков улучшились на фоне замедления роста непроцентных расходов. На фоне их снижения с 34,8% в июне до 25,9% в сентябре рост чистой прибыли банков резко ускорился — с 17,7% до 29,9% г/г. В этой связи рентабельность активов и капитала банков (ROA и ROE) выросла в сентябре 2024 года до 4,7%

и 34,0% соответственно (4,3% и 30,0% в июне) (Рисунок 11). Достаточность капитала сохранилась на высоком уровне (23,9% против 22,3%) при нормативе 12%, что свидетельствует о запасе устойчивости банковского сектора к возможному проявлению негативных шоков. Доля «проблемных» (классифицированных) кредитов в совокупном кредитном портфеле составила в сентябре 2024 года 11,3% (12,1% в июне), увеличившись при этом на 39,1% г/г (35,6% г/г в июне) (Рисунок 12). На этом фоне НБКР ввел ограничения по сумме кредитов, выдаваемых дистанционно⁶.

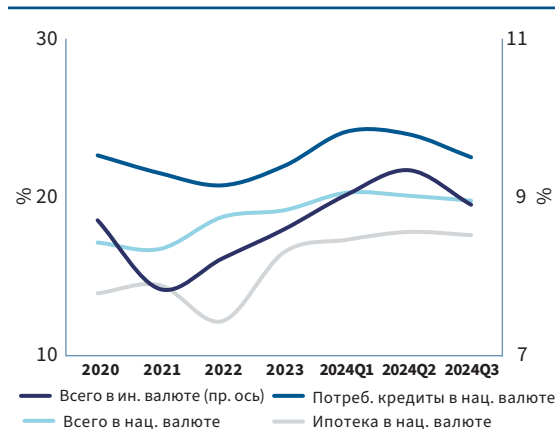
Рисунок 9. Динамика роста кредитов в коммерческих банках



Источник: НБКР, расчеты авторов.

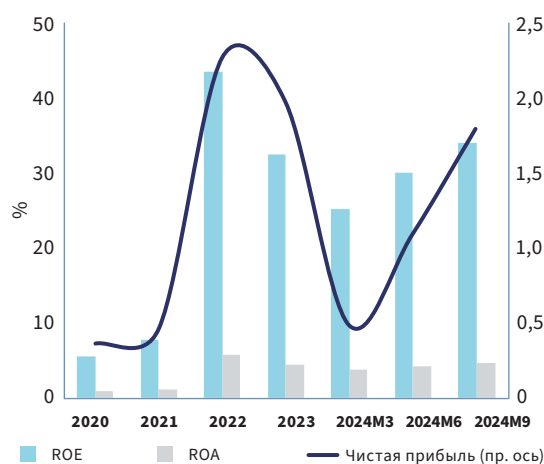
⁶ НБКР принял постановление (от 27 ноября 2024 года № 2024-П-12/63-1-(НПА)), согласно которому коммерческий банк не может удаленно выдавать кредит суммой более 200 тысяч сом (при наличии обычной ЭП) или 300 тысяч сом (при наличии усиленной ЭП). При этом устанавливается «период охлаждения» — срок между одобрением заявки и непосредственной выдачей кредита, в течение которого заемщик может отказаться от кредита (особенно актуально, если договор подписан по ошибке либо в результате мошенничества). Минимальный период охлаждения составляет 3 часа (для займов до 50 тысяч сом), максимальный — 24 часа (для займов более 100 тысяч сомов).

Рисунок 10. Средние ставки по новым кредитам



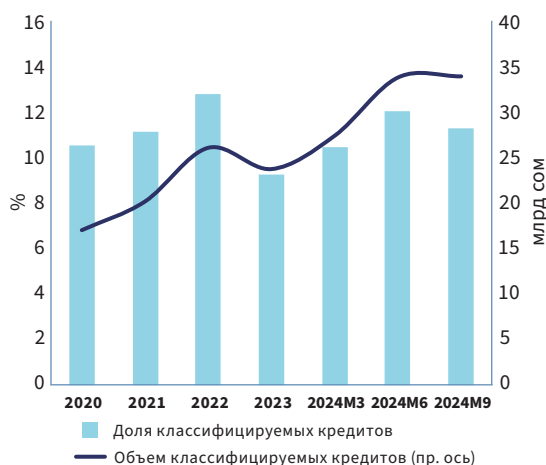
Источник: НБКР.

Рисунок 11. Показатели рентабельности банковского сектора



Источник: НБКР, расчеты авторов.

Рисунок 12. Классифицированные кредиты



Источник: НБКР.

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

Профицит государственного бюджета в январе — сентябре 2024 года достиг 5,0% ВВП⁷ против 2,8% ВВП годом ранее за счет снижения уровня расходов. Налоговые доходы выросли на 0,9 п. п. и составили 26,0% ВВП (25,1% ВВП годом ранее). Снижение поступлений от месторождения Кумтор (минус 0,2 п. п., до 0,6% ВВП) компенсировано ростом поступлений по единому налогу, применяемому для малых и средних предприятий (плюс 1,0 п. п., до 1,5% ВВП) из-за прекращения с начала 2024 года практики осуществления торговой деятельности на основе патента и перехода большинства предпринимателей на единый налог. На фоне замедления роста импорта сборы НДС на импорт

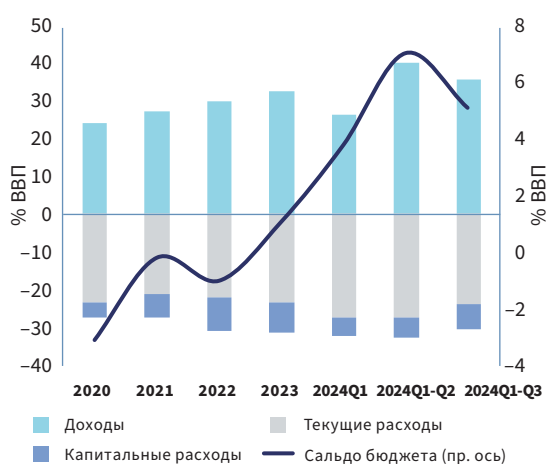
снизились (минус 0,9 п. п., до 9,2% ВВП). Неналоговые доходы выросли на 0,5 п. п., до 8,2% ВВП, в основном благодаря перечислению 100% прибыли НБКР за 2023 год в бюджет, а также поступлению дивидендов госпредприятий в размерах, превышающих запланированный уровень. Общий объем доходов от внешнеэкономической деятельности составил 41% всех доходов (43% годом ранее).

Текущие расходы сократились на 0,8 п. п., до 23,4% ВВП, главным образом из-за опережающего роста номинального ВВП (+13,9% при номинальном росте расходов на 9,7%). Наиболее значительно сократились гранты и расходы по оплате труда (-1,3 и -1,2 п. п. до 4,5 и 10,2% ВВП соответственно). Уровень капитальных расходов также снизился на 0,7 п. п., до 6,6% ВВП (Рисунок 13).

Несмотря на увеличение внутренних заимствований, на фоне высоких темпов экономического роста и укрепления курса сома уровень государственного долга в III квартале сократился на 0,8 п. п., до 41,4% ВВП (Рисунок 14). Уровень внешнего госдолга за III квартал снизился на 1,3 п. п., до 28,6% ВВП, внутреннего — вырос на 0,5 п. п., до 12,9% ВВП. При этом портфель внутренних займов вырос на 7,6% за счет выпуска среднесрочных и долгосрочных казначейских облигаций.

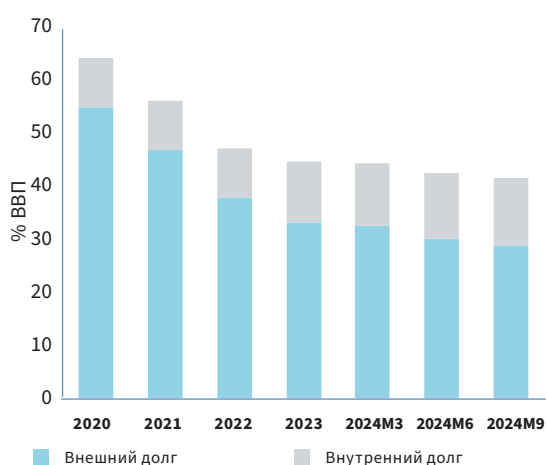
⁷ 4,5% ВВП в январе-ноябре 2024 года.

Рисунок 13. Государственный бюджет



Источник: НБКР, расчеты авторов.

Рисунок 14. Государственный долг



Источник: МФ КР.

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Дефицит СТО во II квартале сократился на фоне роста экспорта и снижения импорта. Дефицит СТО во II квартале 2024 года составил 1,6 млрд долларов (46,1% ВВП) против 2,2 млрд долларов (80,4% ВВП) в I квартале (Рисунок 15). Основной фактор — динамика торговли товарами, отрицательное сальдо которой снизилось с 89,5% до 60,0% ВВП (в абсолютном выражении — с 2,5 до

2,1 млрд долларов). Экспорт увеличился в основном за счет поставок золота (на 90,4% кв/кв), в то время как импорт снизился из-за негативной динамики поставок автотранспорта (снижение в 2,9 раза кв/кв).

« Чистый экспорт продолжил расти в III квартале из-за ускорения поставок продукции машиностроения и золота.

В августе и сентябре 2024 года наблюдается значительное ускорение экспортных поставок (в 2,2 и 2,4 раза г/г соответственно), однако уже не за счет традиционной статьи (автомобили), а за счет запчастей для ткацких станков и оборудования для пищевой промышленности (в Россию), а также мобильных телефонов (в ОАЭ). Также продолжился активный рост поставок золотых слитков в Великобританию на фоне высокого спроса — физические запасы золота на Лондонской бирже металлов достигли 13-месячного максимума⁸. Товарный импорт продолжает постепенно замедляться — рост составил 3,7% г/г в январе-сентябре после 12,4% г/г в январе-июне.

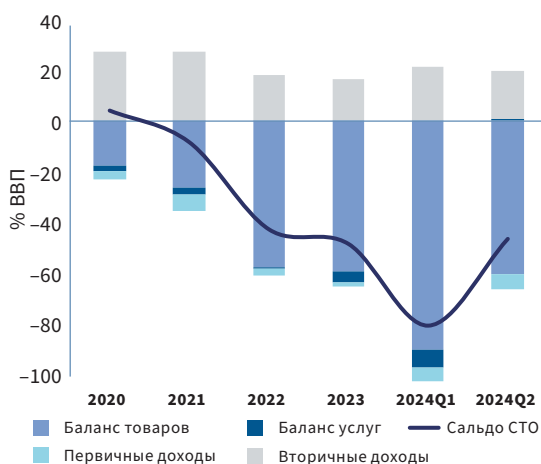
Сальдо финансового счета выросло с 0,2 до 18,2% ВВП из-за реклассификации ошибок и пропусков. Во II квартале объем чистого принятия прочих обязательств вырос с 1,5 до 17,6% ВВП (с 41 до 622 млн долларов) в основном за счет увеличения полученных торговых кредитов и авансов. Вместе с тем,

⁸ London Vault Data. Доступно на: <https://www.lbma.org.uk/prices-and-data/london-vault-data>

« **объем чистых ошибок и пропусков, отражающий несоответствие товарных и финансовых потоков, сократился более чем вдвое, с 77,6 до 31,5% ВВП**

(с 2,2 до 1,1 млрд долларов). Данная тенденция может быть связана как со снижением реэкспорта (о чем косвенно говорит сокращение импорта), так и более точном учете источников финансирования импорта. Объем ошибок по-прежнему высок, что свидетельствует о сохранении транзитных потоков товаров через страну.

Рисунок 15. Счет текущих операций платежного баланса



Источник: НБКР, расчеты авторов.

Сальдо вторичных доходов увеличивается на фоне роста денежных переводов в страну и снижения объема трансфертов за рубеж. В III квартале рост трансфертов в Кыргызстан (более 90% которых идет из России) увеличился на 39,7% г/г в том числе за счет роста поездок граждан Кыргызстана

в Россию на 5,2% и 7,0% в II и III квартале соответственно. Дополнительный рост обеспечил рост зарплат в России (на 17,6% и 18,8% г/г, соответственно). При этом трансферты из Кыргызстана (80% поступает в Россию) сократились на 13,3% г/г. Таким образом, чистый приток трансфертов увеличился на 53,1% г/г в III квартале, в январе-сентябре — на 25,1% г/г.

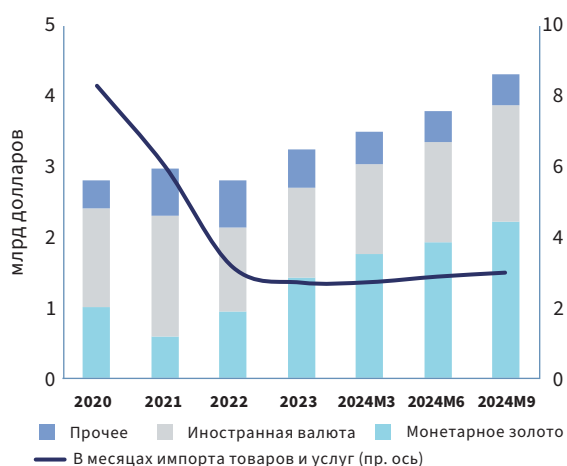
Номинальный курс сома в III квартале укреплялся к основным валютам.

Укрепление курса национальной валюты составило 3,8% кв/кв к доллару США, 2,0% к российскому рублю, 2,3% к китайскому юаню⁹. При этом из-за относительно низкой инфляции реальный курс укрепился меньше — на 1,5% кв/кв прежде всего за счет российского рубля (4,4%). Волатильность курса была относительно низкой — НБКР провел 3 интервенции по покупке доллара (суммой 104,9 млн долларов) и 2 интервенции по продаже доллара (на 111,5 млн долларов). При этом по мере укрепления курса доллара в октябре-ноябре (индекс DXY укрепился более чем на 5%) регулятор стал активно продавать доллар объемом 332,9 млн долларов в рамках 5 интервенций. На конец ноября чистый объем продажи иностранной валюты с начала года составил 113,0 млн долларов¹⁰.

Рост валовых международных резервов (ВМР) продолжился за счет увеличения запасов и роста стоимости золота. К концу сентября 2024 года

⁹ В IV квартале курс сома ослаб на 1,5% к доллару США и на 0,9% к китайскому юаню, но укрепился на 9,1% к российскому рублю.

¹⁰ Всего за 2024 год — 305,8 млн долларов с учетом 3 интервенций по продаже доллара в декабре.

Рисунок 16. Валовые международные резервы

Источник: НБКР, расчеты авторов.

объем ВМР достиг 4,3 млрд долларов (+63,6% г/г) (Рисунок 16). По-прежнему основным фактором роста является золото (2,2 млрд долларов) — в сентябре отмечался как рост физических запасов драгметалла (+23,5% г/г), так и цен на него (+42,3% г/г). За счет покупки валюты в апреле-июле также вырос объем валютных резервов — на 68,0% до 1,6 млрд долларов. Относительный уровень резервов достиг 3,0 месяцев импорта (2,9 месяцев по итогам II квартала). К концу 2024 года уровень резервов увеличился до 5,1 млрд долларов (+57,2% г/г).

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

Прогноз экономического роста сохранен без изменений на фоне значительного пересмотра статистики за 2023 год. Показатель ВВП за 2023 год был значительно пересмотрен в сторону повышения как в текущих, так и в

постоянных ценах (см. Врезку 2). Столь существенная корректировка приводит к несопоставимости данных по росту в 2023 и 2024 годах: если к «старой» базе годовой рост мог составить 8,0-9,0% г/г, то к новой — всего 0-0,5% г/г. Ввиду этого до публикации детальных уточненных данных прогноз ВВП сохранен без изменений.

В 2024–2027 годах сальдо бюджета улучшится за счет более быстрого снижения расходов. Сальдо республиканского бюджета прогнозируется профицитным на всем среднесрочном периоде, показатель, как ожидается, вырастет с 2,2% ВВП в 2024 году до 2,7% ВВП в 2027 году. При этом доходы снизятся с 27,4% ВВП в 2023 году до 23,8% ВВП в 2027 году, расходы — с 25,2% до 21,0% ВВП соответственно.

Инфляция будет находиться в пределах целевого диапазона Национального банка (5–7%). Ожидается, что умеренная потребительская активность и стабильные цены на продовольствие обеспечат стабильную динамику инфляции. Несмотря на то, что в конце 2024 года инфляция сложится ниже целевого уровня (4,7%), в 2025–2027 годах эффект низкой базы, а также сохранение устойчивого роста цен на услуги (из-за повышения тарифов) и непродовольственные товары (прежде всего, нефтепродукты) обеспечат общий уровень инфляции в пределах 5–6%. В этих условиях ожидается, что НБКР сохранит учетную ставку на уровне 9% годовых.

Устойчивость платежного баланса улучшится за счет снижения дефицита счета текущих операций. Опережающее сокращение импорта

ПЕРЕСМОТРЫ ВВП В 2019–2023 ГОДАХ

14 ноября 2024 года были опубликованы уточненные данные по объему и росту ВВП за 2023 год. Показатель был скорректирован более чем на 100 млрд сомов в текущих ценах (9% предварительной оценки) и на 2,9 п. п. в постоянных (47% предварительной оценки). Масштабы пересмотра в текущих ценах сопоставимы с предыдущими годами, в постоянных — аномальны (см. [Таблицу](#)).

Если в 2019–2022 годах основным источником пересмотра данных было изменение методологии учета (перехода с Системы национальных счетов (СНС) 1993 года на СНС 2008 года), то в 2023 году в предварительной отчетности был сильно недооценен объем выпуска в ряде отраслей, наиболее существенно — в строительстве. Вероятно, строительство стало основным драйвером роста ВВП еще в конце 2023 года (а не в середине 2024 года). Этот вывод можно будет подтвердить после публикации уточненных квартальных данных.

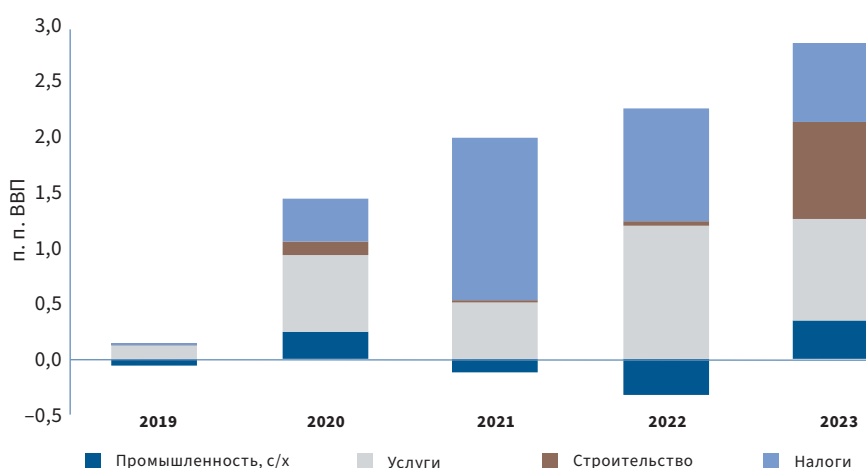
В целом необходимо отметить, что предварительная оценка за год публикуется относительно рано (в середине января), в то время как многие компании отчитываются в течение нескольких месяцев после окончания отчетного периода (февраль–апрель). Это объясняет значительный масштаб пересмотра данных и формирует риск сильного изменения перспектив роста экономики в прогнозном периоде.

	2019	2020	2021	2022	2023
ВВП в текущих ценах, млрд сомов					
предварительный	590,0	598,3	723,1	919,4	1 228,9
уточненный	654,0	639,7	782,9	1 020,7	1 333,7
Дельта	64,0	41,3	59,7	101,3	104,8
в т. ч. из-за перехода с СНС 1993 г. на СНС 2008 г.	34,9	37,9	43,0	—	—
Дельта, % предварительной оценки	11%	7%	8%	11%	9%

Источник: НСК КР, расчеты ЕФСР.

	2019	2020	2021	2022	2023
Реальный рост ВВП, % г/г					
предварительный	4,5	-8,6	3,6	7,0	6,2
уточненный	4,6	-7,1	5,5	9,0	9,0
Дельта	0,1	1,5	1,9	1,9	2,9
Дельта, % предварительной оценки	2%	-17%	53%	28%	47%

Рисунок А. Декомпозиция корректировок приростов ВВП



Источник: НСК КР, расчеты авторов.

относительно экспорта в 2025–2027 годах приведет к постепенному сокращению дефицита СТО с 44,4% ВВП в 2023 году до 26,9% ВВП в 2027 году. При этом ожидается изменение структуры торговых операций. Сокращение производства и экспорта золота, а также процессы импортозамещения в России приведут к сокращению экспорта с 35,8% ВВП в 2023 году до 32,8% ВВП в 2027 году. Замедление экономического роста в Кыргызстане и спроса со стороны третьих стран на продукцию машиностроения постепенно уменьшат как потоки реэкспорта из

Кыргызстана, так и объемы импорта в республику с 94,2% ВВП в 2023 году до 70,7% ВВП в 2027 году.

Объем международных резервов будет постепенно расти. 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 3,5–3,6 месяца импорта на прогнозном горизонте. При этом давление на уровень резервов будет оказывать рост выплат по внешнему долгу и проведение валютных интервенций.

**ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ**

	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз	2027 Прогноз
Национальные счета и цены (в %)					
Номинальный ВВП (млрд сомов)	1 333,7	1 445,5	1 569,0	1 722,4	1 895,4
Прирост реального ВВП	9,0	4,9	4,6	4,4	4,1
ИПЦ (дек., г/г)	7,3	6,3	5,4	5,1	6,1
ИПЦ (средний за год)	10,8	5,0	5,2	5,4	6,2
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, г/г	15,0	28,3	11,5	9,8	10,0
Кредит экономике, г/г	25,9	26,2	17,8	14,2	12,3
Государственные финансы, % годовых (в % ВВП)*					
Доходы и гранты	26,8	27,4	25,3	24,1	23,8
налоговые поступления	20,0	20,7	20,5	19,8	19,7
Расходы бюджета	25,8	25,2	24,8	22,9	21,1
Баланс бюджета ("-" дефицит / "+" профицит)	1,0	2,2	0,5	1,2	2,7
Государственный долг	42,0	40,4	37,0	33,9	30,3
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	-44,4	-39,1	-32,7	-29,5	-26,9
Экспорт товаров и услуг	35,8	36,4	35,4	32,9	32,8
Импорт товаров и услуг	94,2	90,3	82,1	75,1	70,7
Денежные переводы	15,2	16,0	15,1	13,7	12,5
Прямые иностранные инвестиции	-1,0	-1,7	-1,6	-1,7	-1,6
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	2,7	3,5	3,6	3,6	3,5

Примечание: *По доходам, расходам и сальдо указываются показатели республиканского бюджета. **Источник:** национальные ведомства и расчеты авторов.

Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза

Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Тенденции
в мировой
экономике

Россия

Казахстан



ТАДЖИКИСТАН



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



Экономический рост в январе — сентябре 2024 года ускорился до 8,4% г/г на фоне восстановления экспорта в III квартале. При этом внутренний спрос, поддерживаемый продолжением значительного притока средств по счетам оплаты труда, и вторичных доходов и ростом заработной платы, оставался важным драйвером роста. В 2024 году среднегодовая инфляция снизилась до 3,5% с 3,7% в прошлом году на фоне низкого роста цен на продовольствие и укрепления курса сомони.

Бюджетная позиция оставалась устойчивой в условиях незначительного снижения доходов и расходов в отношении к ВВП. Приток средств по счетам оплаты труда и вторичных доходов обеспечил профицит по счету текущих операций (6,2% ВВП).

В 2025–2027 годах ожидается замедление экономического роста до 7,5%, 7,1% и 6,7% соответственно на фоне нормализации поступлений по счету оплаты труда и вторичных доходов, а также снижения темпов экономического роста основных торговых партнеров Республики Таджикистан. В 2025–2027 годах прогнозируется повышение потребительской инфляции вследствие сохранения устойчивого роста цен на услуги и непродовольственные товары, однако инфляция останется в пределах таргета НБТ. Фискальная политика останется консервативной на фоне необходимости погашения основной суммы долга по еврооблигациям: в 2025–2027 годах дефицит бюджета ожидается на уровне 1,5–1,8% ВВП. В среднесрочном периоде платежный баланс будет находиться под давлением в связи с постепенной нормализацией денежных переводов после повышенных уровней 2022–2024 годов, а также предстоящим погашением еврооблигаций.

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

Рост экономики ускоряется на фоне увеличения экспорта. Экономический рост в январе — сентябре 2024 года ускорился до 8,4% г/г по сравнению с 8,2% г/г в первом полугодии 2024 года. Ускорение темпов роста ВВП связано с усилением экспорта: после сокращения в первом полугодии 2024 года на 0,7% г/г в номинальном выражении,

« **экспорт товаров вырос в III квартале на 39% г/г благодаря восстановлению поставок металлических руд**

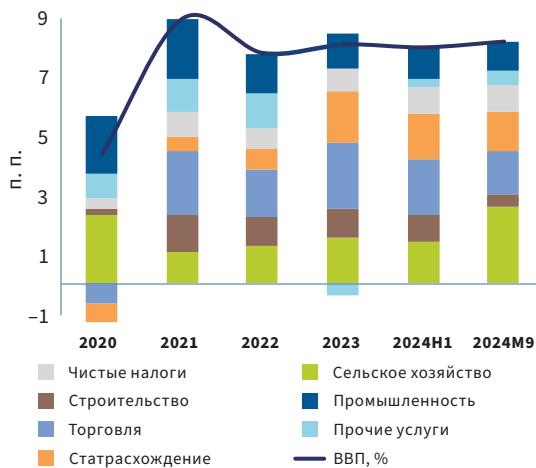
и продолжению активного роста экспорта недргоценных металлов и изделий из них, а также товаров химической промышленности.

Внутренний спрос, поддерживаемый денежными переводами и инфраструктурными проектами, остается важным драйвером роста. Тем не менее, темп прироста розничной торговли — индикатор потребительского спроса — замедлился (14,9% г/г в январе — сентябре 2024 г., по сравнению с 16,1% в первом полугодии 2024 года). Темп прироста капитальных вложений также снизился с 15,7% г/г первом полугодии 2024 года до 7% в январе — сентябре 2024 года из-за падения инвестиций в секторе производства и распределения электроэнергии в III квартале 2024 года. Высокий темп роста инвестиций в основной капитал был зафиксирован в обрабатывающей промышленности (в 5,6 раза), вследствие роста

капитальных вложений в текстильное и швейное производство в 10,4 раза.

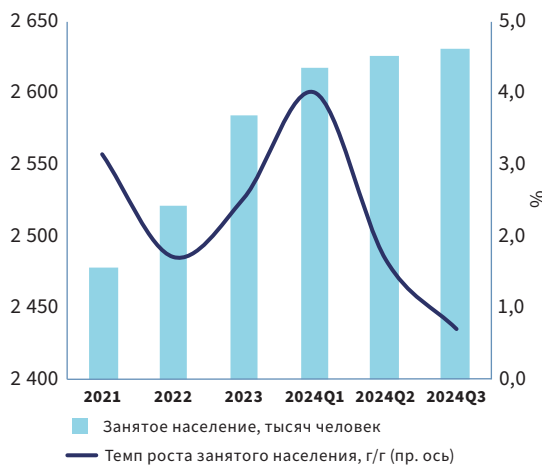
В отраслевом разрезе основной вклад в прирост ВВП в январе — сентябре 2024 года внесли сельское хозяйство, транспорт и торговля. В январе — сентябре 2024 года вклад сельского хозяйства в экономический рост увеличился до 2,7 п. п. по сравнению с 1,5 п. п. в первом полугодии 2024 года благодаря высокому росту продукции растениеводства. Вклад торговли и транспорта уменьшился по сравнению с первым полугодием 2024 года (Рисунок 1). Несмотря на высокие темпы роста в добывающей промышленности (45,7% г/г), вклад промышленного производства в рост ВВП сократился на 0,1 п. п. до 1 п. п. на фоне замедления роста в обрабатывающей промышленности. Основным фактором замедления стало падение производства текстильных и швейных изделий в III квартале 2024 на 20% г/г. После падения в I полугодии 2024 года на 3,7% г/г, производство электроэнергии выросло в III квартале на 7,3% г/г вследствие роста притока воды. Вклад сферы услуг в экономический рост сократился на 1,1 п. п. до 3,3 п. п. ВВП при существенном уменьшении вклада оптовой и розничной торговли, транспорта и строительства.

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



Источник: Таджстат, оценки авторов.

Рисунок 2. Индикаторы рынка труда

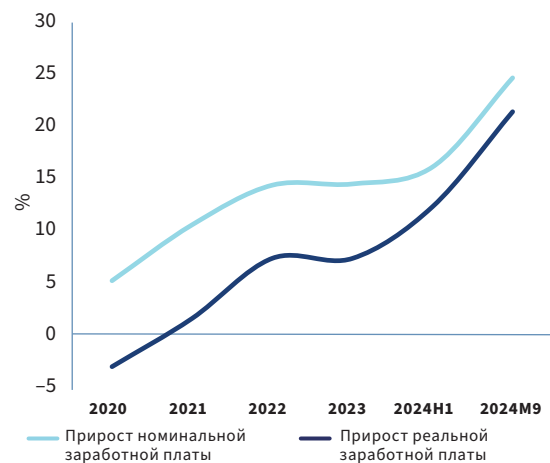


Источник: Таджстат.

Рост численности занятых замедлился в III квартале 2024 года (Рисунок 2). В третьем квартале 2024 года численность занятых выросла на 0,7% г/г. по сравнению с ростом на 2,8% в первом полугодии 2024 года. Значительная часть роста занятости в первом полугодии объясняется эффектом низкой базы первого квартала прошлого года.

Повышение зарплат в бюджетном секторе, а также увеличение минимального размера оплаты труда поддержало высокий рост заработной платы в целом по экономике. В сентябре 2024 года годовой прирост среднемесячной заработной платы в номинальном выражении составил 24,4% в реальном — 21,1% (Рисунок 3). В реальном секторе наиболее высоким темпом росла номинальная заработная плата в сельском хозяйстве (на 29,5% г/г) и добыче полезных ископаемых (на 21,1% г/г). В секторе услуг лидером роста номинальной заработной платы являлись информация и связь (на 19,7% г/г)

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

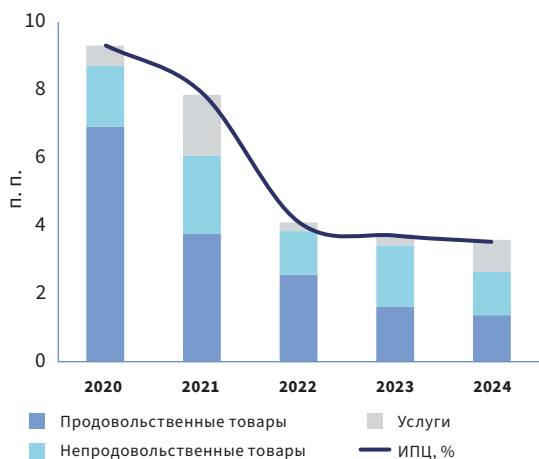


Источник: Таджстат.

и гостиницы и рестораны (на 14,6% г/г). Существенно выросли также зарплаты бюджетников: в государственном управлении (на 37,9% г/г) и здравоохранении и социальном обслуживании — на 32% г/г, в образовании — на 37,6% г/г¹.

¹ Зарботные платы в секторах государственного управления, образования и медицины были повышены с 1 июля 2024 года.

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

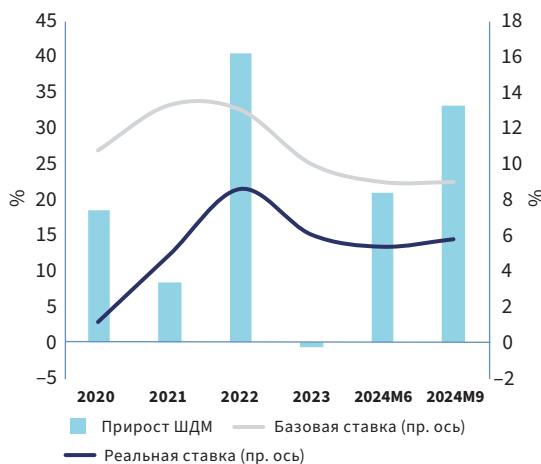


Источник: Таджстат.

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

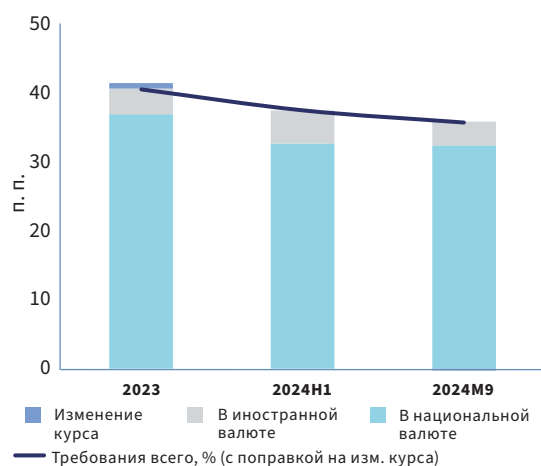
В 2024 году среднегодовая инфляция снизилась до 3,5% с 3,7% в прошлом году и осталась на уровне ниже таргета Национального банка Таджикистана благодаря низкому росту цен на продовольствие и укреплению курса сомони. В декабре 2024 года годовая потребительская инфляция составила 3,6% г/г по сравнению с 3,5% г/г в июне и 3,0% г/г в сентябре. В целом, за январь — декабрь, рост цен на продукты составил 2,2%, по сравнению с 3,6% в прошлом году. При этом рост цен на мясные продукты, масла и жиры, алкогольные напитки в годовом выражении превысил 10 процентов, а цены на хлебобулочные изделия и крупы, овощи и фрукты снизились. В структуре потребительской корзины основной

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



Источник: НБТ, Таджстат.

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



Источник: НБТ.

вклад в инфляцию продолжал вносить рост цен на продовольственные (1,4 п.п и 3% г/г) и непродовольственные товары (1,3 п. п. и 4,0% г/г) (Рисунок 4). Рост потребительских цен на услуги в декабре составил 4,8% г/г (вклад 0,9 п. п.) на фоне повышения цен на электричество в связи с ростом тарифов с января 2024 года.

Продолжение притока денежных переводов способствовало ускорению роста широкой денежной массы в годовом выражении.

Значительный приток денежных переводов (+26,4% г/г) и приобретение Нацбанком золота в третьем квартале 2024 года привели к росту ликвидности в банковской системе, которая частично была стерилизована операциями НБТ на открытом рынке. Тем не менее, на конец сентября 2024 года ШДМ выросла на 32,8% г/г, резервные деньги — на 32,4% 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). На фоне значительного роста ШДМ и резервных денег НБТ оставил ставку рефинансирования без изменения на уровне 9% в конце октября 2024 года. В результате реальная ставка рефинансирования составила 5,5% на конец сентября по сравнению с 5,8% в июне 2024 года.

Кредитная активность остается высокой за счет выдачи займов физическим лицам в национальной валюте, компаниям — в иностранной. (Рисунок 6, 7).

По итогам сентября 2024 года прирост кредитного портфеля банков составил 19,6% г/г в реальном выражении по сравнению с 17,1% по итогам июня. При этом рост кредитования банками обеспечивался в основном за счет расширения кредитного портфеля домохозяйств, который в сентябре вырос на 32,2% в реальном выражении.

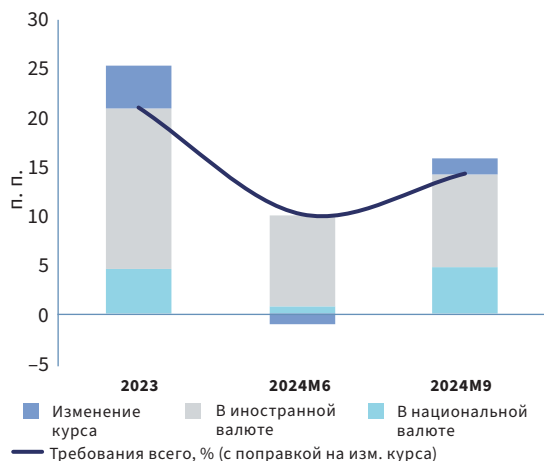
На фоне снижения ставки рефинансирования в течение 2024 года² средняя ставка по кредитам в национальной валюте в сентябре 2024 года была на 0,9 п. п. ниже уровня июня 2024 года и составила 23,2%. За тот же период средняя ставка по срочным депозитам в национальной валюте снизилась на 0,3 п. п. до 13,03% (Рисунок 8).

Расширение кредитной активности сопровождалось ухудшением финансовых показателей банков в III квартале.

В результате снижения процентных ставок по кредитам рентабельность активов в сентябре упала до 4,1% с 4,7% в июне, рентабельность нормативного капитала снизилась до 22,2% по сравнению с 26,2% в июне. Расширение кредитования повлияло на рост доли необслуживаемых кредитов (NPL), которая в III квартале 2024 года повысилась до 13% с 12,2% во II квартале 2024 года и 12,7% в декабре 2023 года. Показатель достаточности нормативного капитала в сентябре составил 22,6% при пороговом значении не менее 12% (Рисунок 9). Доля всех кредитов в иностранной валюте снизилась до 30,7% в сентябре 2024 года с 31,1% в декабре 2023 года в значительной степени вследствие укрепления номинального курса сомони к доллару.

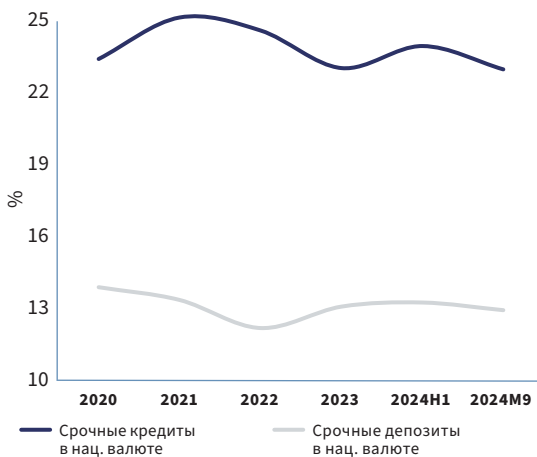
² В августе НБТ снизил ставку на 0,25 п. п., до 9%, после снижения на 0,5 п. п. в феврале и 0,25 п. п. в апреле.

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



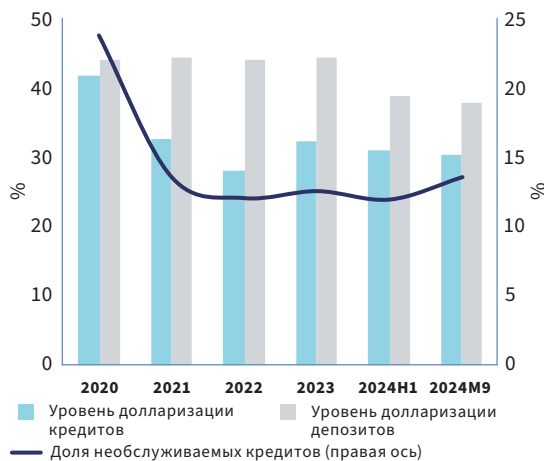
Источник: НБТ.

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



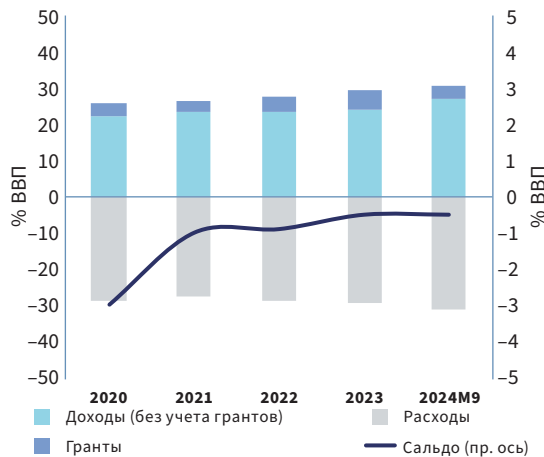
Источник: НБТ.

Рисунок 9. Показатели банковского сектора (на конец периода)



Источник: НБТ.

Рисунок 10. Государственный бюджет



Источник: МФ РТ, Таджстат.

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР

Бюджетная позиция остается устойчивой в условиях незначительного снижения доходов и расходов в отношении к ВВП. Государственный бюджет был исполнен с профицитом 0,4% ВВП³ в январе — сентябре 2024 года по сравнению с профицитом 1,1% ВВП годом ранее (Рисунок 10).

Доходы бюджета снизились с 29,9% ВВП в январе — сентябре 2023 года до 29,4% ВВП за 9 месяцев 2024 года вследствие снижения грантов и налоговых доходов. Налоговые поступления снизились с 21,2 до 20,8% ВВП на фоне снижения поступлений по акцизам и таможенным пошлинам. Несмотря на снижение ставки по налогу на добавленную стоимость в 2024 году с 15 до 14 процентов, поступления по налогу в январе — сентябре 2024 года не изменились в процентах ВВП на фоне роста внутреннего спроса, расширения базы налога и продолжения политики по улучшению налогового администрирования.

Расходы, в свою очередь, снизились с 29,9 до 29,4% ВВП. При этом, как и в первом полугодии 2024 года, наблюдался существенный рост расходов на оплату труда и резкое снижение расходов на товары и услуги. В разрезе функциональной классификации были увеличены (в процентах ВВП) расходы на образование, социальную защиту, культуру и спорт при значительном сокращении расходов на сельское хозяйство, транспорт и коммуникации.

³ По международной методологии (выплата основной суммы долга распределена равномерно по году).

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Приток средств по счетам оплаты труда и вторичных доходов обеспечил профицит по счету текущих операций.

« **Счет текущих операций сложился с профицитом в размере 6,2% ВВП по сравнению с дефицитом в 1% ВВП в январе — сентябре 2023 года (Рисунок 11) благодаря значительному притоку средств по счету оплаты труда и счету вторичных доходов⁴.**

По сравнению с январем — сентябрем 2023 года, в январе — сентябре 2024 года экспорт товаров увеличился на 11,3% — до 972,8 млн. долларов (в отношении к ВВП показатель снизился с 10,5% до 10,3%). Экспорт минеральных продуктов и электроэнергии снизился на 8,6% г/г, однако наблюдался уверенный рост стоимости экспорта недргоценных металлов и изделий из них, а также продукции химической промышленности.

Импорт товаров увеличился на 13,8%, до 4,2 млрд долларов (в отношении к ВВП показатель снизился на 0,1 п. п., до 44,1% ВВП). В результате дефицит торгового баланса составил 33,8% ВВП (33,7% в январе — сентябре 2023 года). Дефицит

⁴ Увеличение притока в значительной степени связано с ростом денежных переводов трудовых мигрантов на фоне роста заработной платы в Российской Федерации. Кроме того, ужесточение миграционной политики привело к росту численности выезжающих мигрантов и возможному выводу капитала.

в торговле услугами расширился с 3,9% ВВП до 5,4% ВВП вследствие снижения экспорта прочих услуг и роста импорта транспортных услуг. Приток по счетам оплаты труда и вторичных доходов вырос на 9,2 п. п., до 46,2% ВВП (+42% г/г). В результате дефицит счета текущих операций сменился профицитом и составил 6,2% ВВП.

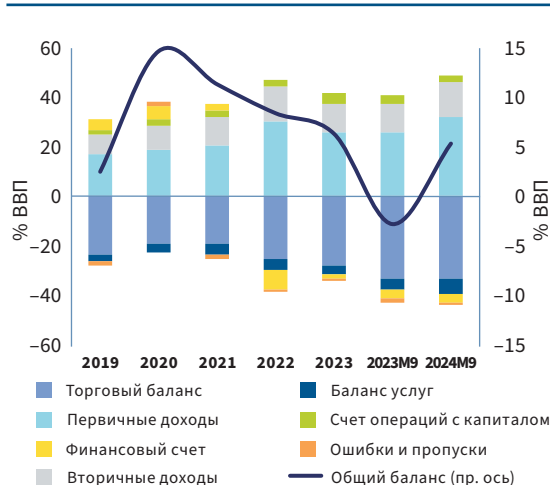
Чистый отток по финансовому счету составил 3,8% ВВП по сравнению с 4,0% ВВП за 9 месяцев 2023 года. Главными направлениями оттока капитала стало приобретение финансовых активов в форме долговых инструментов НБТ депозитными организациями, а также приобретение наличной валюты и размещение средств на депозиты нефинансовыми организациями и домохозяйствами. Приток прямых инвестиций составил 2,2% ВВП (1,3% ВВП в январе — сентябре 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 январе — сентябре 2024 года иностранные активы НБТ увеличились на 1,1 млрд долларов, до 4,7 млрд долларов (Рисунок 12).

В 2024 году, по оценкам ЕФСР, реальный эффективный курс сомони укрепился на 1,7% в условиях улучшения платежного баланса.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

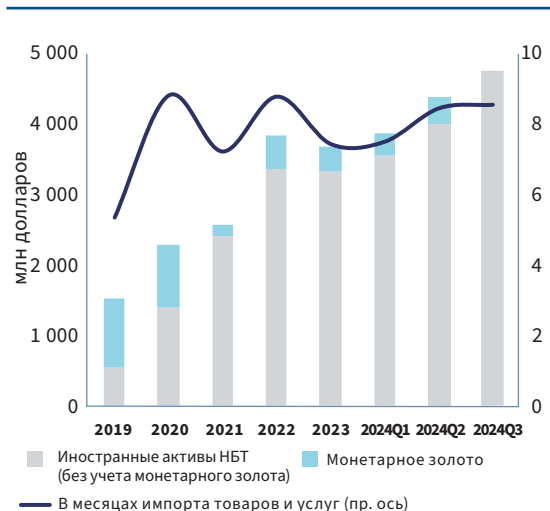
Прогноз на 2024 год повышен, на последующие годы — скорректирован в сторону снижения. Оценка

Рисунок 11. Показатели платежного баланса



Источник: НБТ.

Рисунок 12. Иностранные активы НБТ (на конец периода)



Примечание: по III кварталу 2024 года данные о монетарном золоте не доступны.

Источник: НБТ.

ожидаемого прироста реального ВВП в Республике Таджикистан в 2024 году повышена до 8,2% по сравнению с предыдущим прогнозом на уровне 8%. Повышение темпов роста обусловлено более позитивной динамикой экономической активности в январе — сентябре. Мы ожидаем замедления темпов роста реального ВВП

в 2025–2027 годах (до 7,5%, 7,1% и 6,7% соответственно).



Ужесточение миграционной политики уже привело к сокращению числа мигрантов, въезжающих в Россию, по сравнению с прошлым годом.

В дальнейшем мы ожидаем плавное снижение переводов мигрантов с рекордных уровней 2023–2024 годов. Замедление экономического роста в Китае и России, основных торговых партнерах Республики Таджикистан, приведет к снижению темпов роста экспорта.

Потребительская инфляция будет расти в 2025–2027 годах, но останется в пределах таргета НБТ. Оценка среднегодовой потребительской инфляции в 2024 году снижена до 3,5% с 3,7% в осеннем прогнозе в связи с более благоприятной динамикой. С 1 января 2025 года НБТ снизил таргет по инфляции на 1 п. п. до 5±2%. Мы ожидаем, что средняя потребительская инфляция повысится в 2025–2027 годах до 5,3, 5,3 и 5,1% соответственно на фоне сохранения устойчивого роста цен на непродовольственные товары и услуги (в том числе благодаря дальнейшему повышению тарифов на электроэнергию) и постепенного ослабления курса сомони. Высокий рост ШДМ в III квартале 2024 года формирует инфляционное давление в 2025 году.

Сохранению устойчивой бюджетной позиции в среднесрочной перспективе будет способствовать консервативный подход к планированию

расходов. В соответствии с планами Правительства, в 2025–2027 гг. ожидается рост налоговых поступлений за счет сокращения неэффективных налоговых льгот⁵ и дальнейших усилий по улучшению налогового администрирования. Однако поступления в виде грантов снизятся, что приведет к снижению доходов государственного бюджета (в отношении к ВВП). Ожидается, что политика в области расходов государственного бюджета будет консервативной, в связи с ростом погашений по внешнему долгу: запланировано погашение основной суммы долга по еврооблигациям, выплата кредита МВФ на поддержку бюджета, завершение льготного периода по ряду кредитов Эксимбанка КНР. На фоне снижения доходов дефицит государственного бюджета расширится с 0,5% ВВП в 2023 году до 0,9%–1,8% ВВП в 2024–2027 годах.

Профицит счета текущих операций сменится дефицитом на фоне ожидаемого сокращения поступлений по счету оплаты труда и счету вторичных доходов. На фоне притока средств по счету оплаты труда и счету вторичных доходов в 2024 году ожидается рост профицита СТО до 5,1% ВВП с 4,8% ВВП в 2023 году. Однако в 2025–2027 годах постепенное снижение притока по счету оплаты труда и счету вторичных доходов (в процентах ВВП) приведет к сокращению профицита СТО до 1,9% ВВП в 2025 году и возвращению к дефициту на уровне 0,8% ВВП и 1,8% ВВП в 2026 и 2027 году соответственно. Уровень ВМР снизится с 7,4 месяцев импорта товаров и услуг в 2023 году до 6,6 месяцев импорта в 2027 году.

⁵ Среднесрочная программа государственных доходов Республики Таджикистан на 2024–2029 годы.

**ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ**

	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз	2027 Прогноз
Национальные счета и цены (в %)					
Номинальный ВВП, млрд сомони	130,8	147,6	167,1	188,4	211,3
Прирост реального ВВП	8,3	8,2	7,5	7,1	6,7
ИПЦ (дек., г/г)	3,8	4,2	6,0	4,7	5,3
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, % изменения	-0,8	28,7	13,2	12,7	8,4
Государственные финансы (в % ВВП)					
Доходы и гранты	29,5	27,9	27,6	26,6	25,8
налоговые поступления	19,7	19,2	19,4	19,5	19,5
Расходы бюджета	30,0	28,8	29,2	28,5	27,3
Текущие расходы	18,9	17,8	19,2	19,1	18,8
Капитальные расходы	11,1	11,1	10,0	9,3	8,5
Баланс бюджета ("-" дефицит / "+" профицит)	-0,5	-0,9	-1,5	-1,8	-1,4
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	4,8	5,1	1,9	-0,8	-1,9
Денежные переводы	37,0	42,5	39,0	36,0	34,4
Прямые иностранные инвестиции	0,8	1,2	0,8	0,8	0,8
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	7,4	8,3	8,4	7,7	6,6

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов.

Вступительное
слово Главного
экономиста

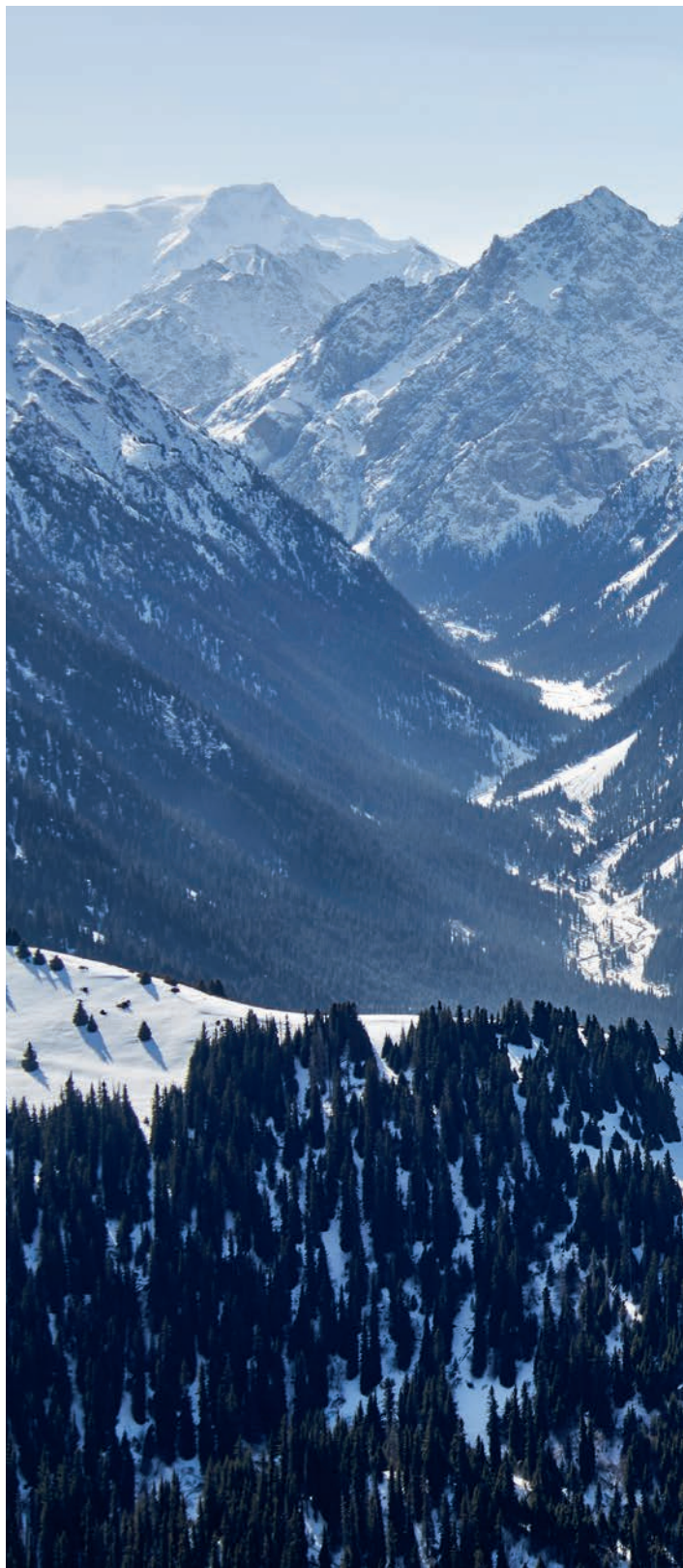
Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Тенденции
в мировой
экономике

Россия

Казахстан

РИСКИ ОТКЛОНЕНИЯ ОТ БАЗОВОГО ПРОГНОЗА



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



РИСКИ ОТКЛОНЕНИЯ ОТ БАЗОВОГО ПРОГНОЗА

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

В прогнозе развития мировой экономики на 2025 год сохраняется значительная неопределенность. Риски связаны с возможным нарастанием геополитической напряженности вокруг военных конфликтов и опасениями относительно внешней политики Дональда Трампа.

Последние тренды в мировой экономике указывают на нормализацию рынков труда и снижение уровня инфляции до целевых значений в крупнейших экономиках, но возможное введение или существенное повышение США таможенных пошлин в рамках политики, заявленной Дональдом Трампом, и возможные ответные меры со стороны торговых партнеров способны спровоцировать новый инфляционный виток на глобальном уровне. Дополнительным фактором давления на цены может стать фискальная политика в условиях более быстрого роста бюджетных дефицитов для поддержания экономического роста и наращивания военных расходов. Дополнительное инфляционное давление, в свою очередь, будет иметь негативное влияние на инфляционную динамику в большинстве стран нашего региона, особенно в малых странах с высокой зависимостью от импорта продовольствия.

Повышенные риски остаются и в отношении глобального спроса, в том числе на сырьевые товары. Согласно нашему базовому сценарию, темпы экономического роста ведущих мировых экономик постепенно приближаются к своим потенциальным уровням. Вместе с тем усиление торговых войн в рамках продолжающейся геополитической и экономической фрагментации способно замедлить этот процесс, что приведет к снижению совокупного глобального спроса и, как следствие, спроса на экспортные сырьевые товары наших стран, оказывая отрицательное воздействие на их экономики. При этом часть стран, импортирующих энергоресурсы, могут получить положительные эффекты для их экономик в случае более существенного снижения цен на углеводороды, чем заложено в базовом сценарии.

РОССИЯ

Главным риском для российской экономики остается вероятность реализации проинфляционного сценария. Достижение целевого уровня инфляции в 2026 году возможно лишь в условиях сбалансированности и согласованности денежно-кредитной и бюджетной политики, стабилизации номинального обменного курса и снижения инфляционных ожиданий, а также снижения напряженности на рынке труда.

Однако сохраняются риски, что бюджетные расходы на социальные, инвестиционные и оборонные нужды могут вновь превысить прогнозируемые показатели. Кроме того, наблюдаемая в настоящее время высокая инвестиционная активность, несмотря на рост процентных ставок, повышает вероятность, что напряженность на рынке труда будет сохраняться длительное время или даже усилится в ряде секторов экономики. Это будет препятствовать необходимому для дезинфляционных процессов снижению темпов прироста реальных доходов населения и «охлаждению» экономики.

Учитывая слабую чувствительность корпоративного кредитования к высоким ставкам (рост кредитования по итогам III квартала составил 21,8% г/г), повышаются риски чрезмерного нарастания долговой нагрузки и резкого снижения платежеспособности компаний корпоративного сектора. Сохранение высоких ставок в течение 2025 года может существенно ухудшить финансовое положение многих компаний, что, в свою очередь, способно создать дополнительные риски для банковской системы и особенно для банков с высокой концентрацией активов в закредитованных секторах экономики.

Риском для экономики России остается возможный рост волатильности обменного курса российского рубля. Ограничения на международные расчеты препятствуют притоку валютной выручки, что сохраняет нестабильность объемов торговли на внутреннем валютном рынке. Одновременно нарастает неопределенность в отношении новых ограничений, что также усиливает

девальвационные ожидания и повышает спекулятивные настроения на рынке.

КАЗАХСТАН

Несогласованность бюджетной и монетарной политики представляет основной риск для экономики Казахстана. Этот риск может реализоваться через усиление процикличности бюджетной политики в погоне за высокими темпами экономического роста (в 2025 году власти прогнозируют экономический рост на уровне 5,6%), что затруднит процесс снижения инфляции и сокращения ненефтяного дефицита. Кроме того, сохраняются риски для устойчивости бюджета в результате недостижения запланированных объемов бюджетных доходов на фоне оптимистичных прогнозов роста экономики и добычи нефти.

Курс тенге остается под давлением из-за его переоцененности и может столкнуться с новым витком ослабления в случае снижения цен на нефть, ослабления российского рубля или снижения объема продаж валюты из Нацфонда.

АРМЕНИЯ

Для Армении ключевые риски связаны с сохраняющейся высокой уязвимостью к внешним шокам, что является следствием высокой открытости и малого размера экономики. В этих условиях более быстрое снижение временных конъюнктурных факторов роста (торговля драгоценными металлами, рост туристического потока и др.) может привести к формированию краткосрочной рецессии с негативными

последствиями для бюджетной и внешней устойчивости.

В бюджетной сфере сохраняются риски, связанные с выполнением социальных обязательств, которые значительно возросли в 2024 году, в том числе в связи с масштабной поддержкой переселенцев из Нагорного Карабаха (расходы на социальные выплаты и пенсии за январь — сентябрь 2024 года увеличились на 37% в годовом выражении).

Сохраняются риски более быстрого ослабления обменного курса драма, который, по нашим оценкам, остается переоцененным. С 2022 года реальный эффективный курс укрепился более чем на 70%, из них на 8,9% за 10 месяцев 2024 года.

БЕЛАРУСЬ

Для Беларуси рисками являются расширение санкций и более быстрое ухудшение экономической ситуации в России. Кроме того, потенциальная унификация санкционных режимов для России и Беларуси может усилить логистические проблемы во внешней торговле и затруднить проведение платежей, что окажет отрицательное влияние на платежный баланс и бюджет.

Неопределенность и возможные понижательные риски для экономической активности в Беларуси связаны с разной скоростью и степенью адаптации российских и белорусских предприятий к санкциям. Более быстрая трансформация российских производителей может снизить спрос на продукцию белорусских предприятий и ускорить охлаждение экономической активности в стране.

Расширение стимулирующей политики властей на фоне замедления внешнего спроса и увеличения положительного разрыва выпуска может негативно отразиться на макроэкономической сбалансированности. Сдерживание инфляции административными мерами длительное время приведет к снижению финансовой эффективности экономических агентов, будет препятствовать их инвестиционной активности и развитию и увеличит инфляционный навес, повышая риски более быстрого роста цен в будущем.

КЫРГЫЗСТАН

Для Кыргызстана основной внешний риск — снижение цен на золото. Более сильное снижение цен на золото может сократить объемы экспорта, международных резервов и доходов бюджета, в значительной степени зависящих от разработки месторождения Кумтор. Рост цен на продовольствие и энергоресурсы из России увеличивает стоимость импорта, усиливая инфляцию. Дальнейшее укрепление курса сома к рублю и развитие импортозамещающих производств в России снижает экспортные возможности экономики Кыргызстана, может привести к замедлению сектора услуг, ориентированного на внешнеэкономическую деятельность.

Основным внутренним риском является рост обязательств убыточных предприятий энергетического сектора, что потребует дополнительных бюджетных расходов и сформирует разрыв в финансировании бюджета.

Дополнительным риском для бюджетной и долговой устойчивости могут

стать крупные инфраструктурные проекты, требующие масштабных заимствований. Также важно отметить риски, связанные с возможным падением доходов бюджета в условиях завышенных ожиданий по экономическому росту, в том числе обусловленные практикой существенного пересмотра темпов роста реального ВВП (за 2023 год рост был повышен с 6,2% до 9%).

ТАДЖИКИСТАН

Для экономики Таджикистана ключевыми рисками остаются высокая зависимость от внешнего финансирования и денежных переводов трудовых мигрантов, объем которых составляет около 40% ВВП. В случае более быстрого сокращения денежных переводов, чем заложено в базовом сценарии, формируются риски для устойчивости платежного баланса и поддержания внутреннего спроса. Понижательным риском для инвестиционной активности и внутреннего спроса является возможное сокращение инвестиций из Китая на фоне нарастания торговых противоречий Китая и США. На данный момент Китай остается основным инвестором в стране, включая ключевые дорожные проекты.

Существенные риски формируются в энергетическом секторе Таджикистана, который продолжает сталкиваться с серьезными проблемами: окупаемость затрат предприятий энергетического сектора тарифами для конечных потребителей остается низкой, отключения электроэнергии в осенне-зимний период продолжаются, объем долга энергетического сектора перед бюджетом составляет 10%

ВВП. Ожидается, что выход тарифов на окупаемость произойдет не ранее 2027 года, что создает дополнительные проблемы для бюджетной и долговой устойчивости. Строительство Рогунской ГЭС, хотя и помогает решать проблему дефицита электроэнергии и воды, но одновременно формирует долгосрочные фискальные риски. Оценочная стоимость проекта увеличилась с 5 млрд долларов в 2022 году до 6,3 млрд долларов в 2024 году. Существенное финансирование строительства ГЭС за счет бюджета сокращает фискальное пространство и создает риски для поддержания инвестиционных расходов в других секторах экономики.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ И АББРЕВИАТУР

Армстат	Статистический комитет Республики Армения
Белстат	Национальный статистический комитет Республики Беларусь
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
ЕЦБ	Европейский центральный банк
ИПЦ	индекс потребительских цен
ИЦП	индекс цен производителей промышленной продукции
МВФ	Международный валютный фонд
Минфин	Министерство финансов
МБК	межбанковский кредит
МОТ	Международная организация труда
МЭА	Международное энергетическое агентство
Нацфонд	Национальный фонд Республики Казахстан
НБК	Народный банк Китая
НБКР	Национальный банк Кыргызской Республики
НБРБ	Национальный банк Республики Беларусь
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
НЭОК	Номинальный эффективный обменный курс
ОПЕК+	Организация стран экспортеров нефти
ПИИ	прямые иностранные инвестиции
РВСР	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
ЦБ РА	Центральный банк Республики Армения
ШДМ	широкая денежная масса
ЮЛ	юридическое лицо
BEA	Bureau of Economic Analysis
BLS	Bureau of Labor Statistics
CIF	Cost, insurance, and freight, an international commerce term, only applies to goods shipped via a waterway or ocean. The seller covers the costs, insurance, and freight of a buyer's order while in transit
Eurostat	European Statistical Office
EONIA	Euro Overnight Index Average
FOB	Free on Board, a transportation term that indicates that the price for goods includes delivery at the seller's expense to a specified point and no further
LCR	Liquidity Coverage Ratio
NBS	National Bureau of Statistics of China
NPL	Non-Performing Loan
NSFR	Net Stable Funding Ratio
SAAR	Seasonally Adjusted Annual Rate
QoQ	квартал к кварталу
% г/г	годовой темп прироста
% г/г	годовой темп прироста
б. п.	базисный пункт
г/г	год к году
доллар	доллар США
долл./т	долларов США за тонну
долл./унц.	долларов США за унцию
кв/кв	квартал к кварталу
млн	миллион
млрд	миллиард
п. п.	процентный пункт
трлн	триллион
тыс.	тысяча



www.efsd.org



ЕФСР
ЕВРАЗИЙСКИЙ ФОНД
СТАБИЛИЗАЦИИ И РАЗВИТИЯ