

ЕФСР

ЕВРАЗИЙСКИЙ ФОНД
СТАБИЛИЗАЦИИ И РАЗВИТИЯ

РЕГИОНАЛЬНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР

2024 ЛЕТО



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 № 2(2). 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**.

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

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

Выпускающий редактор — **Ольга Захарова**.

Выражаем благодарность **Тиграну Костяню** и **Наталье Писаревой** за предоставленные рекомендации по доработке обзора.

ПРИМЕЧАНИЕ:

Дата отсечения данных — 03.06.2024.

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

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

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

СОДЕРЖАНИЕ

Список сокращений	2
Вступительное слово Главного экономиста	4
Внешний сектор.....	6
Россия	12
Казахстан	22
Армения	34
Беларусь	46
Кыргызстан	60
Таджикистан	72

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

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
ИБК	индикатор бизнес-климата
ИПЦ	индекс потребительских цен
МВФ	Международный валютный фонд
Минфин	Министерство финансов
МОТ	Международная организация труда
Нацфонд	Национальный фонд Республики Казахстан
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
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
ЧИА	чистые иностранные активы
ШДМ	широкая денежная масса
ЮЛ	юридическое лицо
BEA	Bureau of Economic Analysis
BLS	Bureau of Labor Statistics
ВНР	BHP Group Ltd.
Eurostat	European Statistical Office
EONIA	Euro Overnight Index Average
LCR	Liquidity Coverage Ratio
NBS	National Bureau of Statistics of China
NPL	Non-performing Loan
NSFR	Net Stable Funding Ratio
SAAR	seasonally adjusted annual rate
% г/г	годовой темп прироста
г/г	год к году
б/с	баррель в сутки
доллар	доллар США
долл./т	долларов США за тонну
долл./унцию	долларов США за унцию
кв/кв	квартал к кварталу
млн	миллион
млрд	миллиард
п.п.	процентный пункт
трлн	триллион
тыс.	тысяча

ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

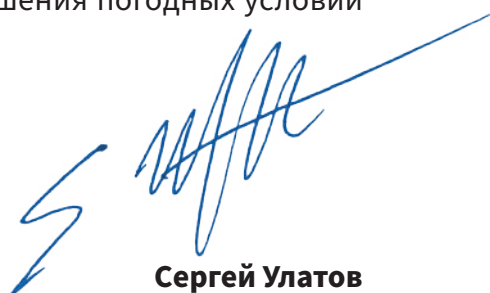
Уважаемые коллеги,

В I квартале 2024 года динамика ключевых экономических показателей в большинстве стран ЕФСР в очередной раз оказалась лучше ожиданий экспертов: в России и Беларуси экономический рост существенно превысил консенсус-прогнозы; в Армении, Кыргызстане и Таджикистане прогнозируемого замедления экономической активности не произошло. Во всех странах ключевым драйвером роста остается внутренний спрос, поддерживаемый в большинстве случаев ростом зарплат в бюджетном секторе и стимулирующей бюджетной политикой, направленной на повышение инвестиционной активности. В Армении и Кыргызстане часть факторов экономического роста конъюнктурные и связаны со значительным ростом внешней торговли в условиях санкционных ограничений в отношении России. В Казахстане и России стимулирующая бюджетная политика вкупе со структурными проблемами на рынке труда создают серьезные вызовы для центральных банков по нормализации денежно-кредитной политики и снижению инфляции до среднесрочных целевых значений. В то же время замедление роста цен на импортируемое продовольствие существенно снизило инфляционное давление в Кыргызстане и Таджикистане, что позволило национальным банкам снизить ключевые процентные ставки.

В условиях относительно благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры и с учетом фактических данных I квартала, мы повысили наш прогноз экономического роста в странах ЕФСР в 2024 году (за исключением Казахстана) по сравнению с прогнозом, представленным в [РЭО I \(весна\)](#). Существенно более быстрый, чем ожидалось, рост экономики России окажет положительное влияние на экспорт и инвестиции в малых экономиках региона, а также на потребительский спрос через дополнительный рост денежных переводов трудовых мигрантов. Более быстрый, чем заложен в весеннем прогнозе, рост цен на нефть, золото, большинство металлов и калийные удобрения также придаст дополнительный импульс экономическому росту. Прогнозы по инфляции были пересмотрены незначительно, и в целом ожидается завершение нормализации денежно-кредитных условий во всех странах в течение 2024 года, за исключением России и Казахстана. Бюджетные параметры также были пересмотрены незначительно по сравнению с нашим предыдущим прогнозом.

В краткосрочной перспективе мы не видим серьезных угроз для макроэкономической и финансовой стабильности в странах ЕФСР. Устойчивость бюджетной и долговой позиции останется под контролем, как и инфляционные процессы. При этом в ряде стран мы отмечаем риск нарастания макроэкономических дисбалансов, в том числе связанный с недостаточной согласованностью бюджетной и кредитно-денежной политики на фоне сохраняющихся структурных ограничений. Данные дисбалансы уже проявляются в признаках перегрева экономик, включая продолжающееся ужесточение условий на рынке труда (Россия, Беларусь, Казахстан), сохраняющееся инфляционное давление (Россия, Казахстан) и повышенный рост кредитной активности во всех странах. Кроме того, в ряде стран продолжается тенденция укрепления национальной валюты в условиях ухудшения платежного баланса.

В среднесрочной перспективе наши ожидания не изменились по сравнению с весенним прогнозом. Большинство экономик в 2025–2026 годах продолжают постепенное замедление до своих потенциальных уровней в условиях нормализации кредитно-денежных условий и бюджетных ограничений. Лишь в Казахстане мы ожидаем ускорения экономического роста, которое будет связано преимущественно со структурными факторами, в том числе с увеличением добычи нефти после пересмотра ограничений ОПЕК+. При этом мы видим сохраняющиеся риски для экономического роста и платежных балансов малых экономик ЕФСР. Эти риски связаны в том числе с возможным ухудшением условий внешней торговли, а также адаптацией торговых и финансовых потоков к проведению операций по параллельному экспорту и импорту продукции в условиях влияния санкционных ограничений на финансовую инфраструктуру России и рисках вторичных санкций. На фоне постепенного ухудшения устойчивости платежных балансов и формирования потенциальных разрывов в финансировании бюджета уязвимость стран — получателей средств ЕФСР к внешним шокам останется на высоком уровне. Также мы обращаем внимание на сохраняющиеся риски неэкономического характера для экономического роста и ценовой стабильности в малых экономиках региона, в частности, вызванные потерями урожая из-за ухудшения погодных условий и природных катаклизмов.



Сергей Улатов

Главный экономист

Евразийского фонда стабилизации и развития

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

В I квартале 2024 года в мировой экономике продолжилась тенденция улучшения деловой конъюнктуры при сохранении повышенного ценового давления. Значение глобального сводного индекса деловой активности S&P Global растет на протяжении 6 месяцев и в апреле обновило 10-месячный максимум (с июня 2023 года), достигнув 52,4 пункта. Положительная динамика сохраняется как в сфере услуг, так и в сфере промышленности. Рост отпускных цен, несмотря на незначительное снижение в апреле, остался вблизи среднего значения за последние 12 месяцев.

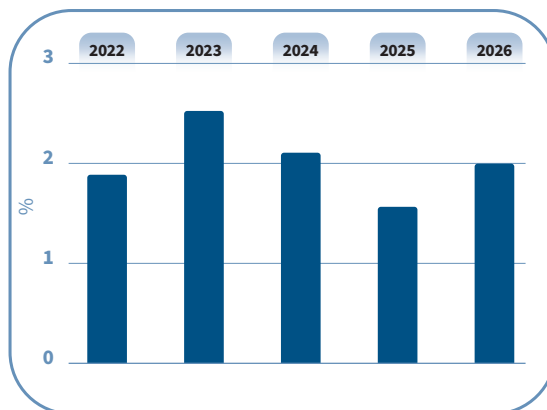
США

В I квартале 2024 года рост экономики США замедлился до 1,6% кв/кв с 3,4% кв/кв в IV квартале 2023 года, что отразилось на охлаждении рынка труда в начале II квартала. Основными факторами замедления экономической активности стали расходы на частное потребление (вклад в прирост ВВП сократился с 2,2 до 1,7 п.п.), государственные расходы (с 0,8 до 0,2 п.п. соответственно), а также опережающий рост импорта, который впервые с 2022 года привел к формированию отрицательного вклада чистого экспорта в размере (-0,9 п.п.) ВВП (в IV квартале 2023 года — 0,25 п.п.). В I квартале рынок труда оставался сильным, однако в апреле появились признаки охлаждения — количество новых рабочих мест сократилось до 175 тыс. с 315 тыс. в марте, а безработица выросла с 3,8 до 3,9%.

Экономика США, по нашим оценкам, продолжит замедляться в 2024-

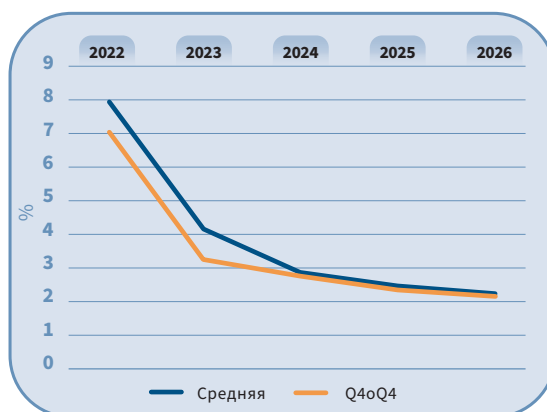
Рисунок 1 (А, В, С). Ключевые макроэкономические показатели США

А. Прирост ВВП



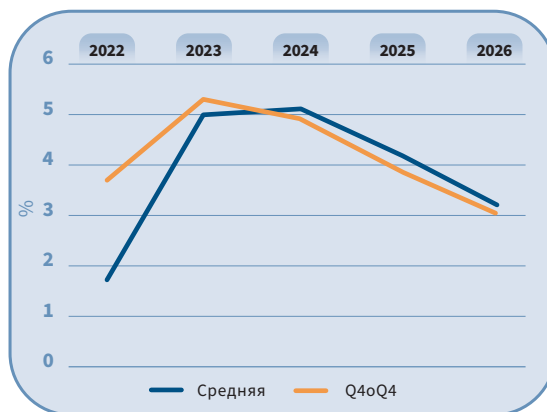
Источник: ВЕА, расчеты авторов

В. Инфляция



Источник: BLS, расчеты авторов

С. Ставка ФРС



Источник: ФРС, расчеты авторов

2025 годах (Рисунок 1А). Динамика потребительской активности останется положительной, но будет ограничена сокращением кредитования¹ и снижением роста заработных плат². По нашим оценкам, по итогам 2024 года прирост ВВП составит 2,1%, в 2025 году замедлится до 1,7% за счет постепенного процесса восстановления роста, а в 2026 году вернется к 2%.

Наблюдаемые в начале 2024 года темпы роста цен свидетельствуют об устойчивости проинфляционных факторов. Месячная сезонно-скорректированная инфляция сохраняется на уровне 0,3–0,4%, инфляция в годовом выражении в апреле составила 3,4%. Цены на продовольствие и энергетические товары растут медленнее, чем общий уровень цен, а на услуги — быстрее, в частности за счет цен на жилье и транспортных услуг. По нашим оценкам, в текущем году инфляция не опустится ниже 3,0%, а к таргету (2%) приблизится не раньше конца 2026 года (Рисунок 1В).

ФРС понадобится больше времени, чтобы убедиться в устойчивом замедлении инфляции, поэтому их действия будут более осторожными, чем прогнозировалось ранее. Ожидаем, что во втором полугодии ставка ФРС снизится лишь дважды и опустится до 4,75–5,0%. Проведение более жесткой денежно-кредитной политики продолжится в течение всего 2025 года, а ставка снизится до 3,75–4,0% (Рисунок 1С).

¹ Обеспокоенность вызывает снижение задолженности по кредитным картам, рост просроченных кредитов по кредитным картам и автокредитам, что уже приводит ужесточению условий кредитования коммерческими банками (Federal Reserve Bank of New York. Household Debt Rose by \$184 Billion in Q1 2024; Delinquency Transition Rates Increased Across All Debt Types. Доступно на: <https://www.newyorkfed.org/newsevents/news/research/2024/20240514>).

² Bureau of Labor Statistics. Доступно на: <https://www.bls.gov/news.release/realer.nr0.htm>

ЕВРОЗОНА

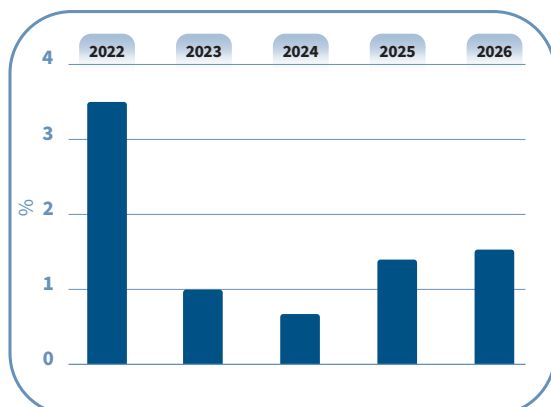
В европейской экономике наблюдается постепенное восстановление экономической активности. В I квартале экономика еврозоны выросла на 0,3% кв/кв, это максимальный прирост за последние шесть кварталов. Ускорение обеспечивалось ростом экспорта и потребления и было поддержано низкими ценами на энергосырье. В крупнейших экономиках блока — Германии и Франции — вопреки опасениям о возможной рецессии сформировались положительные темпы роста — на уровне 0,2% кв/кв; а Южная Европа обогнала их — экономика Италии выросла на 0,3% кв/кв, Испании — на 0,7%. Занятость также показывает хорошую динамику в I квартале — рост на 0,3% кв/кв. Уровень безработицы в еврозоне с конца 2023 года находится на исторически минимальном уровне в 6,5%. Во втором полугодии, по нашим оценкам, экономика еврозоны ускорится, и по итогам 2024 года прирост ВВП составит 0,7% (Рисунок 2А), в течение 2025–2026 годов закроется отрицательный разрыв выпуска, а рост будет близок к потенциальному (около 1,5%).

Инфляционная динамика в еврозоне сложилась более благоприятной, чем в США, — в апреле инфляция снизилась до 2,4%. Одновременно падает и базовая инфляция (без учета цен на продовольствие и энергоносители) — с 2,9 до 2,7%, что свидетельствует о снижении цен на широкий перечень товаров и услуг и формировании понижательного давления на цены, которое не ограничивается эффектом низких цен на газ. Прогнозируем, что к концу года годовая инфляция замедлится до 2,3% и вернется к 2%-му таргету ЕЦБ уже в 2025 году (Рисунок 2В).

**0,3% РОСТ ЭКОНОМИКИ
ЕВРОЗОНЫ**

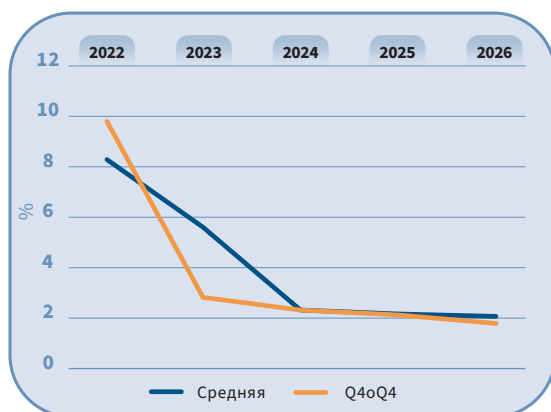
Рисунок 2 (А, В, С). Ключевые макроэкономические показатели еврозоны

А. Прирост ВВП



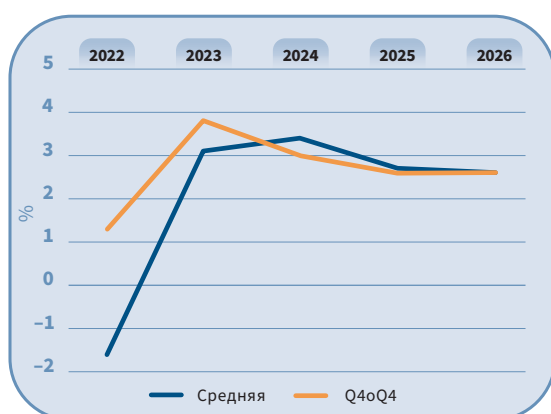
Источник: Eurostat, расчеты авторов

В. Инфляция



Источник: Eurostat, расчеты авторов

С. Ставка ЕЦБ



Источник: ЕЦБ, расчеты авторов

На фоне замедления роста цен ЕЦБ снизил базовую ставку на 0,25 п.п. до 4,25% в начале июня и, вероятно, продолжит политику смягчения во II полугодии 2024 года. Ряд национальных и цен-

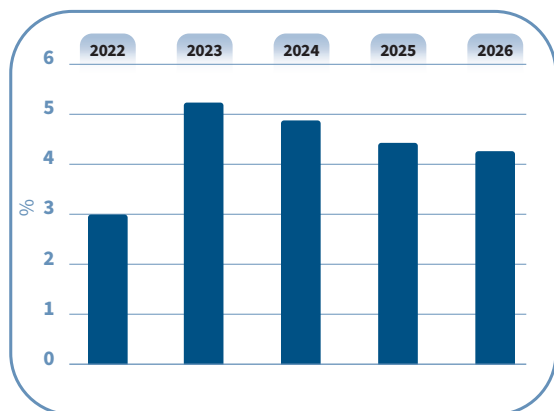
тральных банков государств — членов Европейского союза также перешли к политике снижения ставки: Венгерский национальный банк последовательно снизил ставку восемь раз до 7,25%, Чешский национальный банк — пять раз до 5,25%, Банк Швеции в мае снизил ставку с 4,0 до 3,75%. Мы оцениваем среднюю ставку EONIA в IV квартале 2024 года на уровне 3%. К концу 2025 года денежно-кредитная политика блока придет к нейтральному состоянию — ставка будет снижена до 2,6% (Рисунок 2С) и останется на этом уровне до конца прогнозируемого периода (2026 года). При этом обменный курс евро может укрепиться с 1,08 доллара за евро в 2024 году до 1,13 доллара за евро в 2026 году в условиях сокращения разрыва между ставками США и еврозоны и восстановления экономической активности в еврозоне.

КИТАЙ

Экономический рост Китая в I квартале 2024 года превзошел прогнозы и составил 5,3%. Косвенные индикаторы свидетельствуют о том, что основным драйвером ускорения экономической активности являлся внешний спрос: прирост экспорта за четыре месяца составил 12,2% при увеличении выпуска в промышленности на 4,3%. Потребительская активность при этом в течение четырех месяцев была сдержанной — розничные продажи увеличились на 4,1% при общей тенденции к замедлению, в апреле прирост составил 2,3% г/г против 3,1% г/г в марте. Продолжился спад на рынке недвижимости — объем продаж, измеряемых по жилой площади, в январе — апреле 2024 года сократился на 20,2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, а объемы ввода нового строительства упали на 24,6% соответственно. В целях стабилизации сектора недвижимости Народный Банк Китая объявил о пакете мер объемом 1 трлн юаней в виде дополнительного

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

финансирования и смягчения правил ипотеки³. Местные власти, в свою очередь, проведут закупки жилья. Цель властей по экономическому росту на 2024 год остается на уровне 5%. Мы улучшили прогноз по китайской экономике на 2024 год до 4,9% (с 4,5%). Однако ожидаем ее замедления в 2025–2026 годах до 4,4–4,2% соответственно (Рисунок 3А).

Потребительская инфляция в годовом выражении преодолела дефляционный тренд. На протяжении февраля — апреля 2024 года рост цен был низким, но находился в положительной зоне. В апреле прирост потребительских цен составил 0,3% г/г. В начале мая Народный Банк Китая заявил о том, что обеспечит экономику достаточным объемом ликвидности и осуществит кредитную экспансию для поддержки экономики. В этих условиях мы ожидаем, что среднегодовая инфляция в 2024 году составит 0,6%, а в 2025–2026 годах ускорится до 2% (Рисунок 3В).

Обменный курс юаня по отношению к доллару с февраля находится около 7,2 в результате некоторого ослабления фиксации со стороны китайских властей в ответ на глобальное укрепление доллара. Реальный эффективный обменный курс в мае 2024 года по сравнению с началом 2023 года ослаб на 6%, что поддерживает экспортный рост. На уровне 7,2 юаня за доллар, согласно нашим оценкам, сложится и среднегодовой курс в 2024 году. В последующем юань укрепится до 7,1–6,9 юаня за доллар в 2025–2026 годах, что соответствует долгосрочным приоритетам властей по проведению политики крепкого юаня.

РОСТ ВВП КИТАЯ

5,3%

³ В частности, они включают: выкуп жилой недвижимости у застройщиков под социальное жилье, снижение минимального первоначального взноса по ипотеке до 15% (ранее 20%) для покупки первых домов и до 25% (ранее 30%) для вторых домов; снижение на 0,25 п.п. ставок финансирования по долгосрочным и краткосрочным ипотечным кредитам физлицам.

СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

В начале 2024 года цена нефти на мировых рынках росла на фоне геополитической напряженности и сокращения добычи ОПЕК+ примерно на 2 млн б/с. В январе — апреле 2024 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года цены на Brent повысились на 3,4% — до 84,9 долл./барр. Urals продолжает торговаться с дисконтом, но выше санкционного потолка 60 долл./барр. По нашим прогнозам, в условиях ужесточения вторичных санкций разница между ценами Brent и Urals сохранится, и экспортная цена российской нефти в текущем году сложится на уровне 68,6 долл./барр. и в 2025–2026 годах останется вблизи 68 долл./барр.

Цены на золото находятся на исторических максимумах благодаря растущему спросу на мировых рынках. Существенно охладить цены на золото не смог даже перенос ожиданий по снижению ставки ФРС на конец года. На этом фоне, по нашим оценкам, среднегодовая цена на золото сложится на уровне 2 270 долларов за унцию в 2024 году и продолжит рост до 2 370 долларов за унцию в 2025 году. Высокие цены на золото постепенно охладят спрос, и в 2026 году цены опустятся до 2 300 долларов за унцию.

В мае 2024 года цены на медь выросли до исторических максимумов и на пике превысили 11 тыс. долларов за тонну. Рост цен на медь может объясняться увеличением спроса со стороны сектора зеленой энергетики, ожиданиями по увеличению выпуска в промышленности после смягчения ДКП в развитых странах, попыткой австралийской горнодобывающей группы BHP купить конкурирующую компанию Anglo American, что привлекло дополнительное внимание со стороны

инвесторов, и действиями трейдеров по диверсификации активов. На этом фоне прогноз цен на медь, исходя из консенсус-прогнозов, пересмотрен вверх — до среднегодовых 9 500 долларов за тонну в 2024 году с последующим ростом до 10 400 долларов за тонну в 2026 году.

Индекс цен на металлы вырастет с 101,8 в 2024 году до 103,1 в 2026 году, согласно прогнозам Всемирного банка по ценам на отдельные металлы. Ожидаемое увеличение выпуска в обрабатывающей промышленности в мировой экономике, особенно в секторе экологически чистой продукции, ведет кресту спроса на цветные металлы, что формирует повышательную траекторию роста их цен. Однако цены на черные металлы вырастут незначительно из-за спада в секторе строительства недвижимости.

ЦЕНА НА ЗОЛОТО В 2024 году

2 270 долл./унцию

Индекс цен на продовольствие, по оценкам Всемирного банка, продолжит постепенное снижение с 120,7 в 2024 году до 114,5 в 2026 году благодаря увеличению предложения (Рисунки 4 А, В).

Ключевым риском для сырьевых цен в краткосрочной перспективе являются климатические шоки — ухудшение погодных условий может привести к потерям урожая, а ураганы и природные катастрофы угрожают нарушить цепочки поставок. Так, например, заморозки на территории России в мае уже привели к пересмотру прогнозов по урожаю пшеницы. Неопределенность на рынке нефти связана с соблюдением и продлением ограничений по добыче нефти странами, входящими в ОПЕК+.

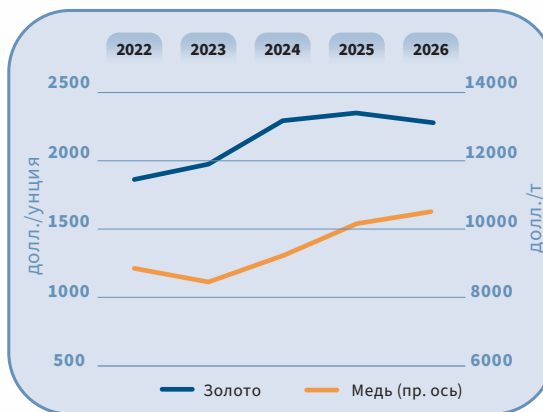
Рисунок 4 (А, В). Цены на сырьевые товары

А. Металлы, продовольствие, нефть
Urals



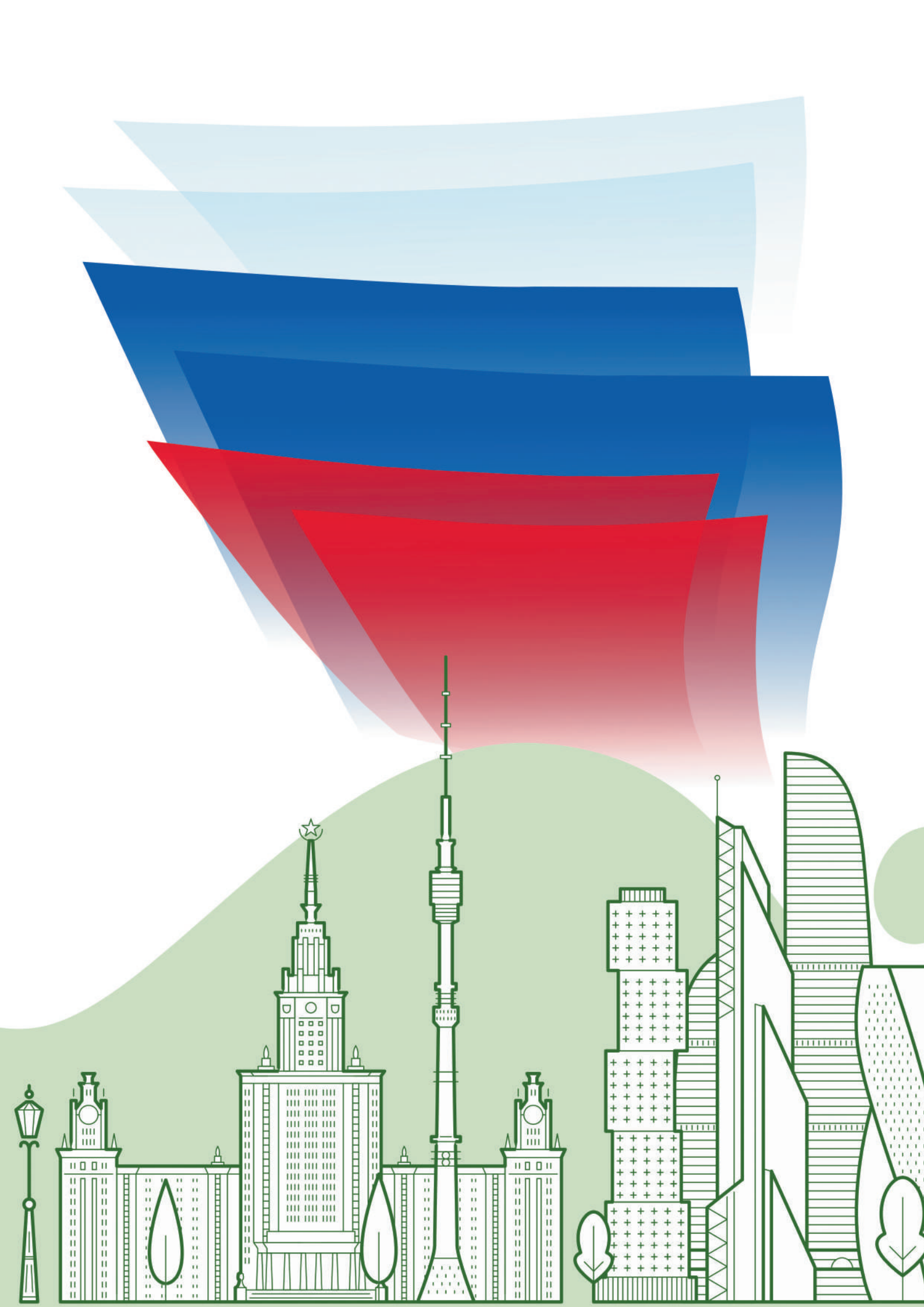
Источник: Всемирный банк, расчеты авторов

В. Золото, медь



Источник: расчеты авторов





В I квартале 2024 года российская экономика выросла на 5,4% г/г, что значительно превзошло консенсус-ожидания. Основными драйверами роста стали промышленное производство и торговля. Уровень безработицы снизился до исторического минимума в 2,8%, что стало дополнительным поддерживающим фактором для повышения заработных плат и роста реальных доходов населения. Инфляция в I квартале 2024 года сохранялась на устойчиво повышенных уровнях, что привело Банк России к решению сохранить ключевую ставку на уровне 16%. Курс национальной валюты стабилизировался около 91 российского рубля за доллар, несмотря на сокращение стоимостного объема экспорта. Поддержку курсу российского рубля оказали замедление импорта и операции Банка России по зеркали-

рованию трат Фонда национального благосостояния.

В 2024 году прирост ВВП составит 3,4%. Прогноз на 2025-2026 годы предусматривает постепенное замедление экономики за счет охлаждения потребительского и инвестиционного спроса. В 2024 году инфляция замедлится до 5,7%, а затем продолжит снижение, достигнув целевого уровня в 4% к 2026 году. Банк России сохранит ставку на уровне 16% вплоть до IV квартала 2024 года, а затем перейдет к ее постепенному снижению до 10% к концу 2025 года и до 8% к концу 2026 года. Ожидается, что курс российского рубля останется стабильным в районе 92 рублей за доллар в 2024 году, с последующим ослаблением до 95 рублей за доллар к концу 2026 года.



ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

В I квартале 2024 года рост экономической активности в России в очередной раз превысил ожидания большинства аналитиков и властей — экономика выросла на 5,4% г/г (Рисунок 1). Частично это объясняется эффектом високосного года, который дает лишний рабочий день в феврале. Согласно нашим оценкам, сезонно сглаженный аннуализированный темп прироста составил 4,8% кв/кв, что немного ниже уровня в 5% кв/кв в IV квартале 2023 года. Темпы роста ВВП продолжают значительно превышать потенциальные, что указывает на увеличение положительного разрыва выпуска и сохраняющийся перегрев экономики.

Потребление домохозяйств, по нашим оценкам, остается ключевым драйвером экономики: в I квартале 2024 года рост составил 7,4% г/г¹.

В отраслевом разрезе ключевыми драйверами роста остаются торговля и промышленное производство (Рисунок 2). Оптовый товарооборот продемонстрировал значительный рост — на 11,7% г/г, оборот розничной торговли также увеличился на 10,5% г/г, что свидетельствует о продолжающемся расширении потребительского спроса. Промышленное производство увеличилось на 5,6% г/г по итогам I квартала 2024 года. Наибольшее ускорение роста зафиксировано в обрабатывающем секторе (8,8% г/г). Рост добычи полезных ископаемых составил 1,1% г/г. Строительный сектор сохра-

ВВП ВЫРОС НА 5,4%

нил умеренные темпы роста на уровне 3,5% г/г после охлаждения, начавшегося в конце 2023 года. Замедление строительства по сравнению с ростом на 7,8% в аналогичном периоде прошлого года связано сужением программ льготной ипотеки и дефицитом рабочей силы.

За I квартал 2024 года индикатор бизнес-климата (ИБК) вырос до 8,6 пункта, увеличившись на 1,7 пункта по сравнению с IV кварталом 2023 года. Рост ИБК определялся позитивной динамикой как текущих оценок спроса на продукцию и ее выпуска, так и ожиданий на три месяца вперед. В мае ИБК достиг 11,1 пункта, что близко к максимальным значениям за последние 12 лет. Хотя текущие оценки продолжают расти уже четыре месяца подряд, оценки ожиданий на ближайшие три месяца несколько замедлились в апреле-мае, после постоянного роста с июля 2023 года (Врезка 1). Оценки инвестиционной активности компаний, согласно мониторингу предприятий Банка России, в I квартале 2024 года вновь обновили исторический максимум, достигнув 9,4 пункта. Инвестиции продолжили расти, несмотря на жесткую денежно-кредитную политику, эффект которой еще не успел в полной мере проявиться из-за низкой эластичности инвестиционных процессов в условиях их высокой маржинальности.

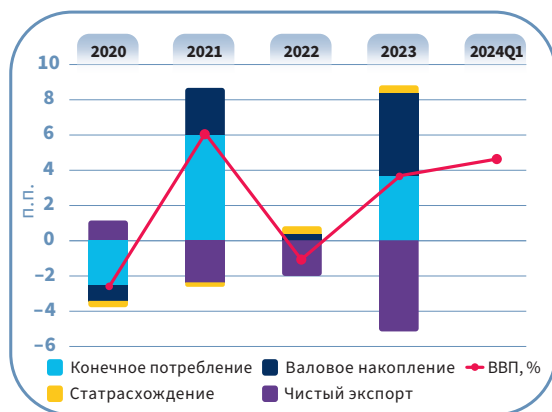
¹ По оценке на основе доклада Росстата о социально-экономическом положении России.



Врезка 1. Оперативные индикаторы

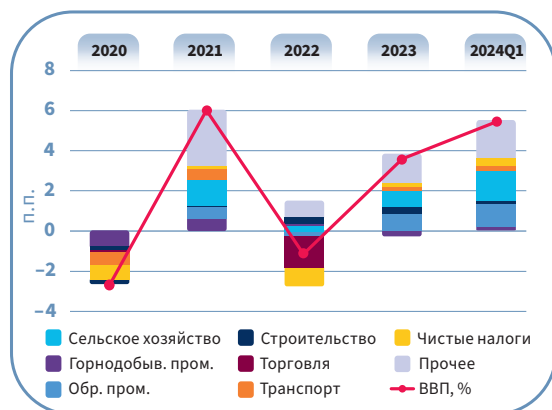
Ряд оперативных индикаторов по II кварталу показывает, что в апреле отмечается некоторое ослабление активности в сравнении с мартом, но пока очень умеренное. PMI остается устойчиво выше 50, но в апреле индикаторы снизились относительно марта — в обрабатывающей промышленности с 55,7 в марте до 54,3.

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования



Источник: расчеты на основе данных Росстата

Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству

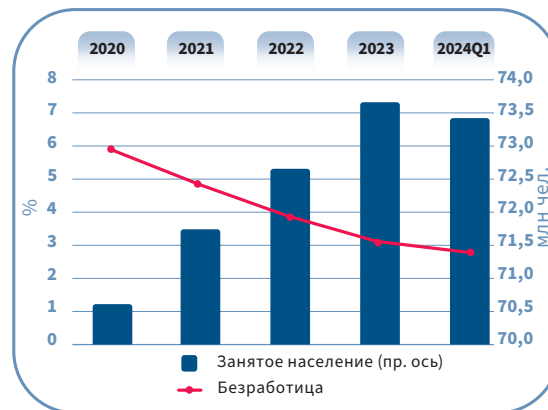


Источник: расчеты на основе данных Росстата

В I квартале 2024 года напряженность на рынке труда усилилась в условиях ускорения экономической активности, неблагоприятных демографических тенденций и дефицита рабочей силы.

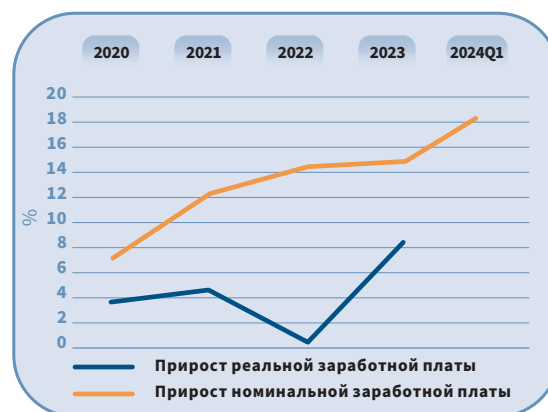
Уровень безработицы достиг нового исторического минимума в 2,8% в среднем за январь-март 2024 года (Рисунок 3). Дефицит рабочей силы продолжает оказывать давление на рост заработных плат, которые с учетом сезонной корректировки² увеличились на 18,2% в среднем за январь-февраль 2024 года по сравнению с аналогичным периодом 2023 года. По предварительным данным, реальные располагаемые доходы населения также показали значительный рост, увеличившись на 5,8% г/г в I квартале 2024 года (Рисунок 4).

Рисунок 3. Индикаторы рынка труда



Источник: Росстат

Рисунок 4. Доходы населения



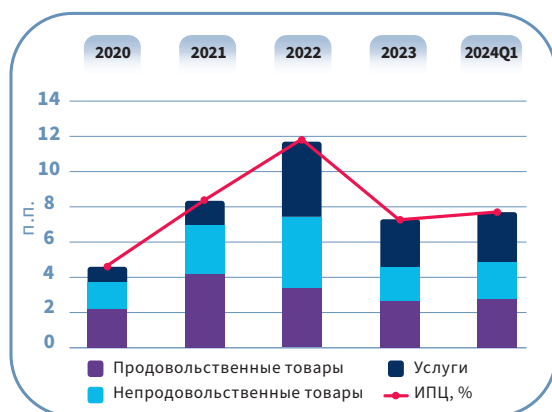
Источник: расчеты на основе данных Росстата

² Для учета эффекта високосного года.

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Инфляция в I квартале 2024 года замедлилась до 7,7% г/г или до 6,6% (SAAR) с учетом сезонной корректировки в годовом выражении по сравнению с 9,4% (SAAR) в IV квартале 2023 года (Рисунок 5). Несмотря на снижение инфляционного давления с осенних пиков, инфляция остается значительно выше целевого уровня в 4%. Основным фактором, поддерживающим высокий уровень инфляции, является активный рост внутреннего спроса, который опережает возможности расширения предложения товаров и услуг. Инфляция (в том числе базовая) в апреле ускорилась после замедления в марте, при этом рост цен в апреле близок к среднему за I квартал.

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



Источник: Банк России

Банк России на трех последних заседаниях 2024 года сохранял ключевую ставку на уровне 16%, учитывая высокие инфляционные риски в условиях устойчивого положительного разрыва выпуска. Оперативные данные за апрель — май 2024 года указывают на сохранение инфляционного давления и возможное замедление тренда на снижение инфляции. В этих условиях Банк

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



Источник: расчеты на основе данных Банка России

России придерживается «ястребиной» риторики по дальнейшим шагам в отношении ставки и не исключает повышения ставки в III квартале в случае роста инфляционных рисков.

В I квартале 2024 года годовой темп прироста денежной массы М2 замедлился до 17,4% против 19,4%, зафиксированных на конец 2023 года. Темпы прироста широкой денежной массы также снизились с 21,7% в декабре 2023 года до 16,7% в марте 2024 года, а без учета валютной переоценки — с 16,3 до 14,2%. Темп прироста объема наличной денежной массы (М0) продолжил замедляться с 14,5% в декабре 2023 года до 5,1% за март 2024 года (Рисунок 6). Высокие процентные ставки по банковским вкладам значительно увеличили приток средств на срочные рублевые депозиты домохозяйств, годовой темп прироста которых увеличился с 35,1% в декабре 2023 года до рекордных 41,3% в марте 2024 года (43% в апреле).

Годовой темп прироста активов банковского сектора в I квартале 2024 года составил 19,7% (+2,1% с начала года). Собственные средства банков выросли на 17,8% в годовом выражении, а депозиты физических лиц показали рекордный годовой темп прироста, увеличившись на 24,2%. Портфель кредитов, предоставленных нефинансовым организа-

ИНФЛЯЦИЯ В I КВАРТАЛЕ 7,7%

циям, увеличился на 19,6% в годовом выражении (Рисунок 7), а кредитование физических лиц выросло на 23%. Хотя спрос на кредиты несколько снизился по сравнению с пиковыми значениями осени 2023 года, он остается на достаточно высоком уровне, несмотря на сохранение жесткой ДКП.

Общий объем ипотечного кредитования по итогам I квартала 2024 года достиг 18,6 трлн рублей, показав прирост на 27,2% в годовом выражении. Тем не менее, объем предоставленных ипотечных жилищных кредитов (ИЖК) к марту 2024 года снизился на 21,5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (Рисунок 8). Ужесточение условий ряда льготных программ ипотечного кредитования привело к значительному сокращению спроса на ипотечные кредиты. Наибольшее снижение произошло в сегменте ИЖК на рынке строящегося жилья (ИЖК по договору долевого участия), где в I квартале 2024 года было выдано 95,6 тыс. кредитов на сумму 491,4 млрд рублей, что почти в 2,5 раза меньше по сравнению с 236,2 тыс. кредитов на сумму 1170,6 млрд рублей в IV квартале 2023 года.

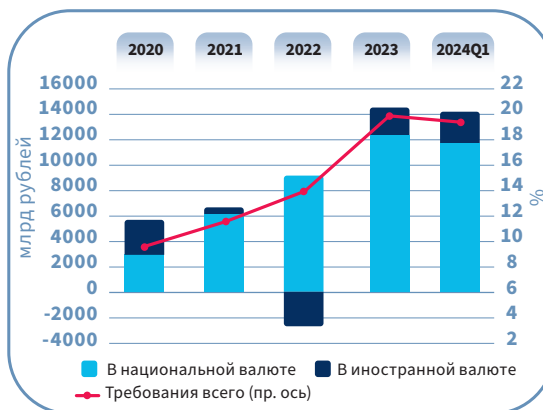
В I квартале 2024 года продолжался рост ставок по депозитам и кредитам в национальной валюте (Рисунок 9). Однако, согласно данным «Мониторинга предприятий» Банка России, в мае условия кредитования ужесточились в меньшей степени, чем в апреле. Это может свидетельствовать о возросших лагах трансмиссии денежно-кредитной политики, в том числе из-за того, что часть ставок, особенно для обрабатывающей промышленности, субсидируется. Таким образом, эффект от ужесточения денежно-кредитной политики может проявиться позже — во втором полугодии.

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



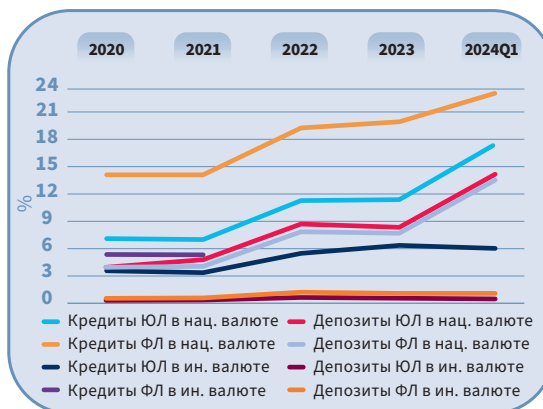
Источник: Банк России

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

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

В I квартале 2024 года доходы федерального бюджета значительно превысили ожидания, чему способствовал сильный экономический рост. Общий объем доходов составил 8,7 трлн рублей, что на 53,6% больше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. При этом нефтегазовые доходы увеличились на 79% г/г, а ненафтегазовые — на 43,3% г/г. Март 2024 года стал рекордным по месячному доходу, который достиг 3,7 трлн рублей. Расходы за I квартал 2024 года достигли 9,3 трлн рублей, что на 20,1% выше в годовом выражении. В период с января по апрель 2024 года общие расходы составили 13,2 трлн рублей, что составляет 36% от запланированных в бюджете на 2025 год расходов в размере 36,7 трлн рублей (Рисунок 10).

Минфин России для реализации Послания Президента Российской Федерации предложил ряд новаций — повышение налога на прибыль (с 20 до 25%), прогрессивную шкалу НДФЛ, а также корректировку налогов на малый и средний бизнес. Повышение налогов позволяет сохранить наши прежние предположения о нормализации бюджетной политики, то есть возврат к нулевому уровню первичного структурного дефицита с 2025 года.

В 2023 году государственный долг России составил 14,7% ВВП. В I квартале 2024 года, по нашим оценкам, государственный долг остался практически неизменным и составил 14,6% ВВП. Внутренний долг снизился с 12,1% ВВП в конце 2023 года до 11,9% ВВП на конец I квартала 2024 года. Внешний долг сохранился на уровне 2,7% ВВП (Рисунок 11).

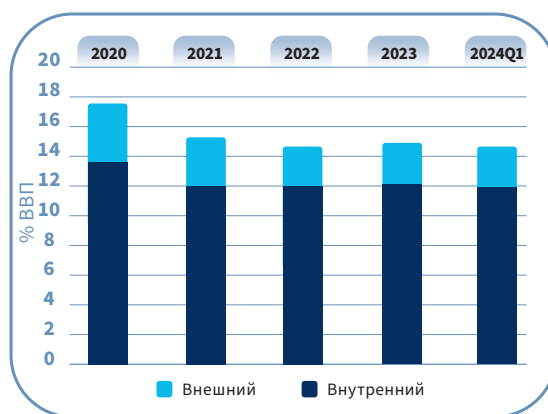
По состоянию на 1 апреля 2024 года объем Фонда национального благосостояния (ФНБ) достиг 12,5 трлн рублей, увеличившись на 4,8% с начала года. Ликвидная часть ФНБ за I квартал 2024 года выросла на 1,5% с начала года и составила около 5,1 трлн рублей. Курсовая разница по активам, номинированным в иностранной валюте, и переоценка стоимости золота, в которое инвестированы средства ФНБ, за I квартал 2024 года в совокупности составили 241,5 млрд рублей.

Рисунок 10. Государственный бюджет



Источник: Минфин РФ

Рисунок 11. Государственный долг



Источник: расчеты на основе Минфина РФ и оценок авторов

**ПРИРОСТ ДОХОДОВ
БЮДЖЕТА
НА 53,6%**

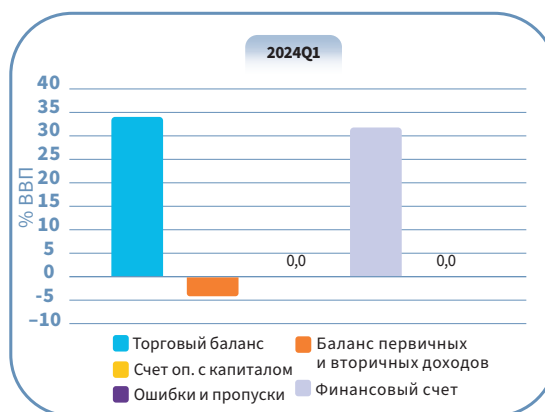
ВНЕШНИЙ СЕКТОР

В I квартале 2024 года положительное сальдо счета текущих операций составило 25,2 млрд долларов (Рисунок 12). Показатель вырос по сравнению с соответствующим периодом прошлого года на 9,7 млрд долларов. Основным фактором такого роста стало опережающее снижение импорта товаров и услуг на 9,7% г/г, в то время как экспорт сократился лишь на 2,6% г/г. Увеличение профицита текущего счета также связано с сокращением дефицита баланса первичных и вторичных доходов. По сравнению с I кварталом 2023 года дефицит уменьшился за счет сокращения объемов начисленных дивидендов в пользу нерезидентов и уменьшения исходящих личных трансфертов. Стоимостной объем экспорта продолжил снижаться из-за внешнеторговых ограничений и более низких мировых цен на газ, уголь и металлы. Импорт также снизился, что объясняется высокими процентными ставками, ослаблением рубля и усилившимися с декабря 2023 года проблемами с платежами, когда банки-контрагенты стали тормозить расчеты импортеров. Положительное сальдо финансового счета (исключая резервные активы) в I квартале 2024 года составило 32 млрд долларов, увеличившись на 14 млрд долларов по сравнению с соответствующим периодом прошлого года. Основной вклад в это увеличение внес рост иностранных активов на 27,1 млрд долларов, вызванный увеличением задолженности нерезидентов по внешнеторговым расчетам и задержками в поступлении выручки за экспорт. Снижение иностранных обязательств замедлилось до 4,9 млрд долларов за квартал в связи с меньшим оттоком капитала нерезидентов.

САЛЬДО СТО \$25,2 МЛРД

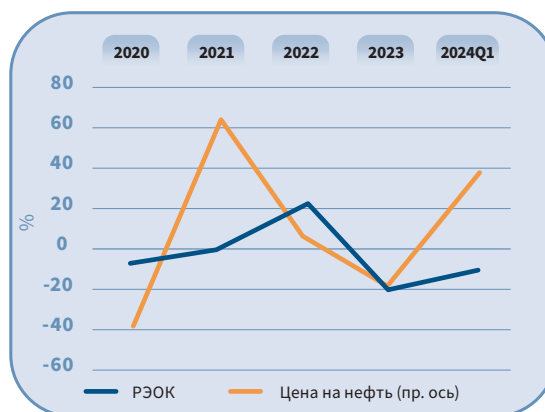
Российский рубль в I квартале 2024 года продемонстрировал незначительное ослабление по отношению к доллару США (Рисунок 13). Средний курс составил 91 рубль за доллар, что означает снижение на 2,3% по сравнению с предыдущим кварталом. Несмотря на сокращение экспортной выручки и укрепление доллара США к мировым валютам, существенного ослабления российского рубля удалось избежать. Поддержку рублю обеспечила продажа валюты, осуществленная в рамках зеркалирования всех операций Минфина с активами ФНБ.

Рисунок 12. Платежный баланс



Источник: Банк России, Минфин РФ

Рисунок 13. Динамика ценовых условий внешней торговли



Источник: Банк России

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

	2022 Факт	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз
Рост экономики России, %	-2,1	3,6	3,4	1,4	1,6
Инфляция в России, (дек. к дек. пред. года), %	11,9	7,4	5,7	4,2	4,0
Инфляция в России, (сред.), % г/г	13,7	5,9	7,0	4,6	4,1
Курс рубль / доллар (сред.)	68,5	85,2	92,3	94,0	95,4
Ключевая ставка в России (сред.), %	10,5	9,9	15,4	11,5	8,3

Мы повысили наш прогноз по росту российской экономики в 2024 году до 3,4% (+1 п.п. по сравнению с апрельским прогнозом³) в связи с оценками роста реального ВВП за I квартал, которые существенно превзошли наши ожидания. Высокие показатели I квартала вместе с сильными результатами IV квартала 2023 года создают эффект высокой базы. Тем не менее мы ожидаем постепенного замедления экономической активности со II квартала 2024 года в условиях сохранения жесткой денежно-кредитной политики и, как следствие, снижения потребительской активности. Жесткая денежно-кредитная политика с высокими процентными ставками будет стимулировать население увеличивать норму сбережений. Кроме того, ожидается снижение темпов роста заработных плат в условиях стабилизации рынка труда, что также приведет к замедлению потребительской активности. Частные инвестиции замедлятся из-за жестких кредитных условий, в то время как государственные инвестиции останутся высокими, поддерживая инфраструктурное развитие. Экспорт в 2024 году продолжит процесс адап-

тации и переориентации направлений поставок. Импорт будет сокращаться под воздействием высоких процентных ставок и снижения потребительской активности. Важным сдерживающим фактором для экономики с точки зрения производства будет сохраняющийся острый дефицит рабочей силы.

В 2025-2026 годах, по мере снижения процентных ставок, экономика России вернется к траектории сбалансированного роста на уровне 1,4-1,6%. Расширение экспорта станет возможным благодаря улучшению логистических цепочек и торговых связей. Существенный вклад в рост экспорта газа внесет газопровод «Сила Сибири», который достигнет проектной мощности к 2025 году. Дополнительную поддержку экспорту окажет восстановление мировой экономики.

В 2024 году инфляция в России, по нашим оценкам, снизится до 7,4% на конец года. Несмотря на значительное замедление инфляции после осенних пиков 2023 года, она сохранится на высоком уровне в течение всего 2024 года. Мы ожидаем, что в ответ на это Банк России сохранит ключевую ставку на уровне 16% вплоть до IV квартала 2024 года.

В 2025-2026 годах инфляция продолжит снижаться и достигнет целевого

³ Региональный экономический обзор ЕФСР 2024 № 1(1). Москва: Евразийский фонд стабилизации и развития. Доступно на: <https://efsd.org/research/regional-economic-outlook/vesna-24-regionalnyy-ekonomicheskij-obzor/>

уровня в 4% к 2026 году. Банк России будет постепенно смягчать денежно-кредитную политику, снижая ключевую ставку до 10% к концу 2025 года и до 8% к концу 2026 года.

Курс рубля в 2024 году стабилизируется в районе 92 рублей за доллар с последующим повышением к концу 2026 года до 95 рублей за доллар из-за снижения ставки и разницы в уровнях инфляции между Россией и зарубежными странами.

РИСКИ И НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ СРЕДНЕСРОЧНОГО ПРОГНОЗА

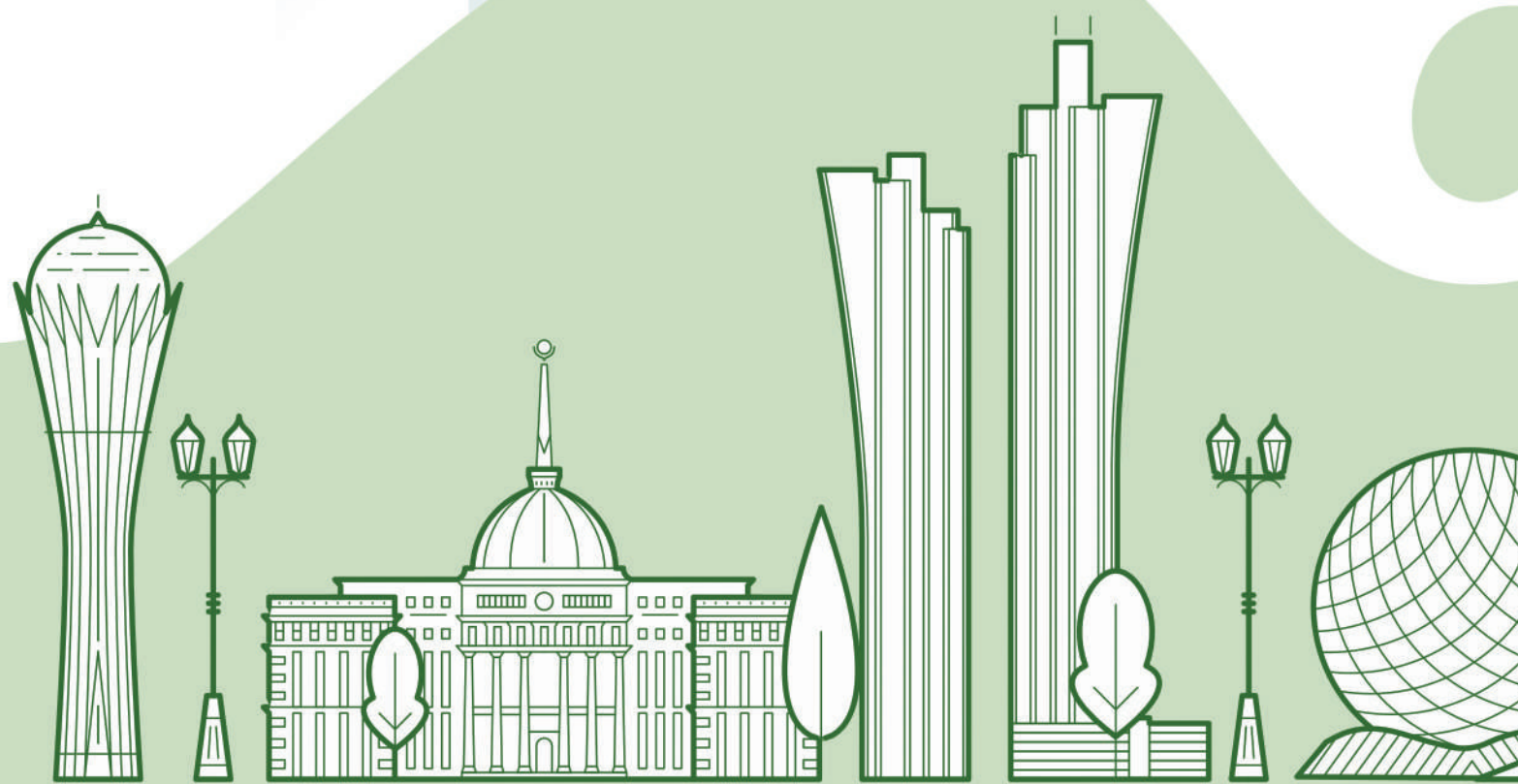
Одним из основных понижательных рисков остается возможность дальнейшего ухудшения условий внешней торговли. Ужесточение санкций и разрушение существующих торговых цепочек могут значительно затруднить восстановление экспорта и увеличить транспортные и логистические издержки, что окажет негативное влияние на курс рубля. Дополнительные сложности с приемом

платежей у импортеров могут вызвать дефицит товаров на рынке, что приведет к росту инфляционного давления.

Риски отклонения курса российского рубля от базового сценария также связаны с влиянием неэкономических экзогенных факторов. В их число входят, например, изменение административных мер контроля движения капитала, включая объем обязательной продажи валютной выручки экспортерами, а также введение новых санкций, влияющих на осуществление платежей в иностранной валюте. Такого рода ограничения могут спровоцировать повышенную волатильность курса российского рубля, что приведет к изменению его среднегодового значения.

Ситуация на рынке труда также остается ключевым проинфляционным риском. Дальнейшее расширение дефицита рабочей силы может стать долгосрочной проблемой. Рост заработных плат, вызванный нехваткой кадров, может подогреть потребительскую активность и поддержать инфляцию на более высоком уровне, чем в нашем базовом прогнозе.

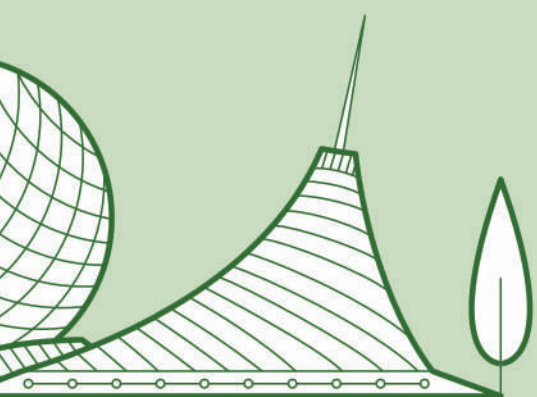




В I квартале 2024 года экономическая активность в Казахстане замедлилась до 3,7% г/г. При этом, по нашим оценкам, квартальная динамика сохранилась на уровне, близком к IV кварталу 2023 года. Рост экономики обеспечивался за счет потребительского спроса, в то время как инвестиционная активность снижалась. Импорт сокращался быстрее экспорта на фоне снижения реэкспортных поставок в Россию, что привело к улучшению внешнеторгового сальдо и сокращению дефицита СТО до 0,3% ВВП. Фискальная политика продолжала носить стимулирующий характер и поддерживать внутренний спрос — дефицит бюджета составил 1,1% ВВП, а нефтегазовый дефицит — 7,6% ВВП. Инфляция в марте снизилась до 9,1% г/г,

чему способствовали замедление цен на продовольствие, укрепление курса тенге и умеренно-жесткая денежно-кредитная политика.

По нашим оценкам, со II квартала 2024 года экономическая активность ускорится и по итогу года рост реального ВВП составит 4,3%. По-прежнему ключевым источником роста будет внутренний спрос. Бюджетные расходы на социальную сферу и крупные инвестиционные проекты поддержат потребительский и инвестиционный спрос. Инфляция продолжит замедляться и к декабрю 2024 года снизится до 8,6%. Это позволит НБРК продолжить нормализацию денежно-кредитной политики, базовая ставка в среднем за год составит 12,6%.



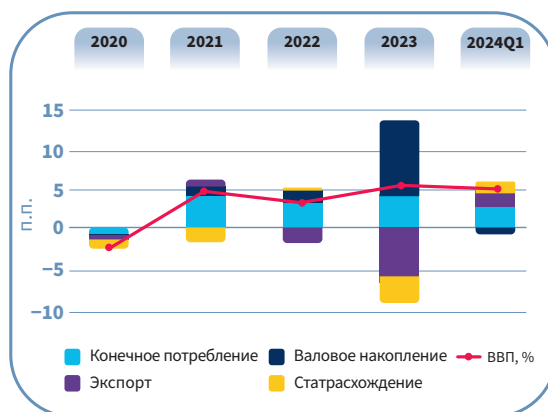
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

В начале 2024 года в Казахстане экономическая активность замедлялась по сравнению с 2023 годом. Прирост реального ВВП в I квартале 2024 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года составил 3,7% (в I квартале 2023 года — 5,6%). Однако, согласно нашим оценкам, сезонно сглаженный аннуализированный темп прироста составил 3,1% кв/кв, что немного выше уровня IV квартала 2023 года — 2,8% кв/кв. В экономике тем не менее сохраняется положительный разрыв выпуска.

Со стороны спроса, по нашим оценкам, рост экономики обеспечивался за счет потребительского спроса и чистого экспорта, валовое накопление вносило отрицательный вклад (Рисунок 1). Объем розничной торговли за январь-март 2024 года увеличился на 4,9% при опережающем росте торговли продовольственными товарами (7,6%) над непродовольственными (3,9%). Инвестиции сократились на 0,8% (в I квартале 2023 года — рост на 16,1%) за счет снижения прочих затрат (ИФО — 38,5%), при росте работ по строительству и капремонту зданий (ИФО — 101,4%) и затрат на приобретение машин, оборудования, транспортных средств (126,3%). В отраслевом разрезе основной вклад в спад инвестиций внесли горнодобывающая промышленность (-23,7%) — в связи с окончанием работ на месторождении Тенгиз — и в сельском хозяйстве (-18,2%) из-за масштабных наводнений. Вклад чистого экспорта стал положительным в условиях опережающего падения импорта товаров (-10,6%) в I квартале 2024 года по сравнению со снижением экспорта (-1,9%). Шоковое негативное влияние на динамику экономической активности при этом оказали паводки в ряде регионов страны.

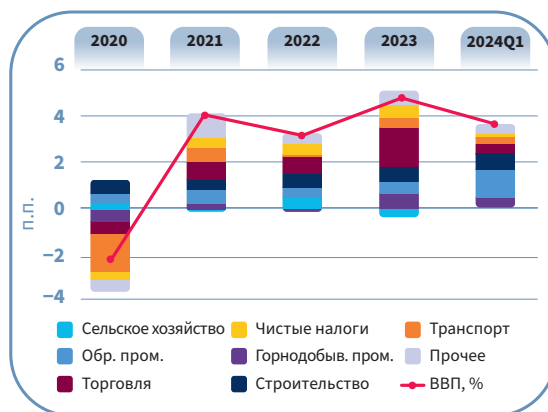
Экономический рост поддерживался положительной динамикой в большинстве ключевых отраслей (Рисунок 2). Наибольший вклад в прирост ВВП в I квартале 2024 года внесли обрабатывающая промышленность (0,8 п.п.), строительство (0,6 п.п.), торговля и транспорт (по 0,5 п.п.). Вклад горнодобывающей промышленности составил 0,2 п.п. — положительный рост отрасли обеспечивала добыча металлических руд (7,3%) и природного газа (3,4%). При этом в условиях действующих ограничений ОПЕК+ увеличение добычи сырой нефти было ограничено (рост составил 0,3%). Чистые налоги обеспечили вклад в размере 0,3 п.п. (0,5 п.п. в I квартале 2023 года).

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования



Примечание: 2024Q1 — оценка авторов
Источник: расчеты на основе данных БНС АСПР РК

Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



Источник: расчеты на основе данных БНС АСПР РК

Несмотря на рост предложения, на рынке труда сохраняется напряженная ситуация. Количество занятого населения в I квартале 2024 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года выросло на 1,5% (в I квартале 2023 года — 0,8%). При этом уровень безработицы, рассчитанный по методологии МОТ, на протяжении четвертого подряд квартала находится на исторически низком уровне 4,7% (Рисунок 3). Основной спрос сформирован на низко- и среднеквалифицированных специалистов¹. Дисбаланс на рынке труда формируется на региональном уровне между трудоизбыточными южными регионами и трудодефицитными северными регионами страны.

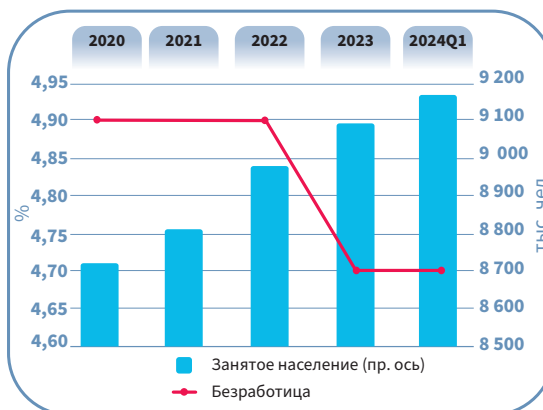
Несмотря на высокий уровень инфляции, темпы прироста реальных доходов населения, включая заработные платы, остаются в положительной зоне — 3,3 и 2,7% соответственно (Рисунок 4). Рост заработных плат обеспечивается за счет частного сектора экономики и ряда категорий работников бюджетной сферы за исключением учителей и врачей². Сильнее всего реальные зарплаты выросли в финансовом секторе (18,7%), операциях с недвижимым имуществом (12,5%), отраслях информации и связи (10,7%) и искусства, развлечений и отдыха (10,6%), сельском хозяйстве (8,2%).

**ИНФЛЯЦИЯ
ЗАМЕДЛИЛАСЬ ДО
8,7% (АПРЕЛЬ)**

¹ Закон.kz. Дефицит специалистов: что происходит на рынке труда в Казахстане. Доступно на: <https://www.zakon.kz/stati/6434067-defitsit-spetsialistov-chno-proiskhodit-na-rynke-truda-v-kazakhstan.html>

² Зарплаты учителей и врачей на протяжении последних последних пяти лет были поступательно увеличены в два раза, и в 2024 году их рост не планируется.

Рисунок 3. Индикаторы рынка труда



Источник: БНС АСПР РК

Рисунок 4. Доходы населения



Источник: БНС АСПР РК

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Начиная с марта рост цен демонстрирует признаки замедления (Рисунок 5). Инфляция в годовом выражении снизилась с 9,8% декабре 2023 года до 9,1% в марте и до 8,7% апреле 2024 года. Средний прирост цен за три предыдущих месяца с исключенной сезонностью, по оценкам НБРК, после ускорения в январе-феврале до 0,8%, опустился в марте до декабрьского уровня (0,7%), и продолжил замедляться в апреле (0,6%). Сохранение умеренно-жесткой денежно-кредитной политики НБРК, укрепление курса тенге, снижение мировых цен на продовольствие способствуют

снижению цен на продовольственные (с 8,5% г/г в декабре 2023 до 6,9% г/г в марте и 6,3% г/г в апреле 2024) и непродовольственные товары (9,1, 8,2 и 7,6% соответственно). Одновременно на инфляцию влияет ряд проинфляционных факторов. Стимулирующая фискальная политика, рост заработных плат и потребительского кредитования обуславливают проинфляционное давление со стороны повышенного внутреннего спроса. Кроме того, проведение реформ³ в сфере жилищно-коммунального хозяйства выразилось в росте цен на платные услуги (с 12,4% г/г в декабре до 13,2% г/г в марте и 13,5% г/г в апреле).

Инфляционные ожидания населения остаются повышенными. В апреле, после снижения в феврале — марте и несмотря на замедление инфляции, инфляционные ожидания снова выросли до 16,1% (в декабре 2023 года — 16,4%), а воспринимаемая инфляция составила 16,3% (18,2% соответственно).

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



Источник: БНС АСПР РК

³ Их суть заключается в проведении масштабной модернизации инженерных сетей электро-, тепло- и водоснабжения, а также водоотведения и предусматривает повышение тарифов на регулируемые услуги ЖКХ (подробно об этом — в РЭО I (Весна). Доступно на: <https://efsd.org/research/regional-economic-outlook/vesna-24-regionalnyy-ekonomicheskij-obzor/>).

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



Источник: БНС АСПР РК

Денежно-кредитные условия остаются умеренно жесткими — НБРК в апреле сохранил ставку на уровне 14,75%.

Динамика ставок на кредитном рынке по итогам I квартала сформировалась разнонаправленной: ставки вознаграждения по кредитам в тенге для юрлиц снизились с 18,7% в декабре до 17,9% в апреле, для физлиц выросли с 17,9 до 20,8% соответственно. Ставки по срочным депозитам для юрлиц снизились за тот же период с 14,6 до 13,7%, а для физлиц остались неизменными на уровне 13,7% (Рисунок 9). НБРК продолжает изымать большой объем свободной тенговой ликвидности — сальдо открытой позиции НБРК выросло в среднем с (-5,0) трлн тенге в январе до (-5,5) трлн тенге в апреле.

Прирост широкой денежной массы в апреле 2024 года составил 12,7% г/г против 16,1% г/г годом ранее (Рисунок 6).

М2 при этом растет опережающими темпами (на 16,3% г/г против 20,7% г/г годом ранее), в то время как депозиты в иностранной валюте сокращаются (-5% г/г) как за счет снижения номинального долларового объема (вклад в снижение — 2,5 п.п.), так и за счет укрепления курса тенге (2,5 п.п.). Рост тенговой денежной массы обусловлен высокими темпами кредитования и растущими расходами бюджета.

Темпы прироста кредитов экономике в расширенном определении⁴ ускорились до 21,4% г/г на конец апреля (18,7% г/г годом ранее). Кредиты населению, составляющие более половины (53,6%) всего кредитного портфеля, выросли на 27,6% (28,5% годом ранее), бизнесу — на 15,0% (10,1% годом ранее). Прирост кредитов банковского сектора⁵ населению на цели ипотеки замедлился и в апреле составил 14,5% г/г против 31,7% г/г годом ранее, а прирост кредитов на потребительские цели, напротив, ускорился до 37,2% г/г с 28,3% г/г годом ранее. (Рисунок 7). Высоким остается кредитование малого бизнеса — в апреле рост составил 19,2% г/г (19,8% г/г годом ранее); при этом кредиты среднему бизнесу замедлились до 3% г/г с 12% г/г годом ранее, а крупному — ускорились с 1,1 до 5,9% соответственно (Рисунок 8).

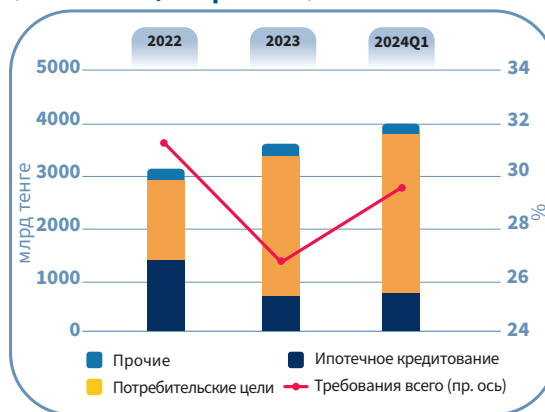
Чистая прибыль банковского сектора росла, однако показатели доходности снижались. Чистая прибыль банковского сектора на 1 апреля 2024 года составила 0,6 трлн тенге (рост на 11,7% г/г). Отношение дохода к совокупным активам снизилось до 3,2 с 3,9% на аналогичную дату прошлого года, а к собственному капиталу — до 23,9% (32,1%). Качество кредитного портфеля снизилось по сравнению с началом года, но остается на высоком уровне — доля неработающих займов выросла и на 1 апреля 2024 года составила 3,1% от ссудного портфеля (Рисунок 10). Устойчивость крупнейших банков к финансовым рискам отражается в улучшении их международных рейтингов⁶.

⁴ Включают остатки фактической задолженности по кредитам банковского сектора, ипотечных организаций, других субъектов квазигосударственного сектора, организаций, осуществляющих микрофинансовую деятельность.

⁵ Включает банки второго уровня и АО «Банк Развития Казахстана».

⁶ S&P Global. Прогнозы по пяти казахстанским банкам пересмотрены на «Позитивные» в связи с улучшением качества активов и регуляторного

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



Источник: расчеты авторов на основе данных НБРК

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



Источник: НБРК

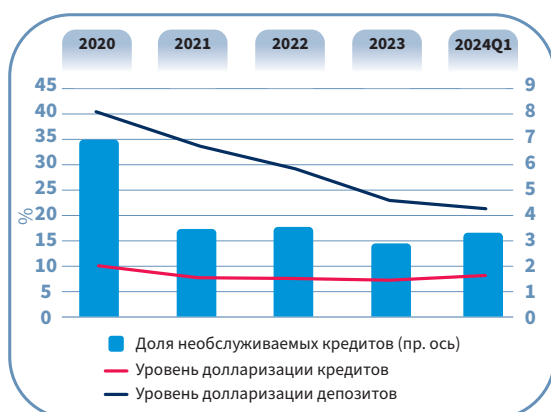
Рисунок 9. Ставки по новым кредитам и депозитам



Источник: НБРК

надзора; рейтинги подтверждены. Доступно на: <https://disclosure.spglobal.com/ratings/ru/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3140354>

Рисунок 10. Показатели банковского сектора



Источник: НБРК

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСДОЛГ

Стимулирующий характер фискальной политики поддерживает внутренний спрос, но сопровождается нарастанием бюджетного дефицита. В I квартале 2024 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года доходы госбюджета выросли на 7,6% и составили 6,0 трлн тенге, однако относительно ВВП они снизились с 23,6 до 23,4% (Рисунок 11). Налоговые поступления сократились на 2,5%, главным образом из-за снижения налогов на международную торговлю и внешние операции (-0,5 трлн тенге) и внутренних налогов на работы, товары, услуги (-0,1 трлн тенге). При этом объем трансфертов из Нацфонда вырос на 47,7% — до 1,5 трлн тенге, что составило 24% всей доходной части бюджета, или 5,6% ВВП. Расходы росли такими же темпами, как и доходы, — на 7,6% и составили 6,1 трлн тенге, а относительно ВВП уменьшились с 24,2 до 23,9%. Почти половина номинального прироста расходов (44%) была вызвана ростом расходов на соцпомощь и соцобеспечение вследствие значительного увеличения всех видов государственных пособий и базовой пенсионной выплаты. Помимо этого, на 29% выросли расходы по обслуживанию госдолга — до 0,7 трлн

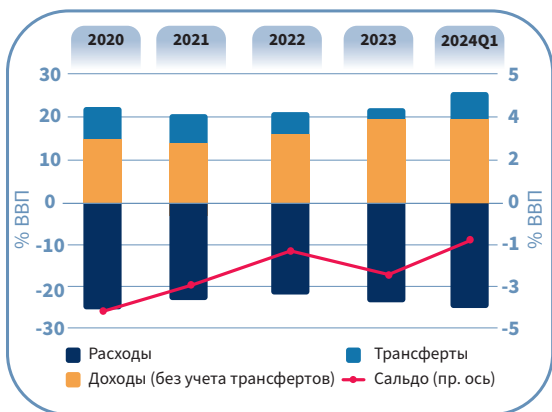
тенге, что составило 11,8% расходной части госбюджета. Благодаря сокращению операций по чистому бюджетному кредитованию (-54,3%) и сальдо по операциям с финансовыми активами (-30,5%) на фоне синхронного роста доходов и расходов дефицит госбюджета по итогам I квартала 2024 года составил 1,1% ВВП против 1,6% ВВП годом ранее (Рисунок 11). Ненефтяной дефицит при этом вырос с 7,4 до 7,6% ВВП.

Уровень государственного долга за I квартал 2024 года снизился с 22,5 до 22,2% ВВП благодаря опережающему росту ВВП (Рисунок 12). Внешний госдолг снизился на 0,3 трлн тенге до 6,8 трлн тенге (5,5% ВВП или 24,9% от общего объема). Внутренний госдолг увеличился на 1,2 трлн тенге до 19,1 трлн тенге (15,5% ВВП), более 75% прироста произошло за счет долгосрочных ГКО. При этом продолжил снижаться долг НБРК — на 0,7 трлн тенге до 0,5 трлн тенге (0,4% ВВП) — и местных исполнительных органов — на 0,2 трлн тенге до 1,8 трлн тенге (1,5% ВВП).

Международные активы Нацфонда за I квартал выросли на 1,3% и составили 60,8 млрд долларов. Рост активов произошел благодаря инвестиционному доходу, в то время как продажи валюты для выделения трансфертов в бюджет (2,4 млрд долларов) оказались выше валютных поступлений (2 млрд долларов).

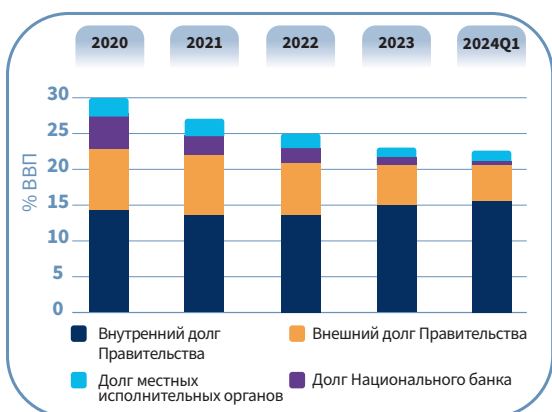
**НЕНЕФТЯНОЙ
ДЕФИЦИТ
БЮДЖЕТА
7,6% ВВП**

Рисунок 11. Государственный бюджет



Источник: Минфин РК

Рисунок 12. Государственный долг



Источник: Минфин РК

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Дефицит СТО, согласно предварительным данным за I квартал 2024 года, сократился с 1,6 до 0,9 млрд долларов (согласно нашим оценкам, 1,6% ВВП), главным образом за счет роста внешнеторгового сальдо товарами (Рисунок 13). Профицит торговли товарами вырос до 5,7 млрд долларов с 5,2 млрд в аналогичном периоде прошлого года за счет опережающих темпов снижения импорта товаров (-6,9%) над экспортом (-2,6%). Падение импорта вопреки растущему спросу и укреплению курса тенге объясняется сокращением реэкспортных операций в Россию — экспорт в Россию сократился на 27,6%, или на 0,9 млрд долларов, при падении импорта из других стран на 8,3%, или

ДЕФИЦИТ СТО \$0,9 млрд

на 1,1 млрд долларов⁷. Одновременно экспорт в страны вне ЕАЭС вырос на 4,6% — стоимостной объем экспорта нефти рос на фоне благоприятных ценовых условий. Баланс услуг снизился с (-0,39) до (-0,44) млрд долларов на фоне более высоких темпов прироста импорта (+8,8%) над экспортом (+8,2%). Отрицательное сальдо первичных доходов сократилось с 6,2 до 6,0 млрд долларов, в том числе благодаря росту доходов по резервам и активам Нацфонда на 66,5% до 0,4 млрд долларов. Дефицит вторичных доходов снизился с 0,2 до 0,1 млрд долларов.

Чистое заимствование средств, согласно данным финансового счета платежного баланса, сложилось в объеме 0,7 млрд долларов (Рисунок 14). Приток средств в экономику обеспечили прямые инвестиции в размере 1,9 млрд долларов и доходы по прочим видам капитала и инвестиций (0,5 млрд долларов), при этом отток портфельных инвестиций составил 1,7 млрд долларов. В разрезе секторов приток обеспечивало правительство и банковский сектор — 0,5 и 1,6 млрд долларов соответственно. Этому в значительной степени способствовал рост продажи ГЦБ правительства нерезидентам. Прочие сектора сформировали отток в объеме 1,4 млрд долларов.

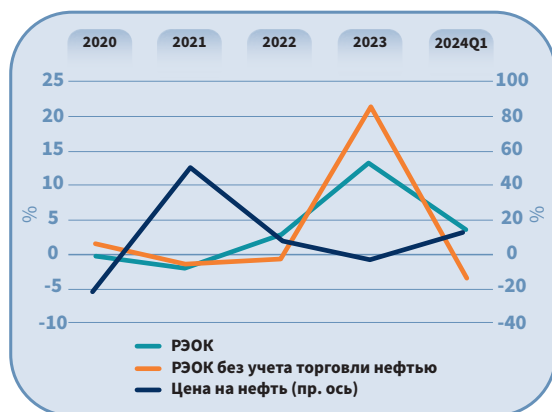
Долгосрочная тенденция укрепления национальной валюты продолжилась — после суммарного укрепления реального эффективного курса тенге за 2021–2022 годы на 15,6% за I квартал

⁷ Предварительные данные за январь-апрель 2024 года.

он дополнительно укрепился на 4,2% (Рисунок 13). Номинальный курс к доллару при этом укрепился на 1,8% с 457,8 тенге/доллар в декабре 2023 года до 449,7 тенге/доллар в марте 2024 года. Усилению нацвалюты способствовали сокращение дефицита СТО и продажи валюты из Нацфонда.

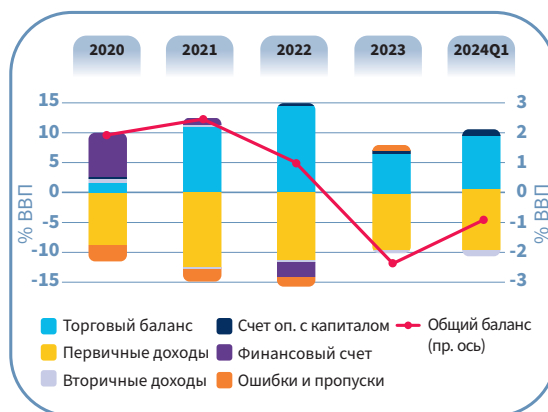
За I квартал 2024 года валовые международные резервы увеличились почти на 1,9 млрд долларов — до 37,8 млрд долларов, что эквивалентно 6,4 месяца импорта (Рисунок 15). В составе резервов выросли активы в золоте — на 2,5 млрд долларов, в результате чего их доля в структуре выросла до 58,2%; активы в СКВ сократились на 0,6 млрд долларов.

Рисунок 13. Динамика ценовых условий внешней торговли



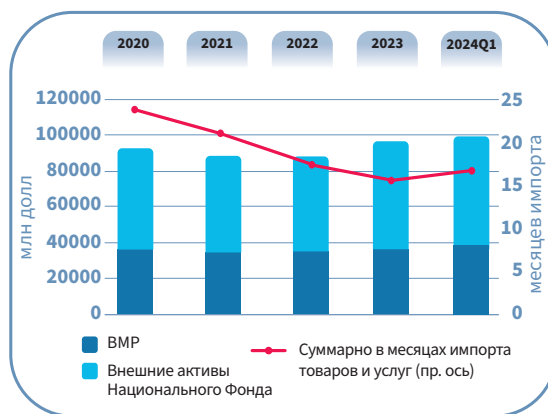
Источник: НБРК, Всемирный банк

Рисунок 14. Платежный баланс



Источник: НБРК

Рисунок 15. ВМР и внешние активы Национального фонда (на конец периода)



Источник: НБРК

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

	2022 Факт	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз
Рост экономики Казахстана, %	3,2	5,1	4,3	4,9	4,7
Инфляция в Казахстане (дек. к дек. пред. года), %	20,8	9,8	8,6	6,7	5,4
Инфляция в Казахстане (сред.), % г/г	14,9	14,9	9,2	7,3	5,9
Курс тенге / доллар (сред.)	460,2	456,2	450,5	470,8	492,4
Ключевая ставка в Казахстане (сред.), %	13,8	16,4	12,6	8,8	7,7

Мы понизили оценку экономического роста в 2024 году по сравнению с нашим предыдущим прогнозом до 4,3%, учитывая динамику I квартала. При этом полагаем, что локальный минимум был пройден в I квартале на фоне последствий паводков и эффекта сокращения инвестиций в нефтедобычу. По мере снижения влияния этих факторов со II квартала поквартальная динамика ВВП ускорится. Фискальный импульс продолжит поддерживать экономическую активность в 2024 году.

ПРИРОСТ ВВП В 2024 ГОДУ 4,3%

Основным источником роста останется внутренний потребительский спрос — потребительская активность будет поддерживаться ускорением роста реальных заработных плат в условиях замедления инфляции, а также продолжающимся расширением потребительского кредитования. Инвестиционный спрос будет прирастать за счет реконструкции сетей тепло-, водоснабжения и водоотведения, реализации крупных инвестиционных проектов и проведения восстановительных работ по устранению последствий весенних паводков. Прирост экспорта до конца года будет ограничен исполнением соглашений в рамках ОПЕК+.

В 2025–2026 годах темпы прироста ВВП останутся высокими и составят 4,9 и 4,7% соответственно. В 2025 году поддержку экономическому росту окажет прогнозируемое увеличение добычи нефти⁸. Относительно высокий экономический рост будет поддерживаться ожидаемым повышением потенциала экономики в результате проводимых реформ по повышению ее конкурентоспособности

⁸ ОПЕК. Ежемесячный отчет о ситуации на рынках нефти — Апрель 2024. Доступно на https://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/OPEC_MOMR_April_2024_archive.pdf

(в частности, реализацией мер указа о либерализации экономики (Врезка 1)). Вклад стимулирующей фискальной политики начнет поступательно сокращаться в конце прогнозируемого периода по мере выхода на соблюдение бюджетных правил и сокращение ненефтяного дефицита бюджета.



Врезка 1. Указ о либерализации экономики

10 мая 2024 года был подписан указ «О мерах по либерализации экономики»¹ (далее — Указ). Основные меры Указа направлены на:

- масштабное и ускоренное сокращение доли государственного сектора в экономике;
- повышение самостоятельности, качества и независимости корпоративного управления АО «ФНБ «Самрук-Казына»;
- развитие конкуренции на товарных рынках;
- обеспечение честной конкуренции на финансовых рынках;
- совершенствование регуляторной политики и либерализации процедур для открытия и ведения бизнеса;
- усиление защиты прав и законных интересов бизнеса, в том числе путем декриминализации уголовных правонарушений в сфере экономической деятельности и пр.

⁹ Официальный сайт Президента Республики Казахстан. О мерах по либерализации экономики. Доступно на: <https://akorda.kz/ru/omerah-po-liberalizacii-ekonomiki-1141556>

Инфляция снизится до 8,6% в конце 2024 года благодаря сохранению умеренно жесткой денежно-кредитной политики, снижению продовольственной инфляции и инфляции в странах — торговых партнерах.

Однако замедление инфляции в ближайшие годы будет сдерживаться стимулирующей фискальной политикой и высоким внутренним спросом при сохранении повышенных инфляционных ожиданий у населения. Инфляция приблизится к уровню 5% (таргет НБРК) только в 2026 году.

НБРК сохранит курс на нормализацию денежно-кредитной политики и продолжит снижать процентную ставку в ответ на замедление инфляции и снижение инфляционных ожиданий. Среднегодовой уровень базовой ставки в 2024 году составит 12,6%. Денежно-кредитная политика перейдет в область нейтральной только к 2026 году при последовательном снижении ставки до 7,7%.

Курс по итогам года сложится вблизи 450 тенге за доллар. Однако в перспективе национальная валюта будет постепенно ослабевать на фоне снижения объемов продажи валюты из Нацфонда и сокращения дифференциала между ставкой НБРК и ставками за рубежом. В результате плавного ослабления курс снизится до 492 тенге за доллар в 2026 году.

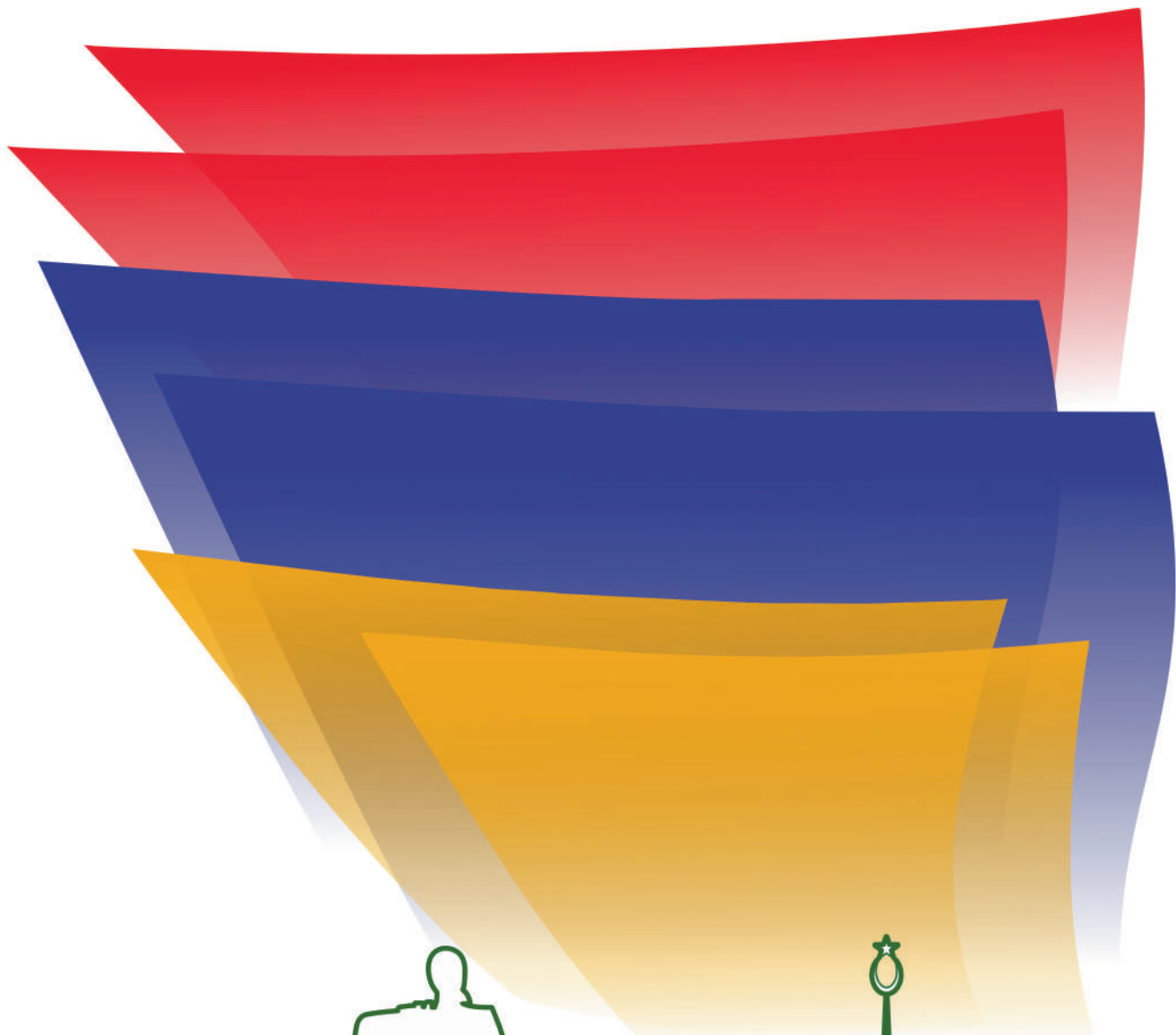
РИСКИ И НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ СРЕДНЕСРОЧНОГО ПРОГНОЗА

Ключевые риски для экономического роста связаны с неопределенностью в отношении объемов добычи и экспорта нефти. Темпы роста ВВП могут быть пересмотрены в сторону понижения в случае дальнейших задержек в сроках ввода новых месторождений нефти, а также изменения ограничений в рамках сделки ОПЕК+. Прогноз может быть пересмотрен как в сторону повышения, так и в сторону снижения в случае изменения параметров бюджетной политики — расширения, либо наоборот, сокращения дефицита бюджета по сравнению с запланированными параметрами.

В случае более медленной реализации планируемых инвестиционных проектов и имплементации запланированных реформ по повышению конкурентоспособности экономики в сторону понижения может быть переоценен потенциальный рост экономики.

При этом необходимо отметить, что поддержание мягкой фискальной политики может создать кратко- и среднесрочные риски устойчивого замедления инфляции, а в долгосрочной перспективе может оказать влияние на качество и структуру экономического роста.





В I квартале 2024 года экономика Республики Армения продолжала демонстрировать высокие темпы роста за счет расширения внешнего спроса. При этом инфляция, как и в конце 2023 года, осталась в отрицательной зоне в условиях внешнего дефляционного давления, сдерживающих монетарных условий и снижения инфляционных ожиданий. На этом фоне Центральный банк Республики Армения продолжил снижать ставку рефинансирования. Бюджетная политика несколько смягчилась, сохранив при этом

сдерживающий характер. Сальдо СТО сложилось с профицитом на фоне роста экспорта товаров и услуг.

Согласно базовому сценарию, в 2024–2026 годах темпы экономического роста будут близки к потенциальным. Денежно-кредитная политика будет направлена на возвращение инфляции в рамки целевого коридора. Дефицит бюджета расширится на фоне существенного роста расходов бюджета, что может привести к формированию разрыва в финансировании.



РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

В I квартале 2024 года в Республике Армения сохранились высокие темпы экономического роста на фоне значительных структурных изменений.

Прирост реального ВВП составил 9,2% к соответствующему периоду предыдущего года после 11,8% годом ранее. По нашим оценкам, прирост сезонно сглаженного реального ВВП за I квартал составил около 2,1% кв/кв, что соответствует тренду последних пяти кварталов со средним темпом прироста около 2,0% кв/кв. В отчетном периоде наибольший вклад в прирост ВВП внес чистый экспорт (12,4 п.п.), обусловленный, в частности, реэкспортом золота в ОАЭ (Рисунок 1 и Врезка 1). Вклад потребительского спроса в прирост ВВП значительно сократился (с 7,0 п.п., зафиксированных в I квартале 2023 года, до 2,0 п.п.) за счет снижения частного потребления с 4,5 п.п. до 3,5 п.п. при отрицательном вкладе государственного потребления в размере (-1,4 п.п.). Частное потребление было поддержано ростом реальных заработных плат (на 9,5%) и потребительского кредитования (на 24,8%). Вклад инвестиционного спроса в прирост ВВП сложился отрицательным (-4,8 п.п.), по сравнению с 4,4 п.п. в I квартале 2023 года, на фоне снижения запасов материальных оборотных средств. При этом жилищное строительство, поддержанное ростом ипотечных кредитов (на 23,9%) и коммерческих кредитов в строительном секторе (на 42,7%), продолжало расти.

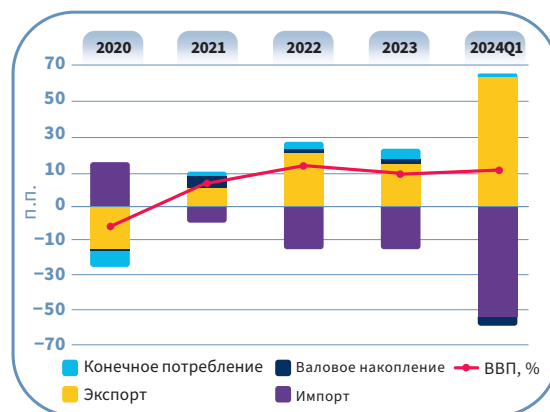
В отраслевом разрезе основной вклад в рост экономической активности оказали сектора торговли, обрабатывающей промышленности и прочих услуг (Рисунок 2). Вклад сектора оптовой и розничной торговли составил 3,2 п.п., обрабатывающей промышленности — 3,0 п.п. и прочих услуг — 2,2 п.п. (в том

числе за счет финансовой и страховой деятельности (1,5 п.п) и операций с недвижимым имуществом (0,6 п.п.)). При этом стоит отметить отрицательный вклад сектора информации и связи (-0,2 п.п.) после положительного вклада 2,9 п.п. годом ранее, когда наблюдался значимый приток/релокация российских граждан и ИТ-компаний. Также отрицательный вклад зафиксирован со стороны сектора перевозок и складского хозяйства (-0,2 п.п.) — после положительного вклада в размере 1,0 п.п. годом ранее — на фоне сокращения услуг, оказываемых преимущественно воздушным транспортом.

Высокая экономическая активность продолжает благоприятно сказываться на показателях рынка труда.

По итогам I квартала 2024 года в условиях увеличения численности занятых на 5,2%, по нашим оценкам отмечалось снижение уровня официально зарегистрированных безработных до 13,1% с 13,7% годом ранее (Рисунок 3). Годовой прирост реальной заработной платы замедлился до 9,5% после 14,7% в I квартале предыдущего года (Рисунок 4). Наибольший рост заработных плат отмечался в секторах финансовой и страховой деятельности, оптовой и розничной торговли, а также в секторе искусства, развлечений и отдыха.

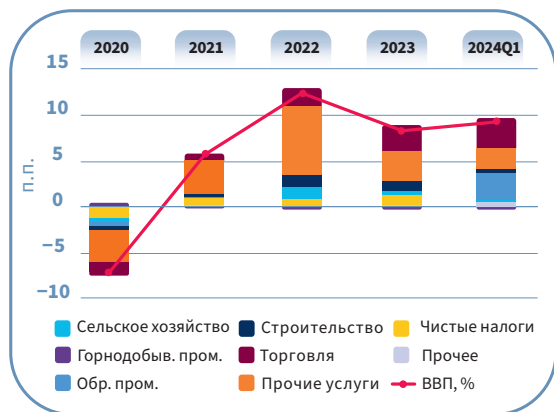
Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования



Источник: Армстат

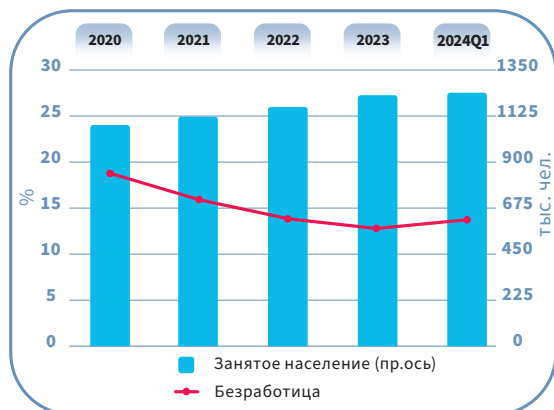
ПРИРОСТ ВВП СОСТАВИЛ 9,2%

Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



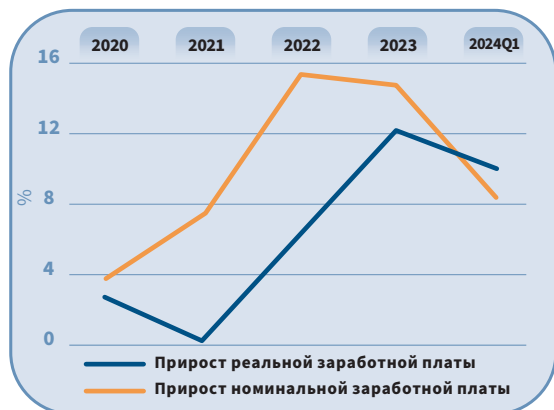
Источник: Армстат

Рисунок 3. Динамика уровня занятости и безработицы



Источник: Армстат

Рисунок 4. Динамика заработной платы



Источник: ЦБ РА, Армстат

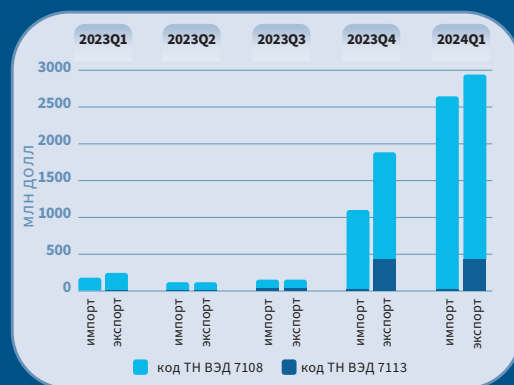


Врезка 1. О влиянии реэкспорта золота

Начиная с IV квартала 2023 года наблюдается значительное влияние реэкспорта золота (Рисунок А) на рост сектора обрабатывающей промышленности (по итогам I квартала 2024 года производство ювелирных изделий увеличилось в 12 раз) и показателей внешнего сектора (наблюдается положительно сальдо СТО). В результате в I квартале 2024 года вклад обрабатывающей промышленности в прирост ВВП составил 3 п.п., вклад чистого экспорта — 12,4 п.п.

Основываясь на данных за I квартал 2023 года («естественный уровень»), был оценен прирост ВВП по производственному методу без учета беспрецедентного роста производства ювелирных изделий, а также по методу расходов — без учета чистого экспорта золота. Согласно полученным результатам, по итогам I квартала 2024 года годовой прирост реального ВВП составил бы 5,0–6,0% (вместо 9,2%)¹.

Рисунок А. Динамика экспорта и импорта золота



Примечание: ТН ВЭД — код 7108 (Золото необработанное, или полуобработанное, или в виде порошка), код 7113 (Ювелирные изделия и их части из драгоценных металлов или металлов, плакированных драгоценными металлами).

Источник: Армстат

¹ Оценка Центрального банка Республики Армения — прирост реального ВВП составил 3,8% без учета золота. Опубликовано в «Отчете об инфляции» 11/06/2024. Доступно на: https://www.cba.am/AM/ppublications/MPR_2024Q2_Arm.pdf

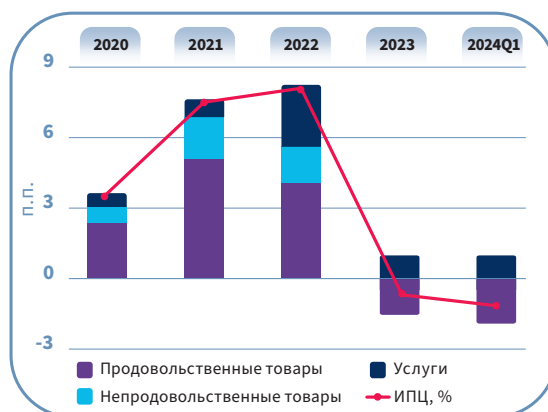
ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

В I квартале 2024 года динамика цен продолжала оставаться в дефляционной зоне в условиях ослабления внешнего ценового давления (Рисунок 12), сдерживающих монетарных условий² и снижения инфляционных ожиданий. По итогам марта 2024 года 12-месячная инфляция составила (-1,2%) (против (-0,6%) в декабре 2023 года), показатель базовой инфляции в годовом выражении снизился до (-0,7%) — против (-0,4%). Преимущественно наблюдалось снижение цен на продовольственные товары (хлеб и хлебобулочные изделия, масла и жиры, овощи и фрукты, мясопродукты и иные товары), вклад в изменение потребительских цен которых составил (-1,9 п.п.) (против (-1,6 п.п.) в декабре 2023 года) (Рисунок 5).

В условиях дефляционных процессов Центральный банк Республики Армения осуществлял постепенное смягчение денежно-кредитных условий. За I квартал 2024 года ставка рефинансирования снижалась дважды и опустилась с 9,25% до 8,5% годовых. При этом стоит отметить ограниченную реакцию банков в части изменения процентных ставок по кредитам и срочным депозитам. В частности, в марте 2024 года по сравнению с декабрем 2023 года средневзвешенные процентные ставки по новым срочным депозитам в национальной валюте снизились на 0,2 п.п., а по новым кредитам, напротив, выросли на 0,1 п.п. (Рисунок 6).

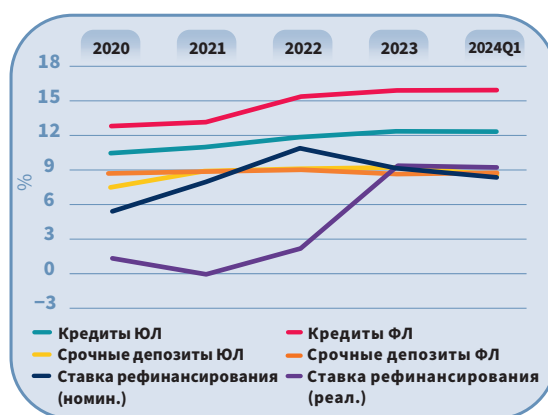
² На фоне укрепления армянского драма и сдерживающей процентной политики (процентная ставка выше нейтральной как по нашим оценкам, так и по оценкам Центрального банка Республики Армения). Доступно на: https://www.cba.am/RU/ppperiodicals/MPR_2024_Q1_Rus.pdf (с. 25, Рисунок 3.Г.3).

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



Источник: Армстат

Рисунок 6. Процентные ставки (на конец периода)

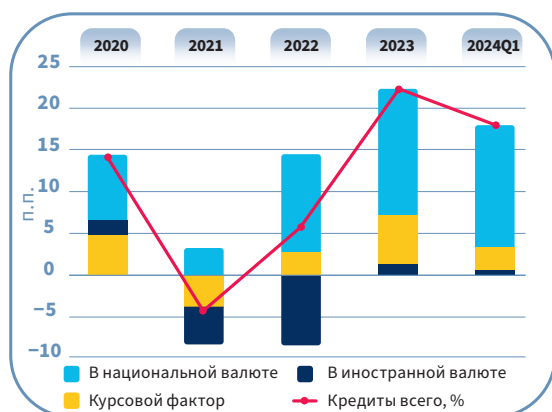


Примечание: на рисунке представлены процентные ставки по новым выданным кредитам и привлеченным депозитам
Источник: ЦБ РА, Армстат

На фоне продолжающегося роста процентных ставок по кредитам в национальной валюте кредитная активность банков несколько замедлилась, но все еще остается высокой. На конец I квартала 2024 года годовой прирост кредитов коммерческих банков замедлился до 17,9% (после 22,4% на конец 2023 года) на фоне снижения темпов роста кредитов юридическим лицам, при этом динамика по потребительским кредитам населению даже ускорилась (Рисунок 7). Рост был преимущественно обусловлен увеличением кредитов в национальной валюте (вклад 14,5 п.п.). Вклад кредитов в иностранной валюте без учета курсового фактора в общий прирост составил

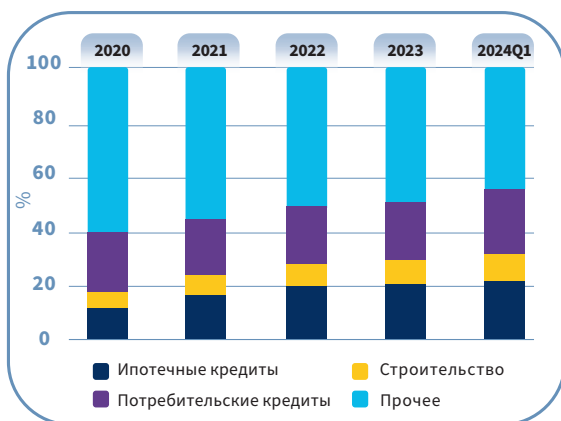
3,4 п.п. Доля ипотечных кредитов (21,5% — после 20,8% в конце 2023 года) и кредитов в сфере строительства (10,2% — после 9,7% в конце 2023 года) увеличилась (Рисунок 8) на фоне мер правительства, направленных на стимулирование жилищного строительства и ипотечного кредитования путем возврата подоходного налога³. Ускорился рост потребительских кредитов (до 22,4% — после 21,1% в конце 2023 года), их доля в структуре кредитов также выросла.

Рисунок 7. Прирост кредитов коммерческих банков



Источник: ЦБ РА

Рисунок 8. Структура кредитов коммерческих банков



Источник: ЦБ РА

ДЕФЛЯЦИЯ СОСТАВИЛА 1,2%

Показатели финансовой устойчивости банковской системы остаются на стабильном уровне. По итогам марта 2024 года по сравнению с декабрем 2023 года рентабельность активов увеличилась с 2,7% до 4,2%, собственного капитала — с 17,4% до 27,3% на фоне увеличения процентных доходов в результате роста кредитования. При этом 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 ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

В I квартале 2024 года государственный бюджет был практически сбалансированным (дефицит 0,1% ВВП), годом ранее наблюдался профицит 3,4% ВВП (Рисунок 9).

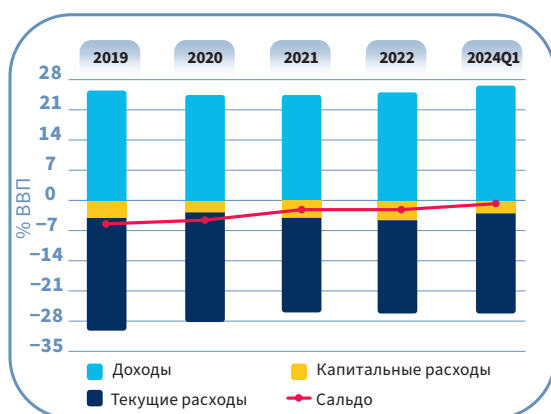
Доходная часть бюджета сократилась до 26,6% ВВП (против 27% годом ранее) за счет снижения налоговых поступлений на 0,4 п.п. до 25,4% ВВП. Снижение, в частности, наблюдалось по линии НДС (на 0,9 п.п.) и акцизов (на 0,3 п.п.) в результате уменьшения поступлений от импортируемых товаров. По остальным видам налогов наблюдался рост. Так, увеличились поступления налога на прибыль (на 0,4 п.п.) на фоне улучшения финансового положения предприятий, подоходного налога (на 0,2 п.п.) — в результате роста занятости и зарплат,

³ Оценки авторов, опубликованная в отчете «Социально-экономические тенденции первого полугодия 2023 года и среднесрочные перспективы» 10/2023. Доступно на: https://efsd.org/upload/iblock/0f4/RA_makro_2023Q2.pdf

а также поступления по остальным видам налогов (на 0,2 п.п.).

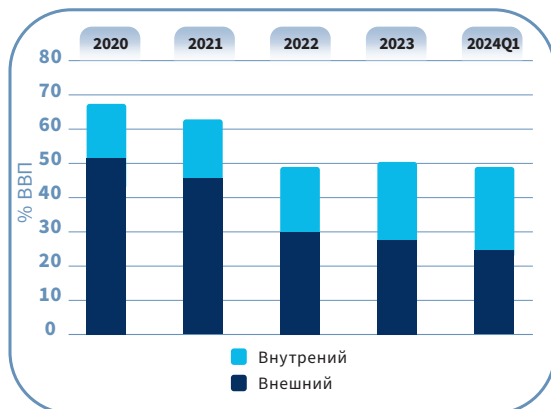
Общие расходы бюджета увеличились до 26,7% ВВП с 23,6% в аналогичном периоде прошлого года за счет роста как текущих, так и капитальных расходов. Текущие расходы увеличились на 1,4 п.п. до 23,4% ВВП за счет роста социальных выплат, пенсии и субсидий, по остальным статьям было снижение (при этом план бюджета был не выполнен на 15,5%). Капитальные расходы увеличились на 1,7 п.п. до 3,3% ВВП, при этом план бюджета был не выполнен на 25,1%. Основной причиной невыполнения плана остаются проблемы управления и реализации капитальных проектов.

Рисунок 9. Государственный бюджет



Источник: Минфин РА

Рисунок 10. Государственный долг



Источник: расчеты авторов

По итогам марта 2024 года уровень государственного долга сократился до 49,4% ВВП (с 50,5% ВВП в 2023 году) на фоне дальнейшего роста ВВП и укрепления армянского драма к доллару (Рисунок 10). При этом доля внешних долговых обязательств продолжает снижаться — с 54,9% до 52,8% от валового государственного долга, что в целом соответствует стратегии правительства по управлению государственным долгом в части изменения его структуры в пользу внутренних заимствований.

ВНЕШНИЙ СЕКТОР⁴

Согласно нашей оценке, в I квартале 2024 года зафиксировано положительное сальдо СТО в размере 1,5% ВВП (против дефицита в 7,4% ВВП годом ранее) на фоне реэкспорта золота, наблюдаемого с конца прошлого года (Рисунок 11).

РЕЭКСПОРТ ЗОЛОТА УСКОРИЛСЯ В 13 РАЗ

Баланс⁵ товаров улучшился и сложился на уровне (-6,6%) ВВП — против (-14,7%) ВВП годом ранее. При этом стоимостной объем экспорта товаров вырос с 35,6% до 90,5% ВВП, чему способствовал реэкспорт золота на арабский рынок. Наибольший вклад в прирост экспорта (172%) внесли драгоценные металлы

⁴ Данные по платежному балансу за I квартал 2024 года (за исключением торгового баланса) — оценки авторов.

⁵ Наблюдалось существенное изменение в структуре торговых потоков на фоне роста экспорта в ОАЭ в 7,1 раза и Китай в 5,9 раза. В результате доли ОАЭ и Китая в товарообороте Армении за этот период составили 22,5% и 9,6% соответственно, при этом основным торговым партнером продолжает оставаться Российская Федерация (41,1%).

(в основном это товарные группы «необработанное или полудрагоценное золото, порошок» и «ювелирные изделия») (на 179,5 п.п.) на фоне реэкспорта и роста мировых цен на золото (Рисунок 12) и машины и оборудование (на 5,6 п.п.). При этом вклад экспорта средств наземного, воздушного и водного транспорта был отрицательным (-8,9 п.п.). Стоимостной объем импорта товаров вырос с 50,3% до 97,1% ВВП на фоне роста реэкспорта и потребительского и инвестиционного спроса. Наибольший вклад в прирост импорта, который составил порядка 76%, также внесли драгоценные камни и металлы (на 84,1 п.п.) и машины и оборудование (1,9 п.п.), при этом средства наземного, воздушного и водного транспорта оказали негативное влияние (-10,9 п.п.).⁶ Профицит баланса услуг снизился до 8,9% ВВП с 10,4% ВВП годом ранее в условиях снижения числа туристов на 3,2%.

Отрицательный баланс первичных доходов снизился до (-1,9%) ВВП с (-5,1%) ВВП годом ранее. Положительный баланс вторичных доходов снизился до 0,9% ВВП с 1,9% ВВП годом ранее в связи с существенным сокращением денежных переводов и ослаблением российского рубля к доллару.

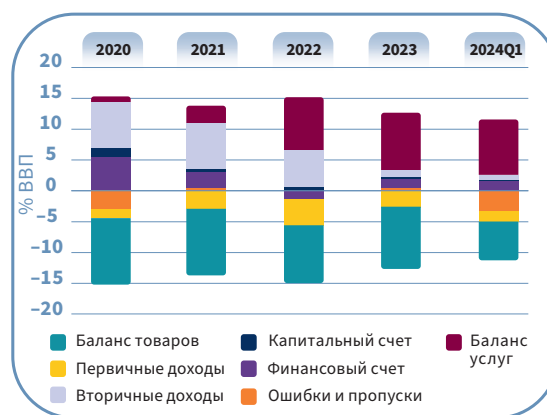
По финансовому счету платежного баланса, по нашей оценке, наблюдалось чистое заимствование в размере 1,5% ВВП против 1,6% ВВП годом ранее. Основной приток средств обеспечили прямые иностранные инвестиции, которые составили 0,7% ВВП, при суммарном оттоке по прочим инвестициям порядка 7% ВВП на фоне снижения кредиторской задолженности депозитных организаций и прочих секторов перед нерезидентами, которое наблюдалось и в 2023 году.

⁶ Министерство финансов Республики Армения. Отчет государственного бюджета I квартал 2024 года. Доступно на: https://minfin.am/hy/page/petakan_buyjei_hashvetvutyun_2024_1-in_eramsyak

Дефицит СТО балансировался за счет неучтенных отрицательных потоков по статье «Пропуски и ошибки», которые, по нашей оценке, составили 3,2% ВВП. На этом фоне по итогам марта 2024 года валовые международные резервы по сравнению с декабрем 2023 года снизились на 0,3 млрд долларов — до 3,3 млрд долларов (или 1,8 мес. импорта).

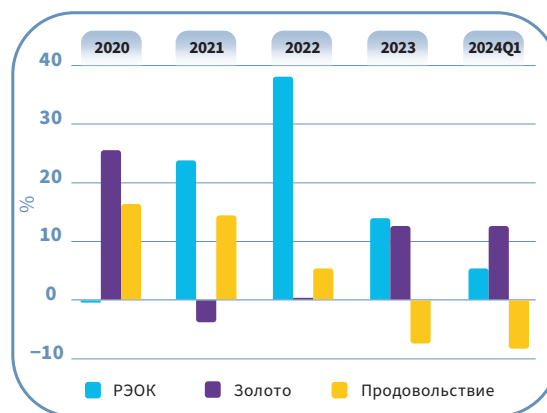
Согласно нашей оценке, в I квартале 2024 года армянский драм оставался переоцененным. Реальный эффективный обменный курс укрепился на 5,0% (после укрепления на 13,9% в 2023 году) (Рисунок 12). Это влияет на дальнейшее снижение конкурентоспособности армянского экспорта.

Рисунок 11. Платежный баланс



Источник: ЦБ РА

Рисунок 12. Динамика ценовых условий внешней торговли (г/г)



Примечание: (+) укрепление РЭОК
Источник: ЦБ РА, Всемирный банк

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

Прогнозы незначительно скорректированы на фоне изменений отдельных показателей. Несмотря на высокий экономический рост, зафиксированный в I квартале 2024 года, прогноз ВВП на 2024 год сохранился неизменным в силу значительных структурных изменений, наблюдаемых в настоящее время. Основные драйверы роста значительно замедлились, за исключением чистого экспорта (реэкспорт золота). Дефицит бюджета на 2026 год увеличен на 0,6 п.п. в связи с планируемым ростом расходов бюджета. Более медленное, чем ожидалось, возвращение цен из дефляционной зоны привело к снижению на 0,2 п.п. прогноза 12-месячной инфляции на 2024 год. Прогнозный дефицит СТО увеличен с учетом роста дефицита внешней торговли: со второй половины 2024 года рост экспорта товаров и услуг замедлится на фоне замедления реэкспорта золота.

Согласно базовому сценарию, в 2024 году рост экономики несколько замедлится, но сохранится на высоком уровне в 6,3%. Несмотря на то что наибольший вклад в прирост ВВП в I квартале 2024 года внес чистый экспорт, ожидается, что со второй половины 2024 года рост экспорта товаров и услуг замедлится на фоне замедления реэкспорта золота и сохранения переоцененности армянского драма. Основными драйверами роста останутся потребительский и инвестиционный спрос. Потребительский спрос будет поддержан продолжающимся ростом потребительского кредитования и зарплатных плат. При этом темпы роста реальной заработной платы несколько замедлятся. Повышение инве-

стиционного спроса будет обусловлено дальнейшим ростом государственных инвестиций⁷ и жилищного строительства. В среднесрочном периоде темпы экономического роста будут соответствовать потенциальному уровню⁸ и составят порядка 5,6% в 2025–2026 годах

Денежно-кредитная политика будет направлена на возвращение инфляции в рамки целевого коридора (4±1,5%). Согласно нашим оценкам, 12-месячная инфляция в декабре 2024 года составит 3,0% (г/г) на фоне постепенной нормализации монетарных условий — снижения ставки рефинансирования и ослабления армянского драма. В среднесрочной перспективе инфляция сохранится вблизи своих целевых значений.

Ожидается увеличение расходов бюджета до 30,3% ВВП на прогнозном периоде в результате повышения текущих и капитальных расходов. Текущие расходы увеличатся с 21,8% ВВП (2023 год) до 23,5% ВВП, на всем прогнозном периоде на фоне роста социальных расходов. Также ожидается значительное увеличение капитальных расходов, что предусмотрено среднесрочной программой государственных расходов на 2024–2026 годы. Кроме того, планируется финансирование крупных интеграционных проектов по жилищному строительству для под-

⁷ Министерство финансов Республики Армения. Среднесрочная программа государственных расходов на 2024–2026 годы. Доступно на: https://minfin.am/hy/page/petakan_mijnazhamket_tsakhseri_tsrage/

⁸ Оценка Центрального банка Республики Армения, опубликованная в «Отчете об инфляции» 12/03/2024. Доступно на: https://www.cba.am/RU/periodicals/MPR_2024_Q1_Rus.pdf

РОСТ ВВП ЗАМЕДЛИТСЯ до 5,6% в 2026 году

держки вынужденных переселенцев из Нагорного Карабаха.

Доходы правительства будут постепенно увеличиваться. Прирост налоговых поступлений в 2024 году составит примерно 0,75 п.п. ВВП, из которых 0,5 п.п. будет обеспечено за счет улучшения налогового администрирования и изменений в налоговой политике. В 2025–2026 годах прирост налоговых поступлений составит около 0,5 п.п. ВВП ежегодно.

С учетом вышесказанного в 2024–2026 годах дефицит бюджета в среднем составит 4,5% ВВП, практически вдвое превысив показатель 2023 года, что ведет к формированию потенциального разрыва в финансировании.

Дефицит счета текущих операций расширится в 2024 году до 2,8% ВВП на фоне замедления притока денежных переводов, а в 2025–2026 годах — до 3,5% ВВП (в среднем) по причине прогнозируемого ухудшения торгового баланса. Несмотря на рост дефицита СТО, устойчивость платежного баланса сильно не изменится, и в 2024–2026 годах резервы в месяцах импорта будут находиться на устойчивом уровне.

РИСКИ И НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ СРЕДНЕСРОЧНОГО ПРОГНОЗА

Основной повышательный макроэкономический риск — сохранение реэкспорта золота, как в IV квартале 2023 года и I квартале 2024 года. В случае его реализации

рост ВВП в 2024 году будет существенно выше базового прогноза за счет положительного вклада чистого экспорта.

С точки зрения влияния на рост ВВП косновным понижающим рискам относятся усиление геополитической напряженности, возможный отток капитала и сокращение потребления со стороны российских граждан (по нашим оценкам, в 2022 году положительное влияние притока российского капитала и потребления российских граждан на экономический рост Армении составило около 4,0 п.п.), а также невыполнение запланированных правительством капитальных расходов.

Также есть риск с стороны фискального сектора, связанный с недавними наводнениями на севере Армении. Это может привести к увеличению в 2024 году бюджетных расходов на восстановление разрушенной инфраструктуры и компенсационные выплаты бизнесу и населению. Как было отмечено, последствиями могут стать расширение дефицита бюджета и потенциальный разрыв в финансировании по сравнению с базовым прогнозом.

Перегрев на рынке недвижимости также является высоким риском для экономики в целом. Он в основном связан с мерами правительства, направленными на стимулирование жилищного строительства и ипотечного кредитования путем возврата подоходного налога. По нашим оценкам, текущие цены могут превышать фундаментальный уровень на 30–35%, что также подтверждается оценками Центрального банка Республики Армения⁹. Дальнейший рост цен может негативно отразиться на качестве активов банков и вызвать риски для финансовой стабильности. Резкое увеличение затрат государственного бюджета, свя-

⁹ Оценка Центрального банка Республики Армения, опубликованная в «Отчете о финансовой стабильности» 30/04/2024: https://www.cba.am/AM/periodicals/Stability_Report_2023.pdf

занных с по возвратом подоходного налога, также несет определенные риски для бюджетной устойчивости.

Среди ключевых проинфляционных рисков можно выделить более ускоренную

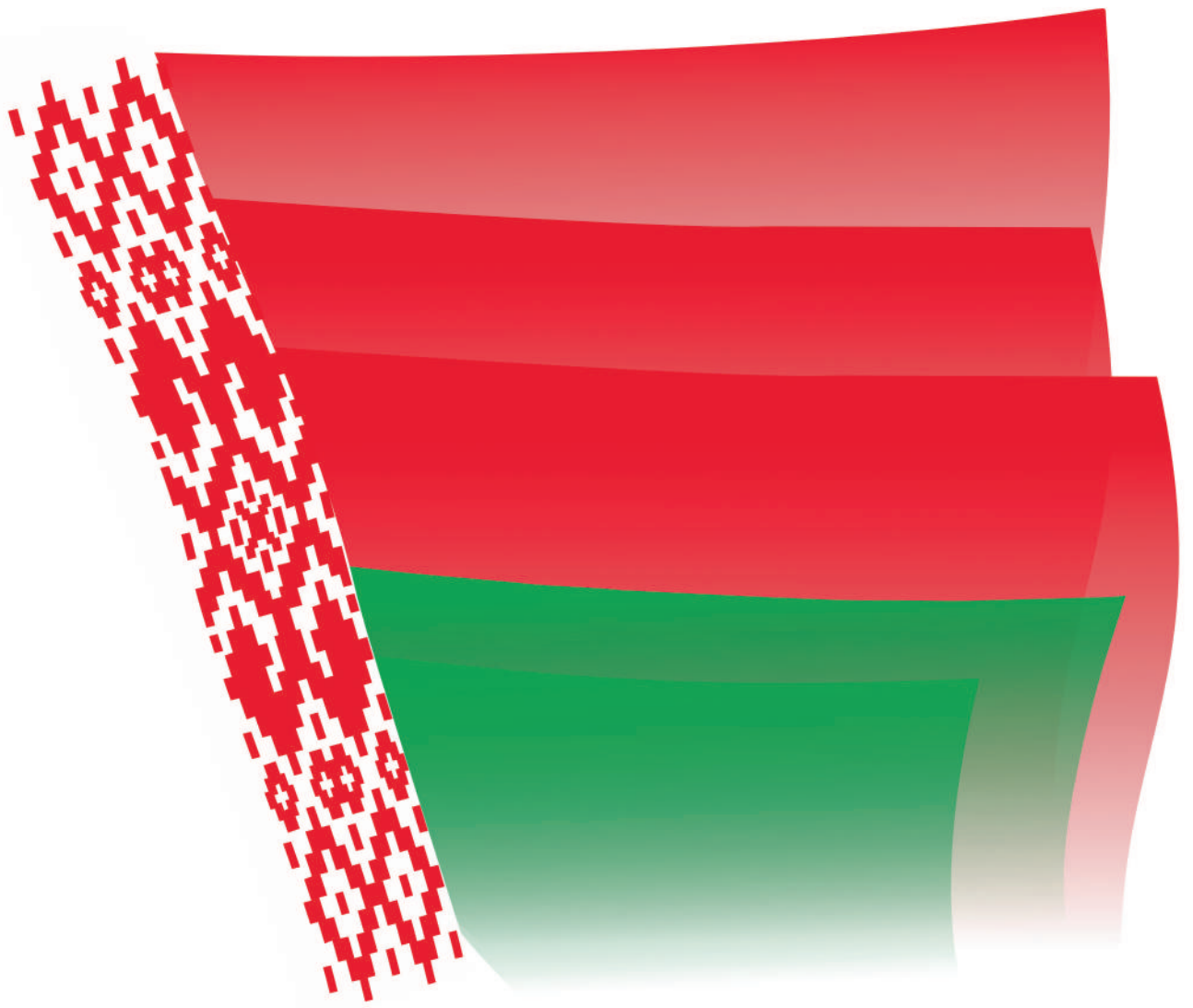
девальвацию национальной валюты на фоне ее текущей переоцененности. Данный риск усиливается на фоне снижения объемов денежных переводов, сокращения валовых международных резервов и возможного оттока капитала.

ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

	2022 Факт	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз
Национальные счета и цены (в %)					
Номинальный ВВП					
в млрд драм	8 501	9503	10674	11880	13060
в млрд долларов	19,5	24,2	26,4	28,5	30,4
Прирост реального ВВП	12,6	8,7	6,3	5,6	5,6
ИПЦ (дек, г/г)	8,3	-0,6	3,0	4,0	4,0
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, % изменения	16,1	17,4	15,5	12,8	11,2
Ключевая процентная ставка	10,75	9,25	7,5	7,5	7,5
Государственные финансы (в % ВВП)					
Доходы и гранты	24,3	24,8	25,2	25,6	26,2
налоговые поступления	22,7	23,4	24,1	24,6	25,1
Расходы бюджета	26,4	26,8	30,0	30,2	30,3
Текущие расходы	21,9	21,8	23,5	23,5	23,5
Капитальные расходы	4,5	5,0	6,5	6,7	6,8
Баланс бюджета ("-" дефицит / "+" профицит)	-2,1	-2,0	-4,8	-4,6	-4,1
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	0,8	-2,1	-2,8	-3,3	-3,6
Прямые иностранные инвестиции ("-" приток; "+" отток)	-5,1	-1,8	-2,7	-3,2	-3,3
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	4,8	3,0	2,9	3,1	3,1

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов





В I квартале 2024 года белорусская экономика продолжала расти относительно высокими темпами. Ключевым фактором роста оставался внутренний спрос, поддержанный ростом реальных доходов населения и потребительским кредитованием. Инфляция немного замедлилась в условиях относительной стабильности обменного курса и сохранения системы ценового регулирования.

Рост внутреннего спроса и внешней торговли способствовал значительному улучшению фискальных параме-

тров и расширению профицита бюджета. По нашим оценкам, в I квартале 2024 года наблюдалось сокращение уровня государственного долга по отношению к ВВП.

Восстановление внутреннего спроса, вызвавшее опережающий рост импорта относительно экспорта, а также ухудшение ценовых условий торговли на фоне ослабления российского рубля к доллару обусловили формирование дефицита внешнеторгового баланса и расширение отрицательного сальдо СТО.



РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

В I квартале 2024 года белорусская экономика продолжила уверенное восстановление. Прирост реального ВВП составил 4,1% г/г (спад на 1,9% г/г годом ранее). По нашим оценкам, прирост сезонно-сглаженного реального ВВП¹ за I квартал составил около 0,5% после практически нулевого роста по итогам IV квартала 2023 года. В целом, по нашим оценкам, экономика функционирует в условиях положительно-го разрыва выпуска, что проявляется в возросших предельных издержках и формировании инфляционного давления, которое сдерживалось действием системы ценового регулирования.

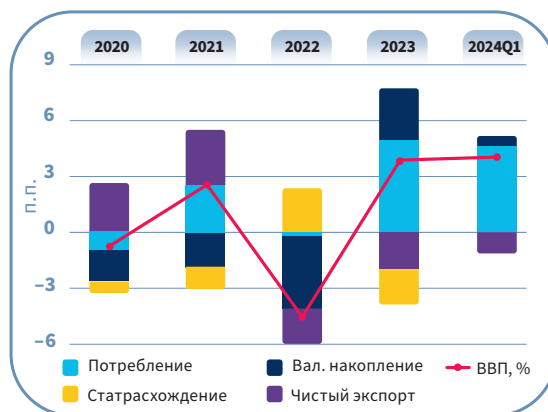
Основной вклад в прирост реального ВВП, по нашим оценкам, вносило увеличение внутреннего спроса (Рисунок 1). Розничный товарооборот в I квартале 2024 года увеличился на 13,1% г/г, при снижении на 3,5% г/г годом ранее, и поддерживался быстрым восстановлением спроса на непродовольственные товары (рост на 18,9% г/г после снижения на 5,8% г/г годом ранее). Потребительская активность поддерживалась повышением реальных располагаемых доходов населения на 9% г/г (рост на 0,3% г/г годом ранее) и активным потребительским банковским кредитованием, которое увеличилось на 42,6% в годовом выражении (рост на 1,7% годом ранее).

Инвестиции в основной капитал восстанавливаются после спада предыдущих лет, однако темпы их роста пока не позволили им вернуться к объемам 2021 года. Рост инвестиций в основной капитал в I квартале 2024 года составил 4,8% г/г (против сни-

жения на 2,8% г/г годом ранее) и происходил в первую очередь за счет заметного увеличения затрат на закупку машин, оборудования и транспортных средств (на 10,8%), при этом инвестиции в строительные-монтажные работы выросли незначительно (на 1,3%). Финансирование инвестиций наиболее быстрыми темпами росло за счет кредитов банков (на 22,7%), средств местных бюджетов (на 25%), а также собственных средств предприятий (на 12,9%).

Ключевыми драйверами экономического роста в отраслевом разрезе выступали промышленность, оптовая и розничная торговля (Рисунок 2). Прирост промышленного производства составил 6,5% г/г (вклад 2,0 п.п. в прирост реального ВВП) и сопровождался снижением складских запасов готовой продукции (до 68,5% от среднемесячного объема производства с 75,2% годом ранее). Продолжающееся восстановление экспортных поставок и увеличение внутреннего потребления способствовали росту оптовой и розничной торговли на 11% (0,9 п.п.). Восстановительные процессы наблюдались и в транспортном секторе, в котором прирост добавленной стоимости составил 5,4% (0,2 п.п.) после продолжительного спада в 2022 и 2023 годах (на 16,8% и 1,8% соответственно).

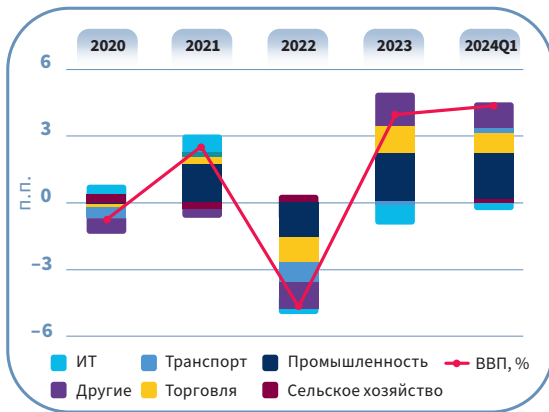
Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования



Примечание: I квартал 2024 — оценка авторов.
Источник: Белстат

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

Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



Источник: Белстат

Несмотря на рост экономики, финансовые результаты организаций ухудшились. Снижение прибыли от реализации на 10,3% г/г происходило под влиянием более быстрого роста себестоимости продукции (15,7%), в том числе за счет опережающего роста номинальной заработной платы (20,0%) по сравнению с выручкой от реализации (12,9%). Снижение рентабельности продаж наиболее быстрыми темпами происходило в обрабатывающей промышленности (-2,8 п.п.). Ключевыми факторами, ограничивающими рост выручки организаций, вероятно, выступали укрепление обменного курса кроссийскому рублю и действие системы ценового регулирования. Несмотря на относительно стабильную долю убыточных организаций (16,4%), сумма чистого убытка на одну организацию по итогам I квартала 2024 года возросла на 48,3% г/г — до 1,6 млн рублей.

Условия на рынке труда стали более жесткими на фоне превышения спроса на рабочую силу над предложением. Уровень безработицы в соответствии с критериями МОТ в I квартале 2024 года продолжал снижаться и составил 3,3% (против 3,6% годом ранее). При этом среднегодовая численность занятых сократилась на 0,9% г/г против снижения на 1,7% г/г годом ранее (Рисунок 3).

БЕЗРАБОТИЦА СНИЗИЛАСЬ ДО 3,3%

Это обусловлено в том числе влиянием демографических факторов, связанных со старением кадров и малочисленностью категории населения, вступающей в трудоспособный возраст.

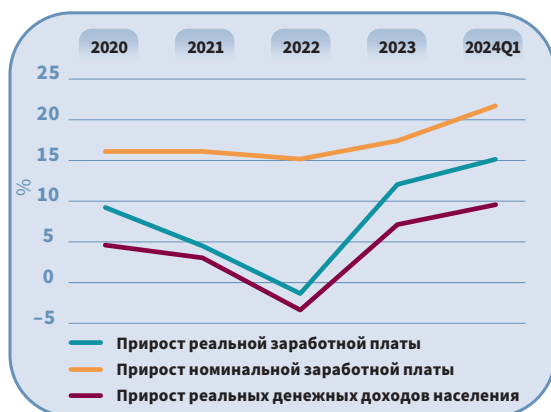
Зарботные платы продолжали ускоренный рост, обусловленный стимулированием оплаты труда в бюджетном секторе и опережающим ростом зарплат в частном секторе в условиях дефицита рабочей силы. Реальная заработная плата в I квартале 2024 года выросла на 13% г/г (Рисунок 4) против роста на 3,8% годом ранее, а фонд заработной платы в реальном выражении увеличился на 11,2% г/г, что значительно превышает темпы роста производительности труда (5,0%). Наиболее высокие темпы роста реальных зарплат наблюдались в строительстве (23,7%) и торговле (16,4%).

Рисунок 3. Динамика уровня занятости и безработицы



Источник: Белстат

Рисунок 4. Доходы населения



Источник: Белстат

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Несмотря на повышательное давление со стороны быстрого роста внутреннего спроса, годовая инфляция в I квартале 2024 года немного замедлилась.

По итогам марта 2024 года прирост потребительских цен составил 5,6% в годовом выражении (6,0% в марте 2023 года) при целевом показателе Национального банка не более 6% (Рисунок 5). Базовая инфляция за этот период замедлилась с 5,6 до 4,1. В разрезе сегментов потребительского рынка основной вклад в инфляцию вносил рост цен на продовольственные товары (на 6,2, вклад 2,7 п.п.) и услуги (на 7,1, вклад 1,8 п.п.). Несмотря на заметное увеличение спроса на непродовольственные товары, рост цен на них и вклад в общую инфляцию сложились умеренными: 3,5% и 1,1 п.п. соответственно.

Замедление инфляционных процессов в начале 2024 года было обусловлено в том числе относительно стабильным обменным курсом, снижением инфляционных ожиданий и действием системы ценового регулирования².

² Постановление СМ РБ от 19.10.2022 №713 «О системе регулирования цен».

Так, аннуализированный показатель инфляции³ в I квартале 2024 года, по нашим оценкам, составил около 4,5%. При этом в III и IV кварталах прошлого года данный показатель составлял около 6 и 9% соответственно. Несмотря на проинфляционное влияние со стороны внутреннего спроса, замедлению инфляции способствовало нивелирование шока роста цен на плодоовощную продукцию⁴, а также меры ценового регулирования. Замедление инфляционных процессов стало отражением и некоторого снижения инфляционных ожиданий⁵ — до 11,0% в марте 2024 года с 11,5% в декабре 2023 года и 12,4% годом ранее.

Монетарные условия в I квартале 2024 года имели мягкий характер, отражением которого выступали высокие темпы роста денежных агрегатов.

Прирост ШДМ составил 21,5% в годовом выражении (против 12,6% годом ранее). При этом наиболее быстрыми темпами росла рублевая денежная масса — на 31,8% (31,1% годом ранее). Валютная составляющая сократилась на 2,6%, в результате чего уровень долларизации ШДМ снизился до 44,5% на 1 апреля 2024 года (48,8% годом ранее).

Для ограничения проинфляционного влияния со стороны внутреннего спроса НБРБ принимал меры, направленные на постепенную нормализацию монетарных условий. Важным фактором этого процесса выступило возобновление операций НБРБ по изъятию избыточной ликвидности. В результате прирост рублевой денежной базы в I квартале 2024 года замедлился до 5,7% против 24,1% на начало года.

³ 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.

⁴ Наблюдаемого во второй половине 2023 года.

⁵ По данным НБРБ.

В таких условиях ставка межбанковского рынка хоть и увеличилась с 2,2% годовых в декабре 2023 года до 4,4% годовых в марте 2024 года (Рисунок 6), но все еще остается ниже уровня инфляции. Дополнительным импульсом кресту процентных ставок выступило повышение пруденциального норматива РВСР⁶. В совокупности данные меры обусловили рост ставок по новым рублевым кредитам в I квартале 2024 года до 10,2% — с 9,3% на конец 2023 года. Ставка по новым срочным депозитам сохранилась практически на уровне конца 2023 года и составила 5,4% годовых в марте 2024 года.

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



Источник: Белстат

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



Источник: Белстат, НБРБ

⁶ Расчетная величина стандартного риска (РВСР). Установление банками ставок выше указанного НБ порога трактуется как рискованная бизнес-модель и влечет установление повышенных пруденциальных требований.

Кредитная активность в I квартале 2024 года оставалась высокой, главным образом за счет кредитования в национальной валюте.

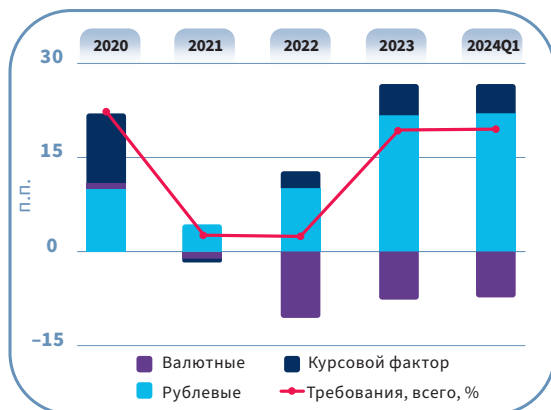
Прирост требований банков и Банка развития по итогам марта 2024 года составил 16,9% в годовом выражении против прироста 16,0% на конец 2023 года. Требования банков (без учета Банка развития) в экономике продолжали расти достаточно высокими темпами и по итогам марта 2024 года увеличились на 19,2% в годовом выражении (против 19,1% за 2023 год) (Рисунок 7). При этом рост кредитования обеспечивался в основном за счет расширения кредитного портфеля в белорусских рублях (на 33,3%) при сжатии доли в иностранной валюте (на 21,1%). В таких условиях долларизация требований банков и Банка развития в экономике продолжала снижаться и на 1 апреля 2024 года составила 27,3% — против 35,7% годом ранее. Главными драйверами роста рублевого кредитного портфеля банков выступили спрос на заемные ресурсы предприятий как государственной (рост портфеля на 30,1%), так и частной формы собственности (на 49,0%) и расширение потребительского кредитования (на 42,6%). При этом кредиты физическим лицам на финансирование недвижимости⁷ росли более умеренными темпами (15,4%). Несмотря на заметный рост портфеля в розничном сегменте (Рисунок 8), долговая нагрузка по погашению и обслуживанию долга на домашние хозяйства даже несколько снизилась, составил 9,2%⁸ от доходов (9,4% на начало 2023 года и 9,9% на начало 2022 года).

⁷ 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 поддержке граждан при строительстве (реконструкции) жилых помещений».

⁸ По данным НБРБ на 01.01.2024.

Финансовые показатели банков продолжали демонстрировать улучшение. Прибыль банков за I квартал 2024 года увеличилась на 33,1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Этому способствовал рост процентных и комиссионных доходов, а также доходы от высвобождения сформированных ранее резервов на покрытие возможных убытков. Рост прибыли банков обусловил дальнейший рост рентабельности активов и нормативного капитала (с 2,5% и 15,8% на начало года до 2,6% и 16,4% соответственно). Показатель достаточности нормативного капитала по итогам 2023 года составил 20% (против 19,9% на начало года) при пороговом значении не менее 10%. Доля необслуживаемых активов (NPL) в марте 2024 года составила 4,8% против 5% на начало года (Рисунок 9). При этом NPL в сегменте юридических лиц снизился до 7,8% против 8,3% на начало года. В части рисков ликвидности ситуация в банковском секторе несколько ухудшилась, но в целом также остается приемлемой. Показатель LCR за I квартал 2024 года снизился до 141,8% с 157,8% на начало года, а показатель NFSR⁹ остается относительно стабильным и на 1 апреля 2024 года составил 132,2%.

Рисунок 7. Декомпозиция годового прироста требований банков к экономике

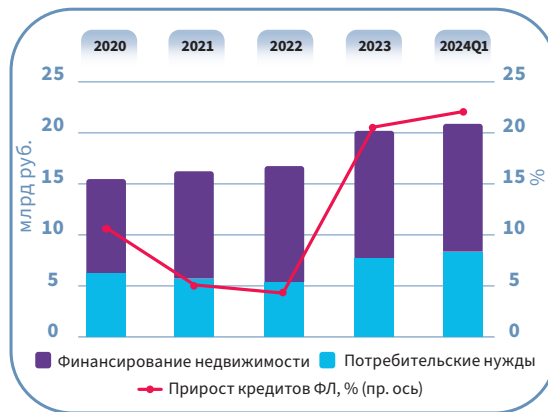


Источник: НБРБ

⁹ LCR — показатель покрытия ликвидности; NFSR — норматив чистого стабильного фондирования. Размер норматива по данным показателям, установленный НБРБ, составляет не менее 100%.

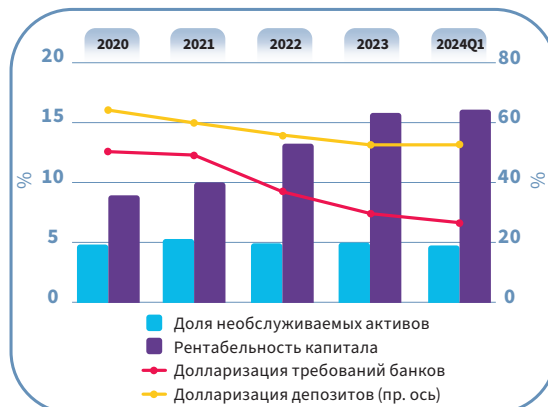
ПРИБЫЛЬ БАНКОВ ЗА I КВАРТАЛ 2024 ГОДА УВЕЛИЧИЛАСЬ НА 33,1%

Рисунок 8. Кредиты физическим лицам (на конец периода)



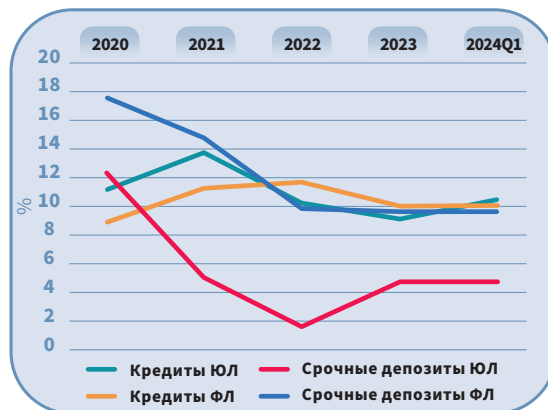
Источник: НБРБ

Рисунок 9. Показатели банковского сектора



Источник: НБРБ

Рисунок 10. Процентные ставки



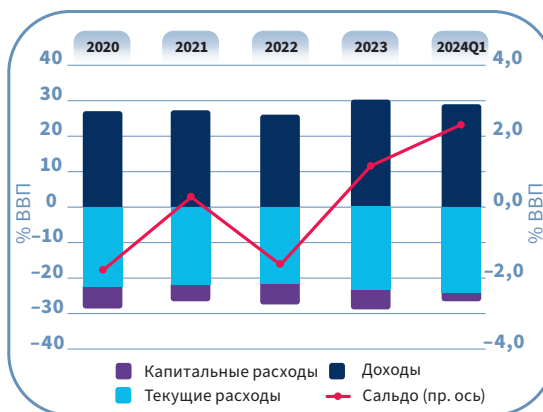
Источник: НБРБ

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

Увеличение налоговых поступлений за счет растущих опережающими темпами доходов населения и активной внешней торговли в условиях сдержанного увеличения расходов обусловило дальнейшее укрепление фискальной позиции Республики Беларусь. По предварительным данным, консолидированный бюджет за I квартал 2024 года исполнен с профицитом 2,2% ВВП (Рисунок 11) против профицита в 1,0% ВВП годом ранее. Доходы консолидированного бюджета увеличились до 29,5% ВВП (+1,9 п.п.), из которых налоговые доходы — 26% ВВП (+1,7 п.п.), а неналоговые — 3,5% ВВП (+0,2 п.п.). Наибольший вклад в прирост налогов был обеспечен НДС, таможенными пошлинами и подоходным налогом, что связано с ростом внутреннего потребления (в том числе за счет повышения доходов населения) и внешней торговли. Расходы при этом выросли не так значительно — до 27,2% ВВП (+0,8 п.п.), главным образом за счет увеличения расходов на закупку товаров и оплату услуг (+0,5 п.п.) и на выплату процентов по долгу (+0,3 п.п.) — при сокращении капитальных расходов на 0,4 п.п. Первичный профицит также заметно расширился и составил 4% ВВП (2,4% ВВП годом ранее).

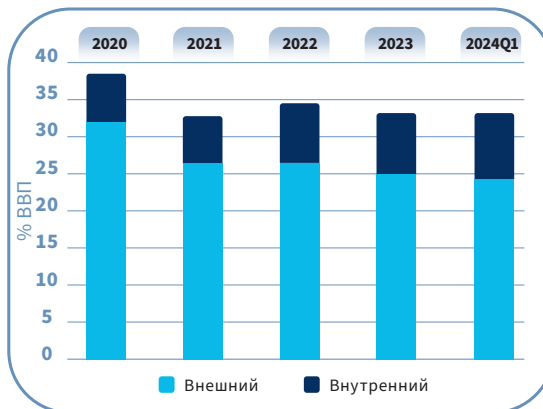
Уровень государственного долга Республики Беларусь, по нашим оценкам, в I квартале снизился в условиях стабильного обменного курса и роста первичного профицита. За I квартал 2024 года прямой долг правительства (без учета гарантированного долга и долга местных бюджетов) по сравнению с концом 2023 года сократился на 0,9 п.п. до 30,8% ВВП (Рисунок 12).

Рисунок 11. Государственный бюджет



Источник: Минфин РБ

Рисунок 12. Государственный долг



Источник: Минфин РБ

Примечание: с 2022 года оценка авторов

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Отрицательное сальдо СТО в I квартале 2024 года расширилось под влиянием смещения сальдо внешней торговли в область дефицита. В целом формирование существенного дефицита СТО в I квартале для Республики Беларусь носит традиционный характер и связано с начислением доходов иностранным инвесторам и резким ростом отрицательного сальдо первичных доходов (Рисунок 13). Однако за январь — март 2024 года дефицит СТО расширился по сравнению с прошлым годом и сложился на уровне 1,9 млрд долларов (11,3% ВВП) — годом ранее показатель составлял 1,8 млрд долларов (10,5% ВВП). Расширение дефицита СТО обусловлено переходом сальдо внешней

торговли товаров и услуг в отрицательную область — оно составило 0,1 млрд долларов, или (-0,6%) ВВП, после профицита в 0,2 млрд долларов (1,1% ВВП) годом ранее. По нашим оценкам, формированию дефицита внешней торговли содействовали опережающие темпы роста физических объемов импорта по сравнению с экспортом на фоне растущего внутреннего спроса. Дополнительным фактором, оказавшим негативное влияние на внешнеторговое сальдо, выступило более быстрое снижение экспортных цен по сравнению с импортными на фоне ослабления обменного курса российского рубля к доллару (см. Врезку 1).

На динамику финансового счета платежного баланса в I квартале 2024 года ключевое влияние оказывало реинвестирование доходов от ПИИ. За январь — март 2024 года приток средств по финансовому счету составил 1,3 млрд долларов (7,9% ВВП¹⁰) (Рисунок 14) против 1,6 млрд долларов (9,4% ВВП) годом ранее. Основным источником средств выступило реинвестирование доходов, полученных иностранными инвесторами от прямых инвестиций. В то же время ухудшение финансовых результатов работы белорусских предприятий обусловило снижение реинвестированных доходов по сравнению с прошлым годом на 8,9%, что составило 1,5 млрд долларов (9,3% ВВП) после 1,7 млрд долларов (10% ВВП) годом ранее. Тенденция увеличения

**ПРОФИЦИТ
КОНСОЛИДИРОВАННОГО
БЮДЖЕТА
2,2% ВВП**

¹⁰ С учетом резервных активов.



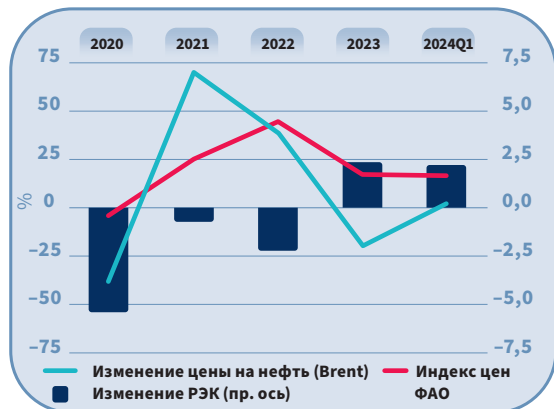
Врезка 1. О влиянии обменного курса на индексы цен внешней торговли

Негативное влияние ослабления российского рубля к доллару США на ценовые условия торговли связано со значительной долей России в структуре внешней торговли Беларуси и с порядком формирования цен. Доля стран СНГ (преимущественно России) в экспорте за 2023 год составила 67,6%, а в импорте — 56,2%. При этом экспортные цены и расчеты по ним с Российской Федерацией 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. В результате долларовой эквивалент импортных цен снижается не так быстро в сравнении с экспортными при ослаблении российского рубля к доллару. Данный тезис подтверждается и результатами исследований (Вечерский¹¹, 2011), в соответствии с которыми был проведен анализ влияния изменения внешнеторговых цен на платежный баланс. Так, изменения обменного курса на экспортных ценах (без учета энергетических и удобрений) отражаются не в полной мере, при этом наибольшую значимость имеет показатель обменного курса к российскому рублю. В то же время изменения номинального эффективного курса в полной мере влияют на цены импорта.

¹¹ Модель прогнозирования платежного баланса, Вечерский А. // Банковский вестник, октябрь 2011.

банками чистых иностранных активов сохраняется, хотя и несколько замедлилась. За I квартал 2024 года ЧИА банков выросли на 0,2 млрд долларов (1,1% ВВП).

Рисунок 13. Динамика ценовых условий внешней торговли (г/г)



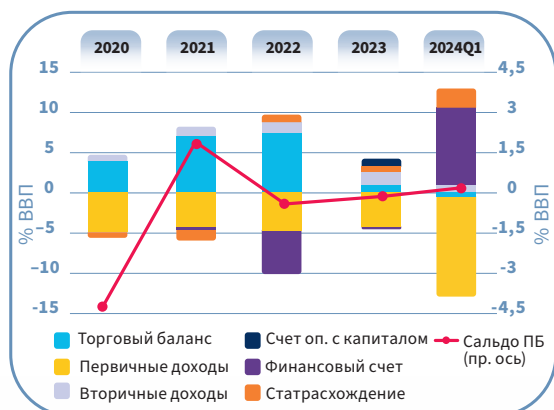
Источник: ФАО, Белстат, НБРБ

Примечание: «+» — укрепление национальной валюты, «-» — ослабление

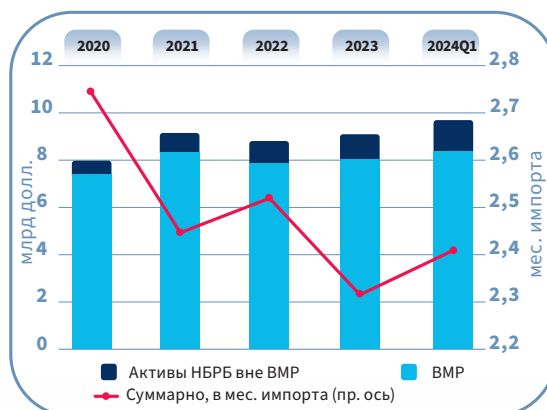
Национальный банк увеличил свои активы в иностранной валюте, в том числе не входящие в состав ВМР. Валовые международные резервы выросли на 0,3 млрд долларов и на 1 апреля 2024 года составили 8,4 млрд долларов (2,1 мес. импорта). Несмотря на давление со стороны плательщиков по долгу, росту ВМР способствовала переоценка активов, связанная в первую очередь с ростом мировых цен на золото: стоимость монетарного золота в ВМР за квартал увеличилась на 0,3 млрд долларов. В дополнение к этому следует отметить рост других активов НБРБ в иностранных валютах, не входящих в состав ВМР, на 0,3 млрд в долларовом эквиваленте, что также отражает рост возможных источников поддержания платежеспособности страны (Рисунок 15).

Рисунок 15. Динамика ценовых условий внешней торговли (г/г)

Рисунок 14. Платежный баланс



Источник: НБРБ, Белстат



Источник: НБРБ, расчеты авторов



СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

Фактическая динамика ключевых макроэкономических показателей позволила скорректировать прогноз в сторону более высокого экономического роста. Оценка ожидаемого прироста реального ВВП в Республике Беларусь в 2024 году увеличена на 1,5 п.п. по сравнению с предыдущим прогнозом (представленном в весеннем РЭО¹²). Такая корректировка связана с более быстрым (чем предполагалось) ростом внутреннего спроса и ускорением экономической активности в отдельных отраслях, преимущественно ориентированных на экспорт. На этом фоне были несколько улучшены оценки по ожидаемому исполнению бюджета и динамике счета текущих операций. При этом проинфляционное влияние высоких темпов экономического роста носит менее выраженный (относительно предыдущего прогноза) характер, что позволило пересмотреть прогноз по инфляции в сторону понижения (на 0,3 п.п.) с вхождением в рамки целевого параметра НБРБ.

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР

В условиях сильного как внешнего, так и внутреннего спроса темпы роста белорусской экономики в 2024 году останутся относительно высокими. По итогам 2024 года прирост реального ВВП ожидается в размере 3,7% г/г, что близко к запланированному властями темпу роста экономики в 3,8%. Сохранение относительно высокой экономической активности объясняется в том числе продолжением процесса адаптации

экономики к изменившимся условиям (выстраивание новых каналов транспортной и финансовой логистики, производственных связей, а также реализация инвестиционных проектов). С 2025 года, по мере завершения процесса адаптации и в условиях сохраняющихся структурных ограничений существующей модели экономики, ожидается замедление темпов экономического роста до 1%, что находится в пределах текущих оценок потенциального роста большинства аналитиков.

ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

Несмотря на сохраняющееся проинфляционное влияние со стороны растущего внутреннего спроса, инфляционная динамика останется достаточно стабильной. К концу 2024 года инфляция прогнозируется на уровне 5,8% (цель НБРБ — в пределах 6%). Поддержанию инфляции в пределах целевых параметров будут способствовать как ожидаемая постепенная нормализация монетарных условий за счет роста процентных ставок денежного рынка, так и сохранение системы ценового регулирования. В последующие годы предполагается, что власти будут нацелены на поддержание инфляции около 5%. В таких условиях в 2024 году прирост ШДМ, по нашим оценкам, замедлится до 15,7% в 2024 году и до 9–12% в последующие годы. Стабилизация инфляции около среднесрочного целевого ориентира в 5% сформирует условия для постепенного снижения ставки рефинансирования во второй половине 2025 года.

¹² Региональный экономический обзор ЕФСР 2024 № 1(1). Москва: Евразийский фонд стабилизации и развития. Доступно на: <https://efsd.org/research/regional-economic-outlook/vesna-24-regionalnyy-ekonomicheskii-obzor/>

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР

Рост заработных плат в бюджетном секторе сформирует стимулирующий фискальный импульс в 2024 году с предполагаемой постепенной консолидацией бюджета в 2025 и 2026 годах. Сальдо консолидированного бюджета в 2024 году прогнозируется дефицитным в размере (-0,7% ВВП), при этом первичное сальдо сложится профицитным на уровне 1,1% ВВП. Ожидаемое замедление роста расходов бюджета на оплату труда позволит уже в 2025 году выйти на профицит бюджета (0,2% ВВП).

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Прогнозируемое замедление оттока средств по финансовому счету и постепенное снижение дефицита СТО выступят факторами сохранения внешнеэкономической сбалансированности. Сальдо СТО прогнозируется дефицитным в размере 0,6% ВВП в 2024 году с последующим снижением дефицита до 0,4% ВВП в 2025 году и выходом на профицит в 0,1% ВВП в 2026 году. Возврату к профициту СТО будет содействовать замедление роста внутреннего спроса и некоторое улучшение ценовых условий внешней торговли. Ожидаемое замедление оттока средств по финансовому счету связано с тем, что банки и предприятия уже в значительной мере погасили накопленную ранее задолженность в долларах и евро при постепенном формировании новых каналов финансирования в иных валютах. Хотя валовые резервы и будут снижаться под давлением платежей по погашению и обслуживанию государственного долга, но их уровень в соответствии с прогнозом не опустится ниже 6,5 млрд долларов (около 1,5 мес. импорта). При этом в основных направлениях денежно-кредитной политики на 2024 год пороговое минимальное значение для ВМР определено на уровне 6,0 млрд долларов.

РИСКИ И НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ СРЕДНЕСРОЧНОГО ПРОГНОЗА

Несмотря на достаточно благоприятную динамику ключевых макроэкономических показателей в базовом сценарии, экономика Республики Беларусь остается уязвимой к внутренним и внешним шокам. Наиболее существенные для среднесрочного прогноза риски связаны с реализацией внешних шоков, обусловленных усилением влияния санкций и ухудшением экономической ситуации в России. В частности, могут усиливаться трудности как в логистике поставок экспортных товаров и импортных составляющих производства, так и при проведении платежей ввиду избыточного комплаенс-контроля зарубежных банков, а также из-за ограничения доступа к источникам рефинансирования внешнего долга банковского сектора и прочих секторов. При этом в случае реализации дополнительных (относительно базового сценария) негативных шоков собственные возможности Беларуси противостоять их воздействию на макроэкономическую и финансовую стабильность будут существенно ограничены.

Следует также отметить возможное усиление кредитных рисков в банковском секторе в случае роста долговой нагрузки предприятий. В ситуации дальнейшего ухудшения финансового положения организаций и сокращения объемов производства при реализации негативных шоков может наблюдаться увеличение долгового бремени предприятий как фактора роста необслуживаемых активов банков.

ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

	2022 Факт	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз
Национальные счета и цены (в %)					
Номинальный ВВП					
в млрд рублей	193,7	216,3	251,0	274,1	293,9
в млрд долларов	75,1	71,7	76,6	79,9	81,4
Прирост реального ВВП	-4,7	3,9	3,7	1,4	0,9
ИПЦ (дек, г/г)	12,8	5,8	5,8	5,0	5,0
Номинальная заработная плата					
тыс. белорусских рублей	1,6	1,9	2,1	2,3	2,5
долларов	633	634	652	671	680
Прирост реальной заработной платы	-1,2	11,0	6,2	2,0	1,6
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, % изменения	12,7	23,6	16,1	12,6	9,4
Кредит экономике, % изменения	2,4	19,1	11,8	11,9	8,3
Ключевая процентная ставка	12,0	9,5	9,5	8,5	8,5
Государственные финансы (в % ВВП)					
Доходы бюджета	25,5	30,1	28,3	28,3	28,3
налоговые поступления	22,2	24,8	24,3	24,3	24,4
Расходы бюджета	27,1	29,5	28,9	28,1	27,7
Баланс бюджета ("-" дефицит / "+" профицит)	-1,6	0,6	-0,7	0,2	0,6
Первичное сальдо	-0,2	2,2	1,1	1,7	1,9
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	3,4	-1,4	-0,6	-0,4	0,1
Прямые иностранные инвестиции (- приток; + отток)	-1,9	-2,8	-2,0	-2,0	-2,1
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	2,3	2,1	1,9	1,7	1,5

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов





В I квартале 2024 года экономика Кыргызской Республики продолжала расти высокими темпами, ускорившись относительно 2023 года. Реальный ВВП увеличился на 8,8% — главным образом за счет высокой потребительской и инвестиционной активности. Наибольший вклад в рост обеспечен сектором услуг (8,0%), в том числе благодаря оптовой и розничной торговле, которая приросла на 19,1%. Увеличение активности в сфере услуг способствовало росту занятости.

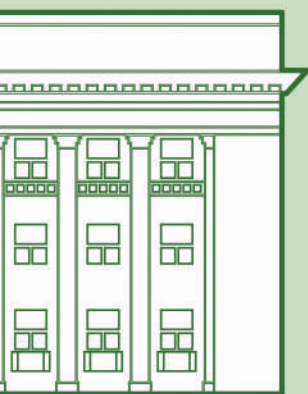
Замедление роста продовольственных цен сыграло ключевую роль в снижении инфляции до 5,2 с 7,3% по итогам 2023 года. Денежно-кредитная политика была направлена на ограничение монетарных факторов инфляции: реальная учетная ставка сохранилась положительной (5,8% годовых), проводились операции по изъятию избыточной ликвидности в банковской системе.

Рост потребительского кредитования начинает негативно влиять на финансовые показатели банков: объем просроченных кредитов вырос на 8,0% с начала года.

Государственный бюджет сформировался с профицитом в размере 3,7% ВВП на фоне роста налоговых поступлений.

Несмотря на восстановление экспорта золота, дефицит СТО продолжил расширяться из-за роста объемов импорта и недоучета операций реэкспорта.

В среднесрочной перспективе ожидается замедление темпов роста кыргызстанской экономики в условиях снижения государственных инвестиций и постепенного замедления внутреннего и внешнего спроса. Замедление потребительской активности и мировых цен на продовольствие приведет к снижению годовой инфляции до 5,9% в 2024 году и 5,4% в 2026 году.



РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

В I квартале 2024 года кыргызстанская экономика ускорилась до 8,8% г/г против 2,8% г/г в I квартале 2023 года за счет высокой потребительской активности и роста инвестиций. Данные по структуре роста ВВП по использованию не опубликованы, однако можно отметить рост потребительской активности домашних хозяйств за счет увеличения заработной платы (на 11,0% г/г) и потребительского кредитования (на 66,0% г/г). Рост инвестиций в основной капитал ускорился до 66,6% г/г (против 3,1% г/г в I квартале 2023 года) в основном за счет внутренних источников: вложений резидентов — физических лиц (в 1,6 раза) и предприятий (в 1,8 раза). Финансирование за счет внешних источников (преимущественно в виде кредитов) выросло на 83,9%. В отраслевом разрезе наибольший приток инвестиций пришелся на добычу полезных ископаемых (рост в 2,4 раза). Чистый экспорт, скорее всего, замедлился из-за опережающего роста импорта товаров над экспортом товаров.

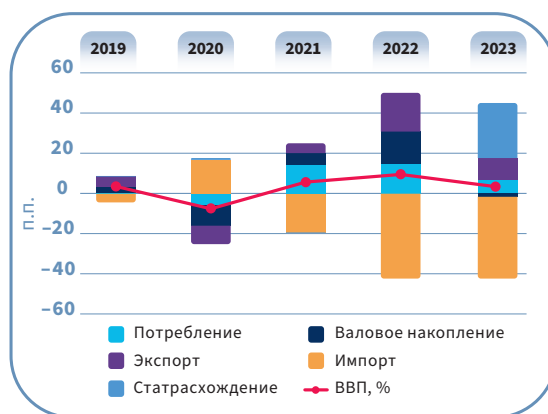
В отраслевом разрезе наибольший вклад в прирост реального ВВП в I квартале 2024 года внесли сектор услуг (3,8 п.п.) и строительство (1,8 п.п.). Добавленная стоимость сектора услуг увеличилась на 8,0% (после роста на 1,5% в I квартале 2023 года) (Рисунок 2). Динамика была в основном обеспечена оптовой и розничной торговлей (+2,1 п.п.), которая выросла на 19,1% (1,7% годом ранее) за счет быстрого увеличения внутреннего потребления и спроса со стороны России. Торговля автомобилями и запчастями продолжила расти высокими темпами — на 71,7% г/г (7,0% г/г годом ранее). Объем строительства вырос на 53,8% (1,8 п.п.) благодаря реализации программы «Мой дом 2021–2026», в том числе в связи с внедрением механизма

ПРИРОСТ ВВП

8,8%

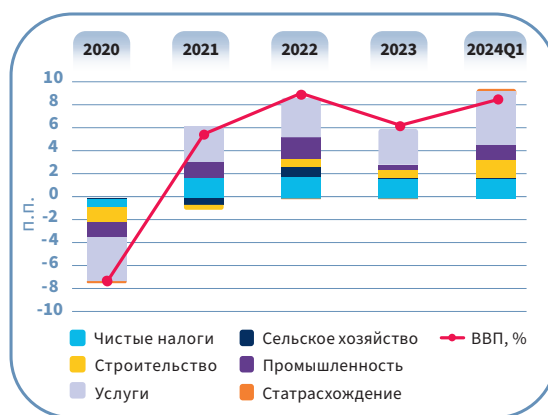
долевого строительства жилья. Объем промышленного производства увеличился на 5,1% (7,8% годом ранее) в основном за счет производства пищевых продуктов (+17,6%). Производство золота снизилось на 0,3% в январе — марте¹ (рост на 13,6% годом ранее). Объем чистых налоговых сборов вырос на 9,0% (+0,2 п.п.) в основном за счет роста налоговых поступлений от импортируемых товаров (+36% г/г).

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования



Источник: НСК КР, оценки авторов

Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



Источник: НСК КР, оценки авторов

¹ В январе — апреле 2024 года спад продолжился: (-6,3% г/г) (рост на 1,0% в январе — апреле 2023 года).

Значимое увеличение активности в сфере услуг способствовало росту численности работников и снижению числа зарегистрированных безработных. В январе — марте 2024 года уровень занятости повысился на 5,2% г/г (против 2,2% г/г годом ранее). По-прежнему быстрее всего растет численность занятых в гостиничном и ресторанном бизнесе (36,9% г/г) и торговле (21,3% г/г). После снижения в 2023 году возобновился рост занятости в профессиональной, научной и технической деятельности (15,0%) и строительстве (13,4%). Рост занятости в обрабатывающей промышленности замедлился до 8,0% г/г. Численность официально зарегистрированных безработных в январе — марте снизилась на 12,6% г/г (-3,6% г/г) в январе — марте 2023 года).

В ряде секторов наблюдалось ускорение темпов роста реальной заработной платы на фоне замедления среднего показателя по экономике. Несмотря на ускорение экономической активности, повышение заработных плат в реальном выражении замедлилось до 5,3% в январе — марте против 27,9% в соответствующем периоде прошлого года (Рисунок 3). При этом после спада в 2023 году начался рост зарплат в сфере добычи полезных ископаемых (18,7%), ускорился рост в строительстве, торговле и транспорте (в среднем до 24,2%). Ухудшилась динамика зарплат в отраслях, лидировавших в 2023 году: обрабатывающей промышленности (10,3%), сельском хозяйстве (2,4%), государственном управлении (-2,1%), гостиничном и ресторанном бизнесе (-0,5%).

**ИНФЛЯЦИЯ
ЗАМЕДЛИЛАСЬ ДО
5,2%**

Рисунок 3. Динамика изменения заработной платы



Источник: НСК КР, расчеты авторов

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

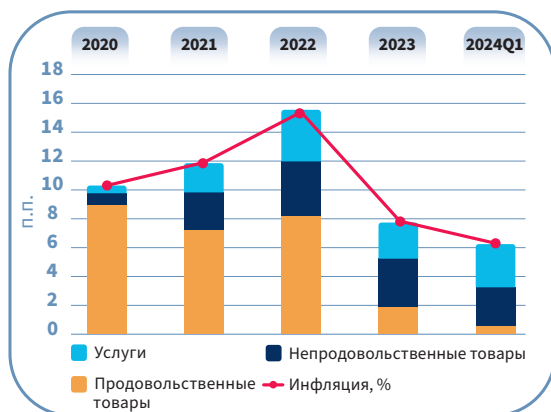
Медленный рост продовольственных цен сыграл ключевую роль в снижении инфляции. В марте 2024 года показатель годовой инфляции составил 5,2% г/г, снизившись с 7,3% г/г в декабре 2023 года и 12,7% г/г в марте 2023 года (Рисунок 4). Основную роль в замедлении инфляции сначала года играют цены на продовольствие (вклад — 0,5 п.п.), которые выросли только на 0,9%. Однако не исключен рост продовольственной инфляции в ближайшие месяцы: более 90% зерна импортируется из России, где из-за холодов и экспортных квот цены на зерно выросли на 3% г/г, 23% г/г и 21% г/г в апреле, мае и июне соответственно. Рост цен на услуги практически не изменился (9,2% против 9,1% в декабре 2023 года), на непродовольственные товары — замедлился (9,6% против 12,2%), вклад — 2,3 и 2,5 п.п. соответственно. В апреле тенденции не поменялись, рост цен остался на уровне 5,2%.

В условиях замедления инфляции НБКР стал снижать ставку, но реальная стоимость заимствований осталась неизменной. Учетная ставка

и границы процентного коридора по инструментам «овернайт» были снижены в апреле и мае 2024 года совокупно на 4 п.п. до 9% годовых. В то же время при более низкой инфляции реальная процентная ставка осталась на уровне конца 2023 года — 5,8% годовых.

В марте 2024 года регулятор продолжил проводить операции по абсорбированию ликвидности — продажи нот НБКР увеличились на 30,8% г/г, объем размещений средств банков на депозитах «овернайт» — на 42,1% г/г. Как итог, несмотря на рост на 13,7% г/г, с начала года денежная база сократилась на 2,6% (Рисунок 5). Вместе с тем денежная масса продолжила расти опережающими темпами (22,4% г/г против 15,0% г/г в декабре 2023 года) за счет роста депозитов как в национальной (33,7% против 22,5%), так и в иностранной валюте (28,5% против 26,3%)².

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

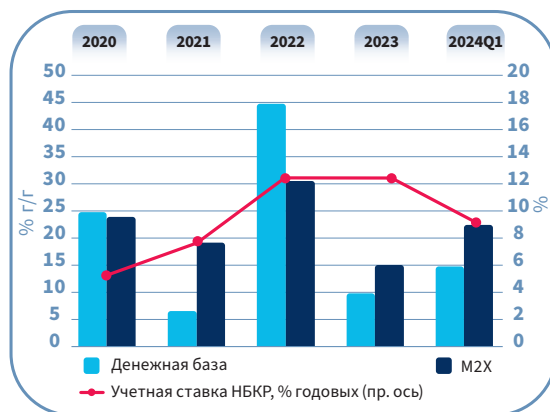


Источник: НСК КР, расчеты авторов

РОСТ СОВОКУПНОГО ДЕПОЗИТНОГО ПОРТФЕЛЯ УСКОРИЛСЯ В МАРТЕ 2024 ГОДА ДО 32%

² Динамика по депозитам, учитываемым в широкой денежной массе.

Рисунок 5. Динамика монетарных индикаторов (на конец периода, г/г)



Источник: НБКР

Депозитный и кредитный портфели банков продолжают расти, при этом долларизация снижается.

Рост совокупного депозитного портфеля ускорился в марте 2024 года до 32,0% г/г (27,3% г/г в декабре 2023 года) в основном за счет роста объема депозитов юридических лиц в национальной валюте (49,2%), прежде всего — средств на расчетных счетах (52,4%) и счетах до востребования (80,5%) (Рисунок 6). Рост объемов депозитов физических лиц ускорился до 26,0% г/г (25,1% г/г в декабре 2023 года) за счет срочных депозитов от 6 месяцев до 3 лет (39,6%). Рост депозитов в иностранной валюте был также обеспечен средствами юридических лиц на расчетных счетах (35,3%). Уровень долларизации депозитов сократился до 45,5% (-1,8 п.п. г/г, -0,2 п.п. к концу 2023 года).

Рисунок 6. Динамика роста депозитов в коммерческих банках (на конец периода)



Источник: НБКР

Рисунок 7. Средние ставки по вновь привлеченным срочным депозитам



Источник: НБКР

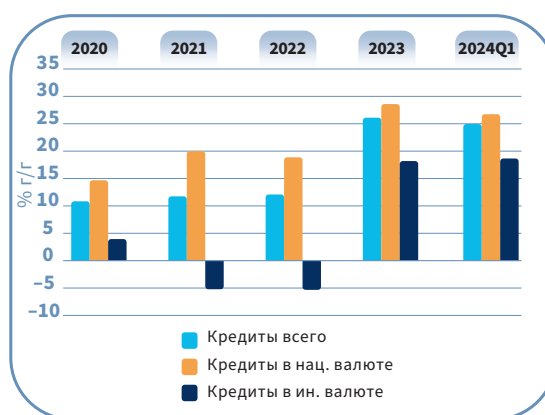
Средние ставки по вновь привлеченным срочным депозитам физических лиц в национальной валюте в январе — марте несколько снизились — до 11,2% годовых (11,5% в среднем в 2023 году) (Рисунок 7). Ставки по депозитам юридических лиц, наоборот, выросли с 11,9 до 13,0% годовых из-за размещения части избыточной ликвидности на срочных депозитах сроком от 6 до 12 месяцев. Средневзвешенный уровень ставок незначительно сократился — с 11,9 до 11,8% годовых.

Рост кредитного портфеля банков в марте 2024 года замедлился до 25,4% г/г (в декабре 2023 года — 26,3% г/г) из-за более медленного роста портфеля в национальной валюте (27,4% против 28,8%) (Рисунок 8). Основным драйвером роста по-прежнему является потребительское кредитование (66,2%). Кредитование в иностранной валюте несколько ускорилось до 18,7% г/г (против 18,3%) г/г в основном из-за меньшего спада кредитования промышленности — (-18,1%) против (-31,3%) в декабре 2023 года. Несмотря на это, долларизация кредитов снизилась до 21,7% (-1,2 п.п. г/г, -0,3 п.п. сначала года).

Средние ставки по новым кредитам в январе — марте 2024 года выросли

на 1 п.п. до 18,4% годовых (Рисунок 9). Наиболее значительно выросла стоимость кредитования промышленных предприятий (+2,9 п.п., до 19,2% годовых), а также физических лиц (+2,2 п.п., до 24,1% годовых).

Рисунок 8. Динамика роста кредитов коммерческих банков (на конец периода)



Источник: НБКР

Рисунок 9. Средние ставки по новым кредитам (% годовых)

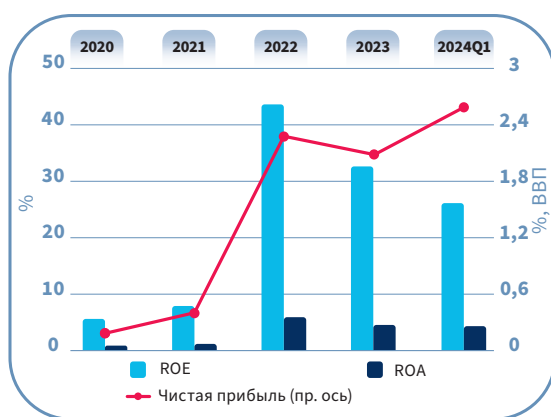


Источник: НБКР

Финансовые показатели банков остаются на высоком уровне, однако качество кредитного портфеля снижается. На фоне быстрого роста активов и капитала банков их рентабельность (ROA и ROE) снизилась в марте 2024 года до 3,9% и 25,1% соответственно (в декабре 2023 года — 4,4% и 32,4%). Чистая прибыль банков выросла на 13,1% г/г (против 4,7% г/г в декабре 2023 года) за счет роста доходов от некредитных

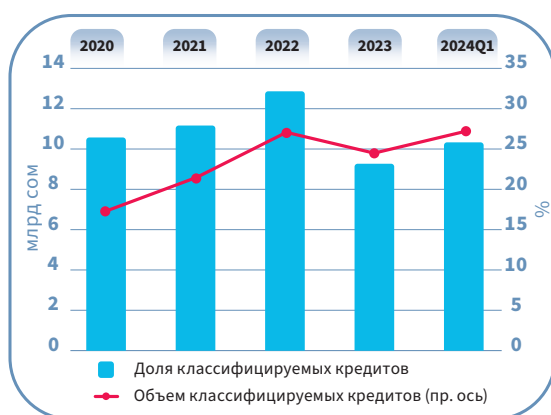
операций (27,8% против (-7,4%)), а также сокращения провизий на потери от таких операций. Рентабельность капитала сохранилась на высоком уровне (24,9% против 24,8% при нормативе 12%), что свидетельствует о запасе устойчивости банковского сектора к возможному проявлению негативных шоков. Доля классифицированных («проблемных») кредитов выросла с 9,2% до 10,4% (в абсолютном выражении — на 15,4%), в основном за счет кредитов субстандартного качества. Объем просроченных кредитов вырос с начала года на 8,0%, прежде всего за счет потребительских кредитов.

Рисунок 10. Показатели рентабельности банковского сектора



Источник: НСК КР, расчеты ЕФСР

Рисунок 11. Классифицируемые кредиты



Источник: НБКР

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

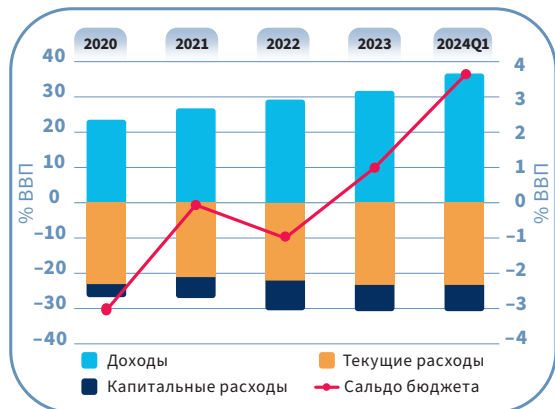
Профицит государственного бюджета вырос в январе — марте 2024 года до 3,7% ВВП (против 0,1% ВВП годом ранее) в основном благодаря сокращению расходов. Налоговые доходы выросли в январе — марте 2024 года на 2,2 п.п. и составили 30,8% ВВП (28,6% ВВП в январе — марте 2023 года). Снижение поступлений от месторождения Кумтор (-0,6 п.п. ВВП) было компенсировано ростом поступлений по единому налогу, применяемому для малых и средних предприятий (+1,8 п.п. ВВП), а также НДС с импортных поставок (+1,6 п.п. ВВП). Неналоговые доходы, наоборот, сократились на 1,9 п.п. ВВП до 3,9% ВВП из-за снижения поступлений от предоставления платных услуг (-1,3 п.п. ВВП). В то же время наблюдался существенный рост сборов за регистрацию автомобилей — на 83,8%, что связано с увеличением спроса перед повышением Россией утилизационного сбора.

Объем текущих расходов сократился на 2,6 п.п. ВВП (номинальный рост расходов — 7,6%). Сильнее всего снизились расходы на образование (-1,2 п.п.) и социальную защиту (-1,3 п.п.). Капитальные расходы также уменьшились — на 0,5 п.п. до 5,2% ВВП (Рисунок 12).

Государственный долг сократился в I квартале 2024 года на 1,4 п.п. до 44,1% ВВП (Рисунок 13). Это было обеспечено высокими темпами экономического роста и стабильным курсом сома. Уровень внешнего долга снизился на 1,5 п.п. до 32,3% ВВП, внутреннего — вырос на 0,03 п.п. до 11,8% ВВП. В абсолютном выражении внутренние и внешние обязательства сократились на 0,1%, в основном за счет погашения

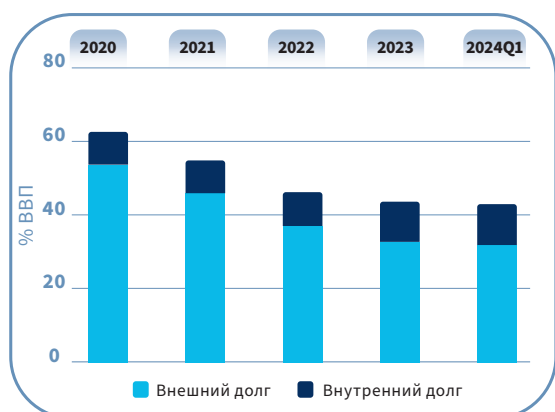
внешних займов перед Эксимбанком Китая и МВФ. Внутренние займы выросли на 3,3% за счет выпуска долгосрочных казначейских облигаций.

Рисунок 12. Государственный бюджет



Источник: Минфин КР

Рисунок 13. Государственный долг



Источник: Минфин КР

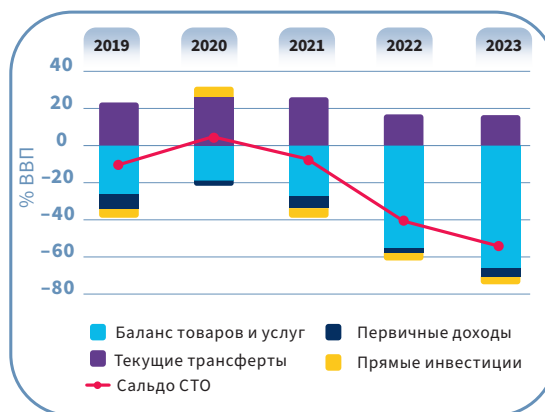
ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Дефицит СТО продолжил расширяться из-за роста объемов импорта и недоучета реэкспорта.³ В 2023 году дефицит СТО увеличился до 7,0 млрд долларов (50,4% ВВП) — против 5,1 млрд долларов (42,4% ВВП) в 2022 году. Основной вклад в формирование дефицита СТО внесло отрицательно

³ О недоучете реэкспорта свидетельствует тот факт, что после уточнения НСК КР статистики ВВП за 2022 год по видам расходов весь объем операций по статье «Статистическое расхождение» (167,3 млрд сом) перенесен в статью «Экспорт товаров и услуг».

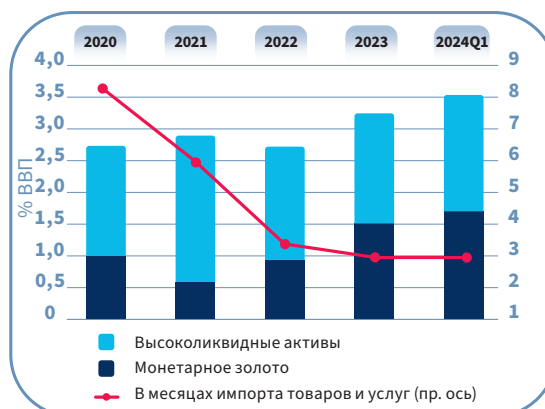
сальдо торговли товарами, сложившееся на уровне 58,7% ВВП (Рисунок 14). В январе — марте 2024 года расширение дефицита торговли товарами продолжилось на фоне роста импорта на 33,0%, при росте экспорта только на 12,8%. Низкий объем экспорта, скорее всего, объясняется недоучетом товарных поставок в страны ЕАЭС (прежде всего Россию). Это косвенно подтверждается ростом балансирующей статьи «чистые ошибки и пропуски» до 6,5 млрд долларов в 2023 году (46,6% ВВП) против 4,4 млрд долларов (36,0% ВВП) за аналогичный период предыдущего года, а также отсутствием существенного давления на резервы или обменный курс.

Рисунок 14. Счет текущих операций платежного баланса



Источник: НБКР, НСК КР, оценки авторов

Рисунок 15. Валовые международные резервы (млрд долларов, на конец периода)



Источник: НБКР, оценки авторов

Поставки золота продолжают поддерживать общий объем экспорта.

За 2023 год товарный экспорт вырос на 46,6% до 3,3 млрд долларов, в то время как незолотой экспорт сократился на 9,9%. При этом экспорт золота вырос почти в 100 раз, с 13,1 млн до 1,3 млрд долларов. Основным импортером выступила Швейцария (доля — 84,7%). Спад незолотого экспорта произошел за счет снижения поставок текстильной продукции (в том числе из-за роста производства одежды в России) и укрепления реального курса сома. В январе — марте 2024 года прослеживаются схожие тенденции: при увеличении поставок золота в 2,8 раза г/г (до 139,7 млн долларов) незолотой экспорт сократился на 6,5% г/г (до 373,5 млн долларов), в основном за счет руд драгоценных металлов, медного лома и автомобилей. При этом в марте наблюдался резкий рост поставок автомобилей в Россию (+56,4% к марту 2023 года) в преддверии повышения утилизационного сбора в России.

Вторичные доходы (текущие трансферты) к получению и к выплате сократились на 14,4 и 52,4% в январе — декабре 2023 года вследствие сокращения транзитных платежей и изменения форм оплаты за реэкспорт товаров в Россию. При этом из-за более быстрого снижения доходов к выплате сальдо вторичных доходов выросло в 2023 году на 7,2%. Объемы трансфертов вернулись к средним уровням 2018–2021 годов после пика 2021 года. В январе — марте 2024 года приток денежных переводов в Кыргызстан вырос на 12,8% к аналогичному периоду прошлого года, предположительно для оплаты импортированных автомобилей. Отток также сократился на 12,8%.

По финансовому счету платежного баланса в январе — декабре 2023 года зафиксировано чистое заимствование в размере 385 млн долларов, или 2,8%

НЕЗОЛОТОЙ ЭКСПОРТ СОКРАТИЛСЯ НА 6,5%

ВВП (297 млн долларов, или 2,4% ВВП в 2022 году). Основным источником притока средств выступили прямые инвестиции в объеме 489 млн долларов, или 3,5% ВВП, направленные в основном на строительство объектов в сфере добычи полезных ископаемых и обрабатывающей промышленности. Основной отток проходил через прочие инвестиции — в размере 95 млн долларов, или 0,7% ВВП.

Номинальный курс кыргызского сома по отношению к доллару ослаб на 0,4% за январь — март с начала 2024 года (и на 2,3% г/г). В течение периода поддержку сому оказывал НБКР, осуществив чистую продажу валюты на 23 млн долларов (307 млн долларов годом ранее). При этом на фоне замедления инфляции реальный эффективный обменный курс ослаб на 1,4% с начала года (к предыдущему году — укрепился на 2,5%).

ВМР к концу I квартала 2024 года достигли 3,5 млрд долларов, увеличившись с начала года на 7,8% (Рисунок 15). Основным фактором роста резервов по-прежнему является рост физических резервов золота (до 24,8 тонн, то есть на 3,2 тонны, или 15,0%) и рост цен на металл (на 7,5%). Уровень достаточности резервов остается относительно низким ввиду опережающего роста импорта — 2,9 месяцев импорта. В апреле рост резервов продолжился в силу обозначенных факторов до 3,7 млрд долларов.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

Прогнозные значения ключевых макропоказателей незначительно скорректированы по сравнению с прогнозом, представленным в РЭО I (весна).

Прогноз ВВП и дефицита бюджета уточнен в пределах 0,1–0,2 п.п. в связи с переоценкой объемов инвестиций и чистого экспорта. Более быстрое, чем ожидалось, замедление инфляции в январе — марте привело к снижению прогноза среднегодовой инфляции в среднем на 0,4 п.п. Прогнозный дефицит СТО увеличен с учетом опережающего роста импорта относительно экспорта.

К концу прогнозного периода влияние положительных экстерналий нивелируется, и экономика вернется к долгосрочному тренду роста.

Ключевые факторы замедления экономического роста: снижение производства золота, материальных запасов, а также государственных инвестиций (в соответствии с намерениями правительства). Основным драйвером роста останется внутренняя потребительская активность. В результате темпы прироста реального ВВП в 2024 году замедлятся до 4,8%, в 2025 году составят 4,5%, в 2026 году — 4,0%.

В 2024–2025 годах ожидается сохранение дефицита бюджета, который сменится профицитом в 2026 году.

Уровень доходов бюджета снизится с 31,9% ВВП в 2023 году до 24,8% ВВП в 2026 году из-за сокращения неналоговых доходов от предоставления платных услуг, которое не будет компенсировано ростом налоговых поступлений. Внедрение мер по автоматизации фискальных процедур и высокие объемы импорта позволят сохранить уровень собираемости нало-

гов, однако высокая база прошлых лет не позволит продолжить наращивать темпы их роста. Снижение расходной части бюджета с 27,9% ВВП в 2024 году до 24,5% ВВП в 2026 году будет обусловлено в основном уменьшением капитальных расходов на фоне оптимизации властями Кыргызстана расходной части бюджета. Это приведет к тому, что в 2024–2025 годах дефицит государственного бюджета сформируется в размере 0,3% ВВП, а в 2026 году прогнозируется профицит на уровне 0,3% ВВП.

Замедление потребительской активности и мировых цен на продовольствие приведет к снижению инфляционного давления.

Более медленный рост потребительской активности, мировых цен на продовольствие, а также прекращение воздействия фискального импульса будет способствовать стабилизации инфляции. Замедление инфляции до границ целевого диапазона (среднесрочный ориентир НБКР по инфляции 5–7%) произошло раньше, чем ожидал ЕФСР, что привело к корректировке прогноза с 6,3% до 5,5% в 2026 году.

НБКР будет снижать процентную ставку в ответ на замедление инфляции.

Среднегодовой уровень учетной ставки в 2024 году составит 10%, в 2025–2026 годах — 8%.

Ожидается сокращение дефицита СТО вследствие сокращения внешнего спроса и экспорта золота.

Замедление экономического роста и активные процессы импортозамещения в России постепенно уменьшат как потоки реэкспорта из Кыргызстана, так и объемы импорта в республику. Однако восстановление

экспорта золота поддержит объемы экспорта, что приведет к уменьшению дефицита СТО до 19,5% ВВП в 2026 году. В таких условиях постепенный перевод немонетарного золота НБКР в монетарное увеличит международные резервы с 2,7 месяца импорта в 2023 году до 4,7 месяца в 2026 году, что усилит устойчивость платежного баланса⁴.

РИСКИ И НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ СРЕДНЕ-СРОЧНОГО ПРОГНОЗА

Риски для экономического роста и государственного бюджета Кыргызстана связаны как с внешними, так и с внутренними факторами. К внешним относится адаптация российской экономики к санкционным ограничениям, включая расширение импортозамещающих производств, налаживание транспортно-логистических каналов и схем финансирования внешнеторговых операций, что может привести к более сильному замедлению сектора услуг Кыргызстана. Значительные угрозы может также нести введение санкций в отношении золотодобывающей отрасли, в частности, в форме ограничений экспорта, аналогичных мерам 2021–2022 годов. К внутренним

факторам следует отнести рост государственных расходов, направленных на рефинансирование обязательств предприятий преимущественно энергетического сектора, а также события стихийного характера, включая землетрясения и наводнения.

Сохраняется риск падения цен на золото, что может привести к снижению экспорта и международных резервов. Более быстрый рост и волатильность цен на продовольствие и топливно-энергетические товары, чем заложено в базовом сценарии, приведут к расширению импорта и усилению инфляционных процессов. Также может не оправдаться предположение о сокращении размеров статьи «чистые ошибки и пропуски» и дефицита счета текущих операций, если мероприятия властей, направленные на корректировку внешнеэкономической статистики, не приведут к ожидаемым результатам.

Ожидания улучшения долговой устойчивости могут не оправдаться в случае быстрого роста портфеля инфраструктурных проектов и связанных с ними обязательств, значительного ослабления курса национальной валюты, а также более быстрого замедления экономического роста.

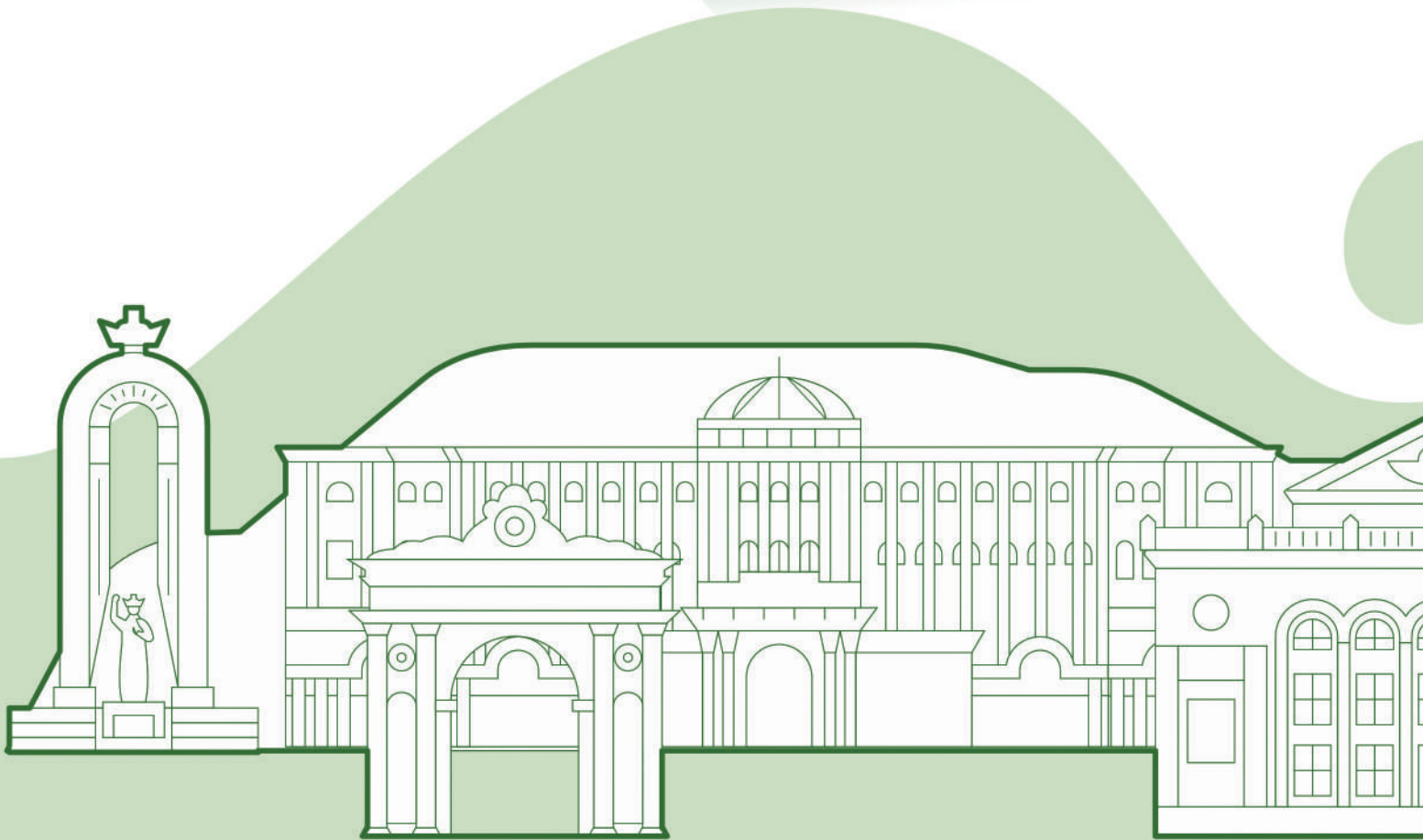
⁴ До нормализации статистики платежного баланса Кыргызстана прогноз предполагает финансирование дефицита СТО за счет статьи «Чистые ошибки и пропуски».



ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

	2022 Факт	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз
Национальные счета и цены (в %)					
Номинальный ВВП					
в млрд сом	1 020,7	1 228,9	1 387,3	1 546,9	1 685,5
в млрд долларов	12,1	14,0	15,6	17,2	18,4
Прирост реального ВВП	9,0	6,2	4,8	4,5	4,0
ИПЦ (дек, г/г)	14,7	7,3	5,9	5,5	5,4
ИПЦ (средний за год)	13,9	10,8	6,1	5,9	5,5
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, г/г	30,6	15,0	12,4	12,2	9,6
Кредит экономике, г/г	11,5	25,9	30,8	22,2	14,3
Учетная ставка	13,0	13,0	10,0	8,0	8,0
Государственные финансы (в % ВВП)					
Доходы и гранты	29,4	31,9	27,6	26,2	24,8
налоговые поступления	22,4	24,0	23,2	22,5	21,5
Расходы бюджета	30,5	30,9	27,9	26,5	24,5
Баланс бюджета ("-" дефицит / "+" профицит)	-1,0	1,0	-0,3	-0,3	0,3
Государственный долг	46,8	45,5	40,6	36,4	31,9
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	-42,4	-50,3	-27,3	-22,9	-19,5
Экспорт товаров и услуг	29,9	38,9	51,6	49,6	46,9
Импорт товаров и услуг	87,8	102,2	91,6	83,6	76,3
Денежные переводы	17,8	16,5	15,0	13,3	12,2
Прямые иностранные инвестиции ("-" приток; "+" отток)	-4,2	-3,5	-4,7	-4,7	-4,8
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	3,2	2,7	3,5	4,2	4,7
Валовые резервы, млрд долларов	2,8	3,2	4,2	5,1	5,5
Средний обменный курс, сом за 1 доллар	84,1	87,9	88,7	90,0	91,4

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов



В I квартале 2024 года экономический рост Таджикистана оставался на высоком уровне и составил 8,2%. Основным драйвером роста продолжал оставаться внутренний спрос на фоне некоторого снижения вклада со стороны потребления и повышения со стороны инвестиций. Инфляция в I квартале 2024 года сохранилась на уровне декабря 2023 года. Ускоренный рост цен на платные услуги был компенсирован замедлением цен на продовольственные и непродовольственные товары. Возобновление экспорта золота оказало положительное влияние на сальдо торгового баланса и СТО. Однако снижение ВМР свидетельствовало об ухудшении платежного баланса. Государственный бюджет был исполнен с профицитом 2,1% ВВП вследствие роста налоговых доходов и исполнения расходов ниже запланированного уровня.

В соответствии с базовым сценарием, прирост ВВП в 2024 году замедлится до 7,6% в связи с сокращением темпов притока денежных переводов и темпов экономического роста в странах — торговых партнерах и стабилизируется на уровне около 7% в среднесрочной перспективе. Инфляция вырастет до 5,3% к концу 2024 года под влиянием роста цен на импортируемые энергоносители и сохранится на уровне около 6% в 2025–2026 годах. Ожидается, что фискальная политика будет носить стимулирующий характер в связи с необходимостью финансирования государственных инвестиций и поддержания социальных расходов, что проявится в расширении дефицита бюджета до 1,9% в 2024 году и до 2,4% ВВП к 2026 году. Платежный баланс будет находиться под давлением, в том числе в связи с ростом государственных инвестиций и предстоящим погашением еврооблигаций начиная с 2025 года.



РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

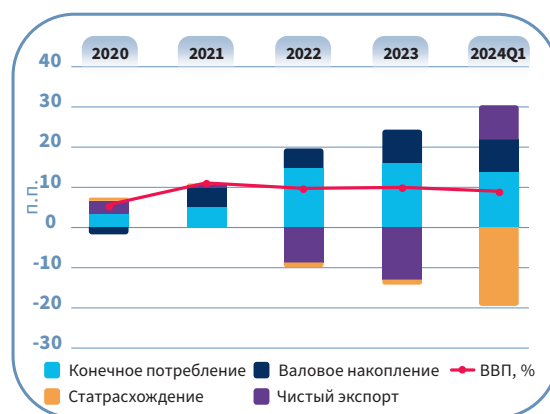
В I квартале 2024 года экономический рост сохранился на уровне I квартала 2023 года (8,2%). По нашим оценкам, прирост сезонно сглаженного реального ВВП за I квартал составил 1,9% кв/кв, что соответствует тренду последних пяти кварталов. Основным драйвером роста продолжил оставаться внутренний спрос: объем товарооборота вырос на 12,3%, а объем капитальных вложений — на 22,2% (Рисунок 1). В связи с более активным строительством ГЭС «Рогун» доля инвестиций, направленных в сектор электроэнергетики, газа и воды, выросла с 33,5% в I квартале 2023 года до 42,4% в I квартале 2024 года, а доля государства в общем объеме капитальных вложений за тот же период увеличилась с 38,4 до 48,7%. Кроме того, высокие темпы роста инвестиций были зафиксированы в добыче полезных ископаемых, оптовой и розничной торговле, строительстве гостиниц и ресторанов.

ПРИРОСТ ВВП СОХРАНЯЕТСЯ НА УРОВНЕ ВЫШЕ 8%

Снижение вклада услуг и сельского хозяйства в экономический рост было компенсировано увеличением вклада промышленности и строительства (Рисунок 2). Вклад сферы услуг снизился с 4,7 до 4,3 п.п. за счет существенного уменьшения вклада оптовой и розничной торговли и других услуг, несмотря на рост услуг транспорта, информации и связи. В результате опережающего роста промышленности и инвестиций вклад сельского хозяйства снизился до 0,1 п.п. (0,5 п.п. в I квартале 2023 года). Вклад промышленности вы-

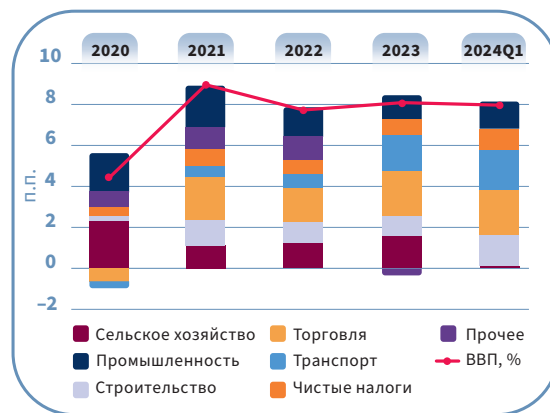
рос с 1 до 1,3 п.п. на фоне роста добычи металлических руд в 1,5 раза. Вклад строительства в экономический рост вырос с 1 до 1,4 п.п., а чистых налогов — с 1 до 1,1 п.п.

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования



*2023 — оценка
Источник: Таджстат

Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



Источник: Таджстат

Показатели рынка труда улучшились на фоне высоких темпов экономического роста (Рисунок 3). Официально зарегистрированная рабочая сила выросла в I квартале 2024 года по сравнению с аналогичным периодом 2023 года на 3,8%, а количество занятых — на 4%. Уровень официально зарегистрированной безработицы снизился до 1,8% (2% в I квартале 2023 года).

БЕЗРАБОТИЦА СНИЗИЛАСЬ ДО 1,8%

Экономический рост и низкая инфляция способствовали росту реальной заработной платы. Прирост среднемесячной заработной платы в номинальном выражении в марте 2024 года составил 13,7%, в реальном — 9,7% (Рисунок 4). В реальном секторе наиболее высокими темпами росла номинальная заработная плата в добыче полезных ископаемых — на 16,9% — и в обрабатывающей промышленности — на 12,2%. В секторе услуг лидером роста номинальной заработной платы являлись операции с недвижимым имуществом (на 32,9%) и оптовая и розничная торговля (на 18,3%). Существенно выросли также номинальные зарплаты бюджетников: в здравоохранении и социальном обслуживании — на 19,8%, в образовании — на 15,6%.

Рисунок 3. Индикаторы рынка труда



Источник: Таджстат

Рисунок 4. Доходы населения



Источник: Таджстат

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

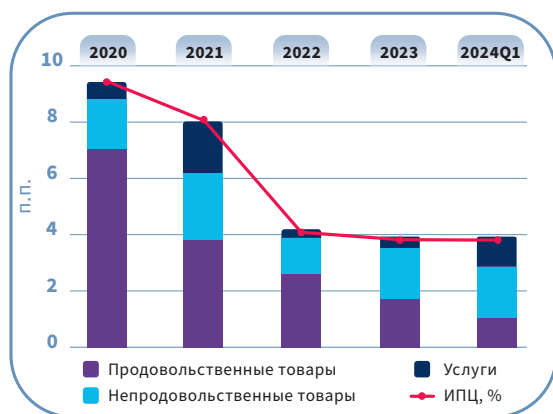
Инфляция в марте 2024 года сохранилась на уровне 3,8% г/г по сравнению с декабрем 2023 года, несмотря на ускорение роста цен на услуги. Годовой темп роста цен на продовольственные товары снизился с 3,4% в декабре 2023 года до 2% в марте 2024 года. Низкий темп роста цен на продовольственные товары в конце 2023 года и в начале 2024 года связан с хорошим урожаем картофеля, овощей, бахчевых культур и ростом продукции животноводства в 2023 году¹. Рост цен на непродовольственные товары снизился с 6,6% в декабре 2023 года до 6% в марте 2024 года, но при этом остается относительно высоким по сравнению с ростом цен на продовольственные товары вследствие увеличения цен на строительные материалы, фармацевтическую продукцию и бытовые товары. Годовой темп роста цен на платные услуги населению в марте 2024 года ускорился с 1,2 до 4,9%. По итогам марта 2024 года наибольший вклад в 12-месячную инфляцию внесли непродовольственные

¹ В декабре 2023 года цены на овощи снизились на 9%, на масла и жиры — на 24,5%, на молочные продукты, сыр и яйца — на 10,4%.

товары — 1,7 п.п. Вклад продовольственных товаров составил 1 п.п., а услуг — 1,1 п.п. (Рисунок 5).

Национальный банк Таджикистана снизил ставку рефинансирования, но при этом сохранил низкий темп прироста денежного предложения. Низкий уровень инфляции позволил НБТ снизить ставку рефинансирования с 10% в конце 2023 года до 9,5% в феврале 2024 года и до 9,25 1 мая 2024 года. При этом денежная база сохранилась по итогам I квартала практически на том же уровне, что и в конце 2023 года. Годовой темп роста этого показателя составил 3,2% по сравнению с сокращением на 5,6% в 2023 году. Агрегат М4 на конец I квартала 2024 года вырос на 5% (г/г) по сравнению со снижением на 0,8% в 2023 году (Рисунок 6). Несмотря на снижения ставки рефинансирования, средняя ставка по срочным кредитам в национальной валюте увеличилась в I квартале на 0,47 п.п. до 23,77% в марте 2024 года. За тот же период средняя ставка по срочным депозитам в национальной валюте снизилась на 0,61 п.п. до 12,53% (Рисунок 9).

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



Источник: Таджстат

**ИНФЛЯЦИЯ В I КВАРТАЛЕ
НАХОДИЛАСЬ НА НИЗКОМ УРОВНЕ**

-3,8%

Рисунок 6. Монетарные индикаторы



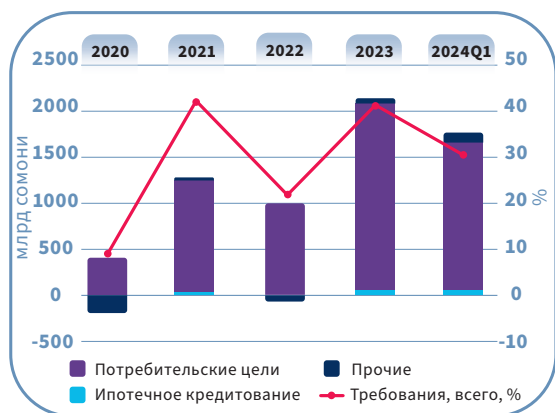
Источник: НБТ, Таджстат

Темпы роста кредитования замедлились вследствие снижения валютного кредитования юридических лиц и замедления кредитования физических лиц. По итогам I квартала 2024 года банковское кредитование увеличилось на 2,5% по сравнению с декабрем 2023 года. При этом прирост кредитного портфеля банковской системы снизился до 23,8% г/г с 31,2% г/г в 2023 году вследствие погашения ранее выданных кредитов. Темп прироста кредитного портфеля физических лиц снизился в I квартале до 30,9% г/г с 41,8% г/г в 2023 году (Рисунок 7). Также в I квартале 2024 года произошло сокращение кредитования юридических лиц в иностранной валюте на 0,6% (Рисунок 8), вследствие чего снизился годовой темп прироста кредитования юридических лиц с 24,8% в декабре 2023 года до 14,5% в марте 2024 года и уменьшилась доля всех кредитов в иностранной валюте с 32,6% в декабре 2023 года до 31,5% в марте 2024 года (Рисунки 9, 10).

Финансовые показатели банков несколько ухудшились. При том что доля необслуживаемых кредитов в марте сохранилась на уровне 12,7% (по сравнению с декабрем 2023 года) (Рисунок 10), рентабельность активов в I квартале 2024 года снизилась с 3,7

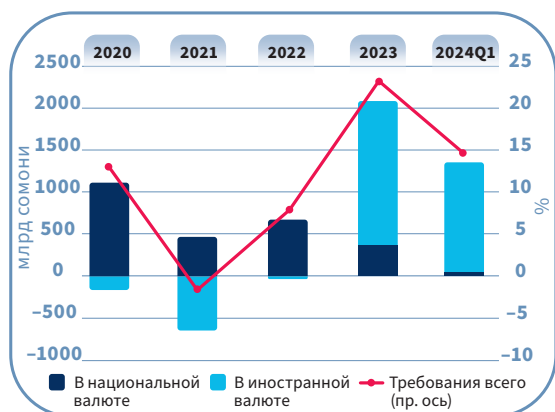
до 2,77%, а рентабельность капитала — с 19,2 до 13,82%.

Рисунок 7. Прирост кредитов физическим лицам (на конец периода)



Источник: расчеты авторов на основе данных НБТ

Рисунок 8. Прирост кредитов бизнесу (на конец периода)



Источник: расчеты авторов на основе данных НБТ

Рисунок 9. Ставки по новым кредитам и депозитам



Источник: НБТ

Рисунок 10. Показатели банковского сектора



Источник: НБТ

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР

По итогам I квартала 2024 года был зафиксирован профицит государственного бюджета² в размере 2,1% ВВП (1,8% в I квартале 2023 года) вследствие роста доходов бюджета без учета грантов и исполнения расходов на уровне меньше запланированного (Рисунок 11). Доходы бюджета снизились с 38,9% ВВП в I квартале 2023 года до 36,2% ВВП в I квартале 2024 года вследствие снижения грантов с 7,8 до 3,1% ВВП. При этом налоговые поступления увеличились с 25,1 до 25,8% ВВП, а неналоговые доходы с 6,1 до 7,4% ВВП. Увеличению налоговых сборов способствовал рост потребления и импорта. Расходы, в свою очередь, снизились

**ПРОФИЦИТ
ГОСУДАРСТВЕННОГО
БЮДЖЕТА СОСТАВИЛ
2,1% ВВП**

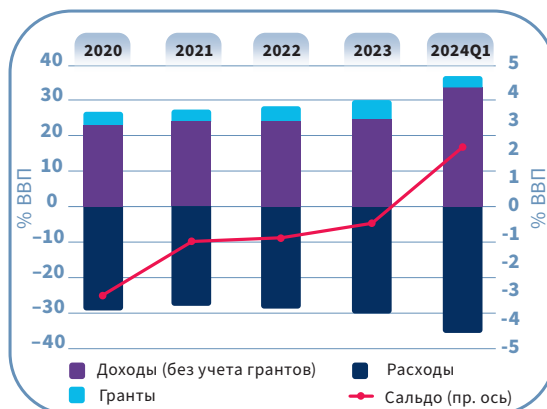
² Здесь и далее показатели государственного бюджета рассчитаны в соответствии с международной методологией, согласно которой поступления кредитов исключаются из доходов, а выплата основной суммы долга — из расходов.

с 37,1 до 34,1% ВВП. При этом в большей степени в отчетном периоде снизились текущие расходы.

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

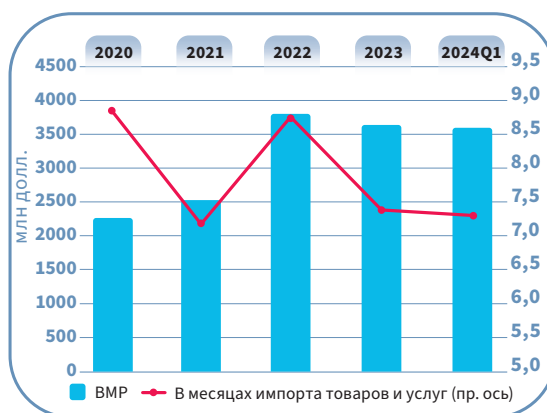
Возобновление экспорта золота нивелировало рост импорта, что оказало сдерживающее влияние на динамику дефицита внешнеторгового баланса. По сравнению с I кварталом 2023 года, в январе — марте 2024 года экспорт товаров вырос в 1,8 раза. Основной вклад в рост экспорта внесло возобновление экспорта золота, при этом также наблюдался рост экспорта нескольких товарных групп, включая продукты питания, текстильные материалы и изделия. Импорт товаров увеличился на 21,3% по причине роста импорта пищевых продуктов, минеральных продуктов и инвестиционных товаров. В результате в I квартале текущего года дефицит торгового баланса составил 0,9 млрд долларов, практически не изменившись по сравнению с аналогичным периодом 2023 года. На фоне сохранения дефицита торгового баланса в I квартале 2024 года валовые международные резервы сократились на 56,6 млн долларов, или с 7,4 до 7,3 месяцев импорта товаров и услуг, что свидетельствует об ухудшении платежного баланса (Рисунок 12). При этом номинальный курс сомони к доллару практически не изменился.

Рисунок 11. Государственный бюджет



Источник: МФ РТ, Таджстат

Рисунок 12. ВМП (на конец периода)



Источник: МФ РТ, Таджстат



СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

По сравнению с весенним прогнозом рост ВВП был пересмотрен в сторону повышения. В соответствии с базовым сценарием прирост ВВП в 2024 году составит 7,6% (7,2% в предыдущем прогнозе). Повышение темпов роста по сравнению с предыдущим прогнозом учитывает более высокий, чем ожидалось, темп роста ВВП в I квартале 2024 года, улучшение прогноза по экономическому росту в Российской Федерации, расширение инвестиционной активности и рост цены на золото. При этом в 2024–2026 годах ожидается некоторое замедление темпов роста реального ВВП до 7–7,3%, обусловленное ожидаемым снижением темпов роста денежных переводов и, как следствие, замедлением потребительского спроса.

Инфляция несколько ускорится с уровня 2021–2023 годов до 5,3% к концу 2024 года и сохранится на уровне около 6% в 2025–2026 годах. По сравнению с весенним прогнозом инфляция была пересмотрена в сторону небольшого понижения в 2024 году на 0,3 п.п. в связи с более низким, чем ожидалось ранее, внешним инфляционным фоном. В среднесрочном периоде инфляция прогнозируется в рамках целевого интервала НБТ (6±2%). Этому будут способствовать сбалансированный рост денежных агрегатов и стабильность цен на ключевые сырьевые и продовольственные импортные товары в 2025–2026 годах.

Ожидается, что фискальная политика будет носить стимулирующий характер в связи с необходимостью финансирования государственных инвестиций и увеличения социальных расходов (по сравнению с весен-

ним прогнозом в оценки бюджетных параметров существенных изменений внесено не было). Это проявится в расширении дефицита бюджета до 1,9% ВВП в 2024 году и до 2,4% к 2026 году вследствие большего снижения доходной части бюджета по сравнению с расходной. Расходы государственного бюджета снизятся с 30% ВВП в 2023 году до 29,2% в 2026 году. При этом, кроме планируемого роста капитальных расходов, в 2025–2026 годах ожидается рост расходов, связанных с обслуживанием долга, что обусловлено началом погашения еврооблигаций (167 млн долларов ежегодно). Доходная часть бюджета сократится с 29,5 до 26,8% ВВП. Понижительное давление на объем налоговых поступлений будет вызывать снижение ставок отдельных налогов в рамках изменений в налоговом законодательстве. В 2025–2026 годах налоговые поступления будут расти в связи с сокращением налоговых льгот и освобождений, при этом ожидается постепенное сокращение грантов (с уровня 5,3% ВВП в 2023 году до 4,5% в 2026 году), которые будут продолжать играть важную роль для бюджетной и долговой устойчивости³.

**ПРОГНОЗ РОСТА ВВП
В 2024 ГОДУ ПЕРЕСМОТРЕН
В СТОРОНУ ПОВЫШЕНИЯ ДО
7,6%**

Устойчивость платежного баланса немного снизится. По нашим оценкам,

³ По нашей оценке, для сохранения бюджетной и долговой устойчивости дефицит государственного бюджета РТ не должен превышать 2,5% ВВП.

профицит СТО сократится до 2,5% ВВП в 2024 году и продолжит снижение до 0,3% к 2026 году в результате роста потребительского и инвестиционного импорта и увеличения платежей по обслуживанию внешнего долга при снижении темпов роста денежных переводов. При этом оценка экспорта была несколько повышена по сравнению с весенним прогнозом в связи с ожидаемым ростом цен на золото в 2024–2025 годах. Уровень ВМР снизится с 7,4 месяца импорта товаров и услуг в 2023 году до 7 месяцев импорта в 2026 году.

РИСКИ И НЕОПРЕДЕЛЕН- НОСТИ СРЕДНЕСРОЧНОГО ПРОГНОЗА

Главным риском для экономического роста является неблагоприятная внешняя конъюнктура и в особенности значительное ухудшение экономической ситуации в Российской Федерации, которое может повлиять на сокраще-

ние денежных переводов в Республику Таджикистан.

Одним из основных рисков в части бюджетной и долговой устойчивости является финансирование ГЭС «Рогун». Возможный рост стоимости строительства ГЭС «Рогун» может привести к сокращению финансирования других важных инфраструктурных проектов и социальных расходов. Одновременно в условиях неопределенности относительно источников финансирования выплат по еврооблигациям начиная с 2025 года у Правительства Республики Таджикистан могут возникнуть дополнительные потребности в бюджетной поддержке со стороны международных финансовых организаций.

В условиях сохранения существенного влияния немонетарных факторов на инфляцию более быстрый (чем заложен в данном прогнозе) рост сырьевых цен на мировых рынках может привести к выходу инфляции за верхние рамки целевого интервала НБТ в среднесрочной перспективе.



ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ.

	2022 Факт	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз
Национальные счета и цены (в %)					
Номинальный ВВП					
в млрд сомони	115,7	130,8	149,6	170,7	193,7
в млрд долл	10,5	12,1	13,3	14,7	16,2
Прирост реального ВВП	8,0	8,3	7,6	7,3	7,0
ИПЦ (дек, г/г)	4,2	3,8	5,3	6,0	6,0
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, % изменения	40,4	-0,8	14,0	14,1	12,4
Государственные финансы (в % ВВП)					
Доходы и гранты	28,0	29,5	27,4	27,1	26,8
налоговые поступления	18,8	19,7	19,2	19,4	19,5
Расходы бюджета	28,9	30,0	29,3	29,5	29,2
Текущие расходы	17,2	18,9	17,4	16,9	16,6
Капитальные расходы	11,6	11,1	11,9	12,6	12,6
Баланс бюджета ("-" дефицит / "+" профицит)	-0,9	-0,5	-1,9	-2,4	-2,4
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	15,6	4,8	2,5	1,4	0,3
Денежные переводы	49,2	37,0	34,4	32,1	30,4
Прямые иностранные инвестиции" на той же строке ("-" приток; "+" отток)	-1,5	-0,8	-1,0	-0,9	-0,9
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	8,7	7,4	7,3	7,3	7,0



www.efsd.org



ЕФСР
ЕВРАЗИЙСКИЙ ФОНД
СТАБИЛИЗАЦИИ И РАЗВИТИЯ