



Евразийский
Банк Развития

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ
ПРОГНОЗ
2024–2026



Июнь 2024





МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

ИЮНЬ 2024

2024

Оценки роста экономик государств — участников Банка повышены

Армения 7,5% Беларусь 3,4% Кыргызстан 5,5% Россия 3,0% Таджикистан 8,0%

прирост ВВП в 2024 г.

Оценка роста для Казахстана подтверждена на уровне

5,0%

прирост ВВП в 2024 г.

Замедление инфляции продолжится благодаря мерам денежно-кредитной политики и ослаблению давления со стороны внешнего сектора

5,8%

агрегированная инфляция в регионе на конец 2024 г.

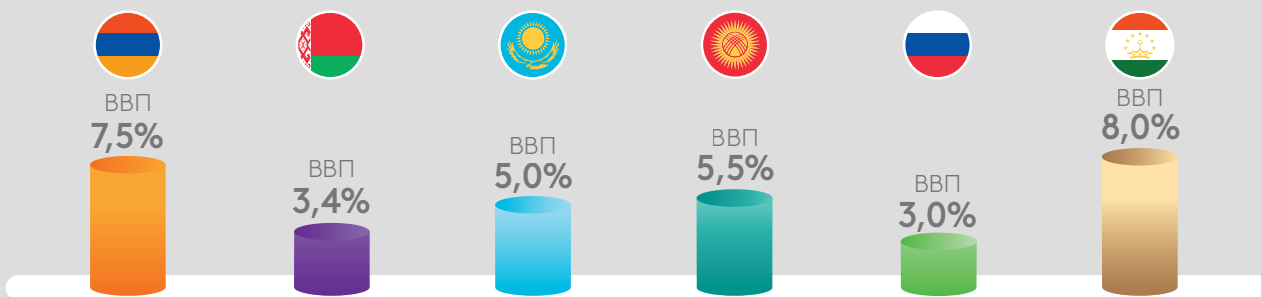
Начало снижения ключевой ставки ЦБ РФ и продолжение смягчения денежно-кредитной политики НБ РК

15%

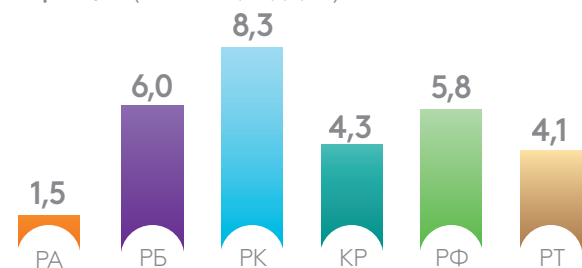
ключевая ставка в России на конец 2024 г.

13,5%

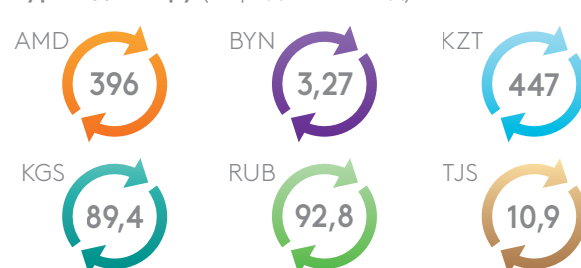
базовая ставка в Казахстане на конец 2024 г.



Инфляция (на конец года, %)



Курс к доллару (в среднем за год)



2025

Замедление экономической активности после периода ускоренного роста

4,2%

рост ВВП Армении в 2025 г.

1,1%

рост ВВП Беларуси в 2025 г.

5,3%

рост ВВП Кыргызстана в 2025 г.

1,1%

рост ВВП России в 2025 г.

Устойчивый рост в Казахстане и Таджикистане

5,5%

прирост ВВП Казахстана в 2025 г.

8,2%

рост ВВП Таджикистана в 2025 г.

Постепенное приближение инфляции к целевым значениям при отсутствии дополнительных шоков

5,1%

агрегированная инфляция в регионе на конец 2025 г.

Дальнейшее смягчение денежно-кредитной политики

11%

ключевая ставка в России на конец 2025 г.

8,75%

базовая ставка в Казахстане на конец 2025 г.

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Соболевская М., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (2024) *Макроэкономический прогноз 2024–2026. Июнь 2024*. Алматы: Евразийский банк развития.

Авторы

Евгений Винокуров, Главный экономист ЕАБР, vinokurov_ey@eabr.org

Алексей Кузнецов, руководитель Дирекции по аналитической работе kuznetsov_as@eabr.org

Марина Соболевская, руководитель Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, melikhova_MV@eabr.org

Айгуль Бердигулова, старший аналитик Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, berdigulova_ar@eabr.org

Константин Федоров, старший аналитик Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, fedorov_ks@eabr.org

Антон Долговечный, старший аналитик Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, dolgovechny_ap@eabr.org

Документ включает в себя подробное описание текущих внутренних и внешних макроэкономических условий, а также согласованный прогноз. Анализ учитывает существующие взаимосвязи между экономиками Армении, Беларуси, Казахстана, Кыргызстана, России, Таджикистана и стран — основных торговых партнеров. Прогноз макроэкономических индикаторов подготовлен ЕАБР с использованием интегрированной системы моделей, в основе которой лежит многострановая структурная динамическая макроэкономическая модель общего равновесия. Более подробная информация о данной системе представлена в совместном докладе ЕАБР и ЕЭК ([ЕАБР, 2016](#)).

Ключевые слова: экономический рост, прогноз, ВВП, инфляция, валютный курс, спрос, денежно-кредитная политика, бюджет, процентная ставка, инвестиции.

JEL: E17, F15, F31, H62, O11.

Документ носит исключительно информационный характер и не может расцениваться как рекомендация к покупке или продаже финансовых инструментов. Ни информация, содержащаяся в документе, ни любая другая информация, касающаяся темы данного документа, которая может быть распространена в будущем, не может быть использована в качестве основы для возникновения какого-либо контракта. Несмотря на всю тщательность, с которой готовился документ, ни один аналитик, директор, руководитель, сотрудник, контрагент ЕАБР не дает каких-либо гарантий или заверений, выраженных или подразумеваемых, и не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении надежности, точности или полноты информации, содержащейся в настоящем аналитическом документе. ЕАБР в прямой форме снимает с себя ответственность и обязательства в связи с любыми имеющимися в данном документе сведениями. Любая информация, содержащаяся в документе, может изменяться в любое время без предварительного уведомления.

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.

Электронная версия документа находится на <https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews>.

© Евразийский банк развития, 2024

СОДЕРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ.....	5
ГОСУДАРСТВА — УЧАСТНИКИ ЕАБР	6
ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА.....	7
РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ	20
Текущая ситуация	20
Прогноз	21
Риски	23
РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ	26
Текущая ситуация	26
Прогноз	27
Риски	29
РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН.....	32
Текущая ситуация	32
Прогноз	33
Риски	35
КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА.....	38
Текущая ситуация	38
Прогноз	39
Риски	41
РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ.....	44
Текущая ситуация	44
Прогноз	46
Риски	48
РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН	50
Текущая ситуация	50
Прогноз	51
Риски	54
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	55
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	56
ГЛОССАРИЙ	57

РЕЗЮМЕ

Мировая экономика сохранит рост около 3% в 2024 г. Ускорения темпов роста мы не ожидаем из-за слабой динамики в развитых странах. После перегрева экономика США перейдет к замедлению темпов роста, ВВП вырастет на 1,9% в 2024 г. после 2,5% в 2023 г. В еврозоне сохранится подавленная экономическая активность, прирост ВВП останется на уровне прошлого года — 0,5%. Китайской экономике вновь удастся преодолеть ориентир по росту в 5% за счет мер государственного стимулирования, отдалив замедление на 2025 г. Инфляция в развитых странах останется на повышенном уровне вследствие роста зарплат и производственных издержек, вызванных усиливающейся фрагментацией мировой экономики. Жесткости политики ФРС и ЕЦБ оказалось недостаточно для снижения инфляции к целевым ориентирам. Ожидаем, что ослабление монетарной политики в еврозоне продолжится во втором полугодии 2024 г., а в США — ближе к концу года.

ВВП региона операций ЕАБР увеличится на 3,4% по итогам 2024 г. после роста на 3,9% в 2023 г. Прогноз роста ВВП на 2024 г. повышен почти для всех стран — участников Банка, чему способствовали внутренние источники роста и улучшение возможностей для экспорта. Продолжающееся расширение внутреннего спроса и увеличение экспорта на фоне роста цен на золото стали основными причинами для повышения прогноза роста ВВП Армении до 7,5%. Рост экспорта основных металлов наряду с увеличением потребления домохозяйств учтен в повышении прогнозов роста ВВП для Кыргызстана и для Таджикистана до 5,5% и 8% соответственно. Прогноз роста российской экономики повышен до 3% благодаря деловой активности в секторах, ориентированных на внутренний спрос, на фоне роста доходов населения. Для Беларуси прогноз повышен до 3,4% вследствие большего спроса со стороны России и сохраняющегося роста зарплат. Экономика Казахстана вырастет на 5%, как и прогнозировалось.

Инфляция в регионе операций ЕАБР замедлится до 5,8% по итогам 2024 г. после 7,2% в 2023 г. Инфляционная картина остается разнородной: в Армении в начале года сохраняется дефляция, в Беларуси рыночные сигналы ограничиваются ценовым регулированием, а в Кыргызстане и Таджикистане инфляция опустилась за пределы нижней границы целевых ориентиров. В то же время Россия и Казахстан продолжают испытывать повышенное инфляционное давление. В Армении на фоне расширения внутреннего спроса динамика потребительских цен изменит направление и вернется к положительным значениям, инфляция ускорится до 1,5% на конец года. В Беларуси административное регулирование продолжит сдерживать динамику цен, прогноз инфляции понижен до 6%. Пересмотр тарифов ЖКХ и повышенные инфляционные ожидания в Казахстане отразились в повышении прогноза по инфляции до 8,3% в 2024 г. На фоне относительной стабильности обменных курсов национальных валют, отсутствия инфляционного давления со стороны внешних цен на энергоносители и продовольствие прогнозы по инфляции в Кыргызстане и Таджикистане понижены до 4,3% и 4,1% соответственно. В России перегретый внутренний спрос и давление на цены со стороны заработных плат тормозят дезинфляционное влияние жесткой денежно-кредитной политики, прогноз инфляции повышен до 5,8%.

Процентные ставки национальных банков в большинстве стран региона операций ЕАБР снизятся до конца 2024 г. по мере замедления инфляции. Ожидаем ставку Банка России на уровне 15%, а ставку НБ РК — 13,5% на конец 2024 г.

Курсы национальных валют до конца 2024 г. в базовом прогнозе — без значительных отклонений от текущих значений. Прогнозируемый курс российского рубля составит около 95,5 за доллар, а казахстанского тенге — 447 за доллар на конец 2024 г.

ГОСУДАРСТВА — УЧАСТНИКИ ЕАБР

↓ Таблица 1. Прогноз ЕАБР. Основные макроэкономические показатели государств — участников Банка
(базовый сценарий)

прирост в % к предыдущему году, если не указано другое

Показатель	2022	2023	2024П	2025П	2026П
Республика Армения					
ВВП в сопоставимых ценах	12,6	8,7	7,5	4,2	4,9
Инфляция (на конец периода)	8,6	-0,6	1,5	2,5	2,0
Ставка МБК (в среднем за год), %	9,0	10,0	8,3	6,7	6,0
Курс драма к доллару (в среднем за год)	436	392	396	398	399
Республика Беларусь					
ВВП в сопоставимых ценах	-4,7	3,9	3,4	1,1	1,3
Инфляция (на конец периода)	12,8	4,9	6,0	6,8	7,7
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	11,6	10,1	9,5	9,5	9,5
Курс бел. рубля к доллару (в среднем за год)	2,62	3,01	3,27	3,43	3,58
Республика Казахстан					
ВВП в сопоставимых ценах	3,2	5,1	5,0	5,5	5,5
Инфляция (на конец периода)	20,3	9,8	8,3	6,3	4,8
Ставка TONIA (в среднем за год), %	13,9	16,4	13,4	9,4	7,5
Курс тенге к доллару (в среднем за год)	460,5	456,3	447,1	455,4	473,3
Кыргызская Республика					
ВВП в сопоставимых ценах	9,0	6,2	5,5	5,3	4,1
Инфляция (на конец периода)	14,7	7,3	4,3	6,9	6,5
Ставка РЕПО — 7 дней (в среднем за год), %	12,1	11,4	11,0	10,7	10,7
Курс сома к доллару (в среднем за год)	84,1	87,9	89,4	92,6	94,9
Российская Федерация					
ВВП в сопоставимых ценах	-1,2	3,6	3,0	1,1	1,6
Инфляция (на конец периода)	11,9	7,4	5,8	4,7	4,1
Ключевая ставка (в среднем за год), %	10,6	9,9	15,8	12,5	7,9
Курс рос. рубля к доллару (в среднем за год)	68,5	85,2	92,8	96,7	98,4
Республика Таджикистан					
ВВП в сопоставимых ценах	8,0	8,3	8,0	8,2	7,8
Инфляция (на конец периода)	4,2	3,8	4,1	6,0	5,8
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	13,3	10,5	9,3	9,7	9,8
Курс сомони к доллару (в среднем за год)	11,0	10,8	10,9	11,1	11,4

Примечание: здесь и в остальных таблицах П — прогноз

Источник: национальные ведомства государств — участников ЕАБР, расчеты аналитиков ЕАБР.

ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

ТРЕНДЫ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Вероятность существенного замедления роста мировой экономики снизилась. Опережающие индикаторы свидетельствуют об усилении экономической активности. Так, глобальный совокупный PMI составил 52,4 п. в апреле ([рисунок 1](#)), повысившись на 1,4 п. с начала года. Вместе с тем динамика деловой активности в большинстве стран по-прежнему слабее, чем в предыдущем десятилетии, что указывает на вероятность более низкого роста мирового ВВП в 2024 г. Одновременно остается угроза длительного сохранения повышенной инфляции в мире. Мы ожидаем, что рост цен в развитых странах превысит целевые уровни в 2024 г. и останется повышенным в среднесрочной перспективе. Процесс снижения процентных ставок ведущими центральными банками начнется во втором полугодии 2024 г., но будет идти медленно. В США и еврозоне процентные ставки останутся выше, чем в среднем за два предыдущих десятилетия, на всем периоде 2024–2026 гг. В этих условиях экономический рост в мире останется сдержанным, а динамика цен на сырье — разнонаправленной. Для региона операций ЕАБР такой прогноз носит нейтральный характер.

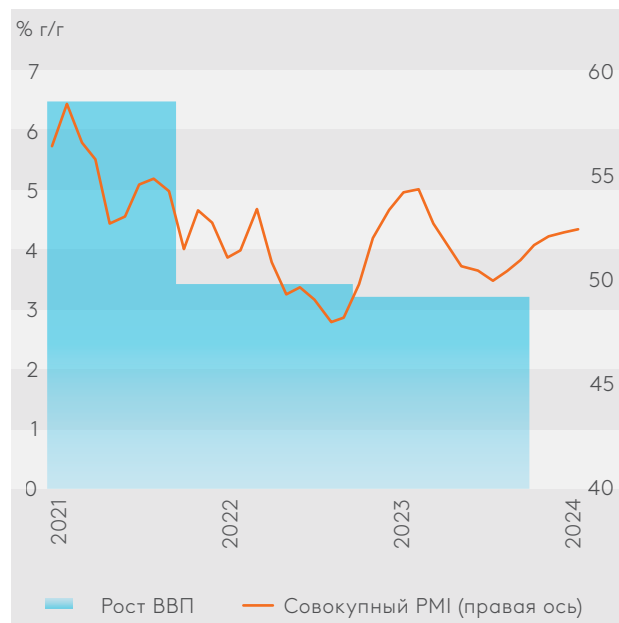
Риски рецессии в развитых странах уменьшаются. Если в конце прошлого года значительной оставалась вероятность спада в экономике еврозоны — совокупный индекс PMI стран этого объединения держался ниже 50, то в марте 2024 г., впервые за 10 месяцев, **PMI еврозоны поднялся выше пороговой отметки**, а в апреле — **достиг 51,7 п.** Сфера услуг еврозоны демонстрирует уверенный рост (PMI на уровне 53,3 п. в апреле), хотя промышленность пока отстает (PMI [составил 45,7 п.](#)). Непроизводственный сектор экономики еврозоны растет за счет внутреннего спроса, а индустриальный сектор переживает последствия негативных процессов, нарушающих экономическое взаимодействие с торговыми партнерами Европы. Одновременно с появлением признаков перехода еврозоны к устойчивому росту **наметилось замедление роста ВВП в США** ([рисунки 2 и 3](#)). Рост ВВП за I квартал 2024 г. составил 1,3%¹ после 3,4% в IV квартале 2023 г. — начинает сказываться эффект жесткой политики ФРС. По итогам апреля в США также зафиксировано замедление роста промышленного производства до минус 0,4 г/г (0,0% г/г в марте) и розничных продаж — до 3,0% г/г (3,8% г/г в марте). Замедление роста экономики США создает условия для снижения процентных ставок в мире.

Сильную динамику демонстрируют крупные развивающиеся экономики. В частности, в апреле 2024 г. совокупный PMI Индии [составил 61,5 п.](#), став одним из самых высоких за историю наблюдений (14 лет). На экономике страны положительно сказываются текущая реорганизация международных торговых потоков и внутренние структурные реформы. В [Бразилии](#) аналогичный показатель составил 54,8 п. на фоне начавшегося в прошлом году цикла смягчения денежно-кредитной политики.

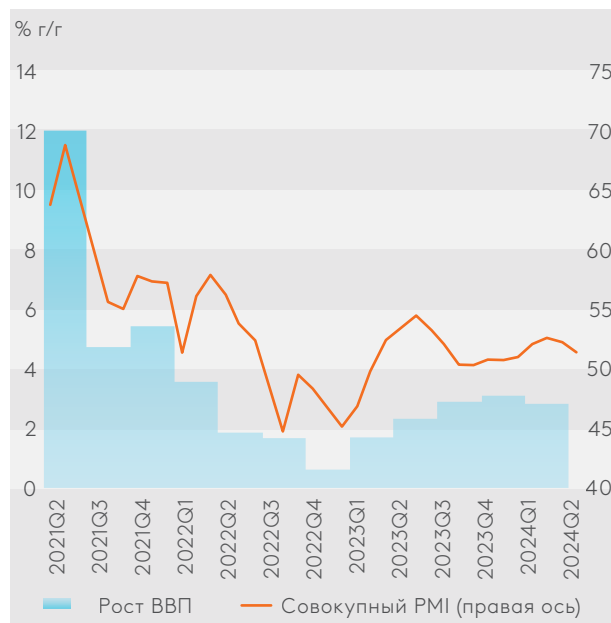
Китайская экономика в начале 2024 г. также чувствует себя уверенно. По итогам I квартала 2024 г. ВВП страны вырос на 5,3% г/г — показатель держится выше 5% четвертый квартал подряд. Совокупный PMI [составил 52,8 п.](#) по итогам апреля, став максимальным с мая 2023 г. ([рисунок 4](#)). Экономическая активность в КНР во многом обеспечена мерами властей (инвестиции в инфраструктуру и технологическое развитие). До конца года можно ожидать более умеренного роста экономики Китая вследствие продолжающегося финансового оздоровления сектора недвижимости и относительно слабой динамики потребительского спроса, на которую указывают низкие темпы инфляции в стране — по итогам апреля 2024 г. она составила 0,3% г/г.

¹ Показатель роста ВВП по сравнению с предыдущим кварталом, очищенный от влияния сезонных факторов и приведенный к годовому масштабу.

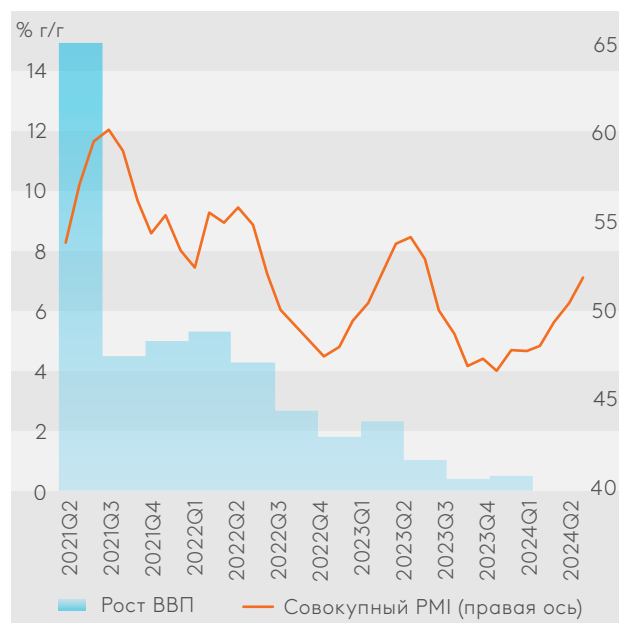
↓ Рисунок 1. Мировая экономика: PMI и рост ВВП



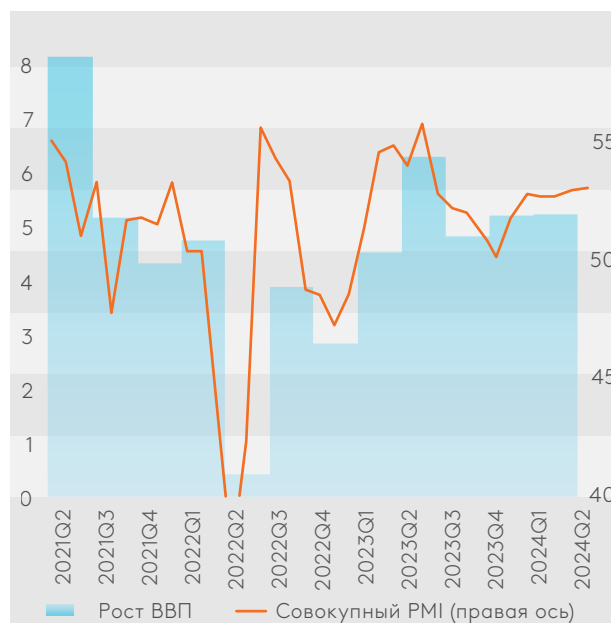
↓ Рисунок 2. США: PMI и рост ВВП



↓ Рисунок 3. Еврозона: PMI и рост ВВП



↓ Рисунок 4. Китай: PMI и рост ВВП



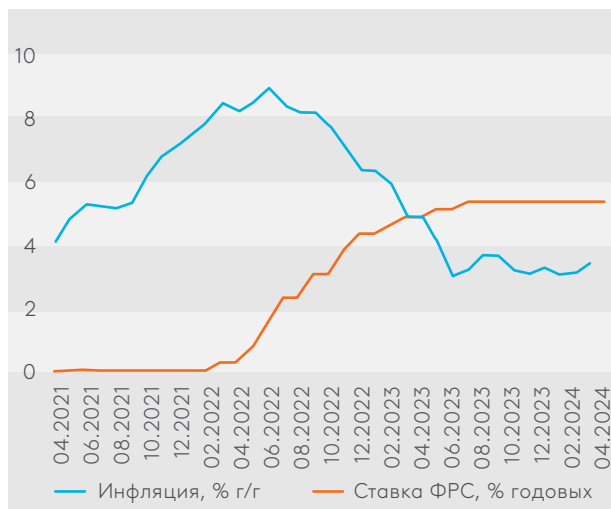
Источник: Bloomberg, национальные статистические агентства, МВФ.

В среднесрочной перспективе вызовом для Китая станет адаптация традиционно ориентированной на экспорт экономики **к изменениям в области международной торговли и инвестиций**. В настоящий момент в мире идет процесс переустройства торговых и финансовых потоков ([врезка 1](#)). Демонстрируемая китайской (и мировой) экономикой способность функционировать в этих условиях без существенного сокращения деловой активности является поводом для оптимизма. В то же время масштабная структурная трансформация не может не оказать сдерживающего влияния на рост всех вовлеченных в нее стран в среднесрочной перспективе.

Интенсивность процесса замедления инфляции в развитых странах снизилась в начале 2024 г. Если за 2023 г. инфляция сократилась с 9,2% г/г до 2,9% г/г в еврозоне и с 6,4% г/г до 3,3% г/г в США, то в апреле 2024 г. прирост потребительских цен составил 2,4% г/г в еврозоне и 3,4% г/г в США ([рисунки 5 и 6](#)). Мы полагаем, что в текущих условиях дезинфляционное влияние жесткой денежно-кредитной политики компенсируется

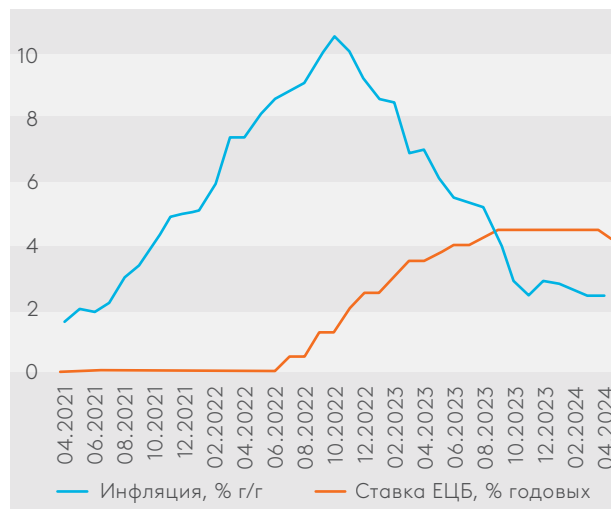
проинфляционными факторами — нехваткой рабочей силы в экономике и связанным с ней ростом заработных плат, а также ростом производственных издержек, вызванным усилившейся фрагментацией мировой экономики.

↓ Рисунок 5. США: инфляция и процентная ставка



Источник: Bloomberg, ФРС.

↓ Рисунок 6. Еврозона: инфляция и процентная ставка



Источник: Bloomberg, ЕЦБ.

Мы ожидаем, что действие проинфляционных факторов выразится **в сохранении высокой инфляции в еврозоне и США в 2024 г.** Наш прогноз — прирост цен за 2024 г. на 3,1% г/г в еврозоне и на 3,7% г/г в США.

На горизонте 2025–2026 гг. инфляция в США и еврозоне будет замедляться, но останется повышенной. Постепенная адаптация экономик еврозоны и США к условиям международной фрагментации будет способствовать снижению темпов роста потребительских цен. В этих условиях в 2025 г. инфляция в США снизится до 2,8% г/г, а в 2026 г. — до 2,5% г/г. В еврозоне, где слабый экономический рост подталкивает монетарные власти стимулировать деловую активность, инфляция будет выше — на уровне 3,2% г/г по итогам 2025 г. и 2,9% г/г в 2026 г. и вернется к цели за пределами прогнозного горизонта.

Центральные банки США и еврозоны сохраняли процентные ставки без изменений с III квартала 2023 г. до мая 2024 г. Замедление процессов дезинфляции стало причиной того, что смягчение денежно-кредитной политики для ФРС и ЕЦБ откладывалось. В начале июня ЕЦБ снизил свои ставки на 0,25 п.п., а ФРС продолжает держать паузу.

Наш взгляд на политику ЕЦБ в данный момент совпадает с ожиданиями рынков². Мы считаем, что Европейский центральный банк продолжит снижать ставки уже в III квартале 2024 г. Соответствующие решения будут приниматься на фоне медленного роста экономики, вопреки проинфляционным рискам. К середине 2025 г. ставка ЕЦБ выйдет на уровень 3%, на котором и останется в среднесрочной перспективе. Более глубокому снижению будет препятствовать сохранение инфляции выше целевого уровня ЕЦБ.

Снижение процентной ставки ФРС прогнозируем ближе к концу 2024 г. ФРС будет поступательно снижать ставку, и во второй половине 2026 г. она в среднем будет на уровне около 3,8%. Как и в Европе, процентная ставка центрального банка останется выше, чем в среднем за 2000–2019 гг.

² По оценкам Bloomberg, основанным на рыночной информации.

Мы видим несколько фундаментальных причин **сохранения повышенной инфляции и устойчиво высоких уровней процентных ставок в мире**. Во-первых, речь идет о сохраняющихся дисбалансах на рынке труда — дефиците кадров и высокой конкуренции за персонал. Это связано с господствующими (в том числе в большинстве развивающихся стран) демографическими трендами, включающими снижение рождаемости, старение населения и, соответственно, снижение предложения рабочей силы. Во-вторых, усиление фрагментации мировой экономики, повышающее производственные издержки, сохранится в долгосрочной перспективе. В-третьих, на среднесрочном горизонте можно ожидать повышенных государственных расходов — как на фоне высоких уровней долга в развитых странах, так и вследствие геополитической напряженности. Центральные банки будут смягчать денежно-кредитную политику, но для снижения проинфляционных рисков будут держать ключевые ставки на более высоких, чем было привычно ранее, уровнях, что будет отражаться в стоимости кредитования экономики в среднесрочной и более длительной перспективе.

Подводя итог, мы прогнозируем, что рост мировой экономики в 2024–2026 гг. окажется несколько ниже, чем в 2022–2023 гг. (таблица 2). В 2024 г. ВВП США увеличится на 1,9% после 2,5% в 2023 г., ВВП еврозоны — на 0,5% (как и в 2023 г.), ВВП Китая — на 5,1% (5,2% в 2023 г.). В 2025 г. рост ВВП замедлится до 1,2% в США и до 4,5% в Китае, а в еврозоне, наоборот, будет наблюдаться восстановление экономики на уровне 1,6%. К 2026 г. на фоне снижения процентных ставок экономический рост в США повысится до 1,8%, а в еврозоне стабилизируется на 1,4%. Тем не менее экономическая активность в США и еврозоне на прогнозном горизонте будет подавленной по сравнению с периодом 2010-х гг. Китайская экономика в отличие от экономик развитых стран будет последовательно замедлять рост — до 4,4% в 2026 г. Этот процесс определяется долгосрочными структурными ограничениями.

↓ Таблица 2. Прогнозные значения основных внешнеэкономических показателей (базовый сценарий)

Показатель	2022	2023	2024П	2025П	2026П
Цена нефти (\$/bbl, в среднем за год)					
Brent	101	83	82	80	80
Urals	76	63	68	68	72
Рост ВВП (%)					
США	1,9	2,5	1,9	1,2	1,8
Еврозона	3,4	0,5	0,5	1,6	1,4
Китай	3,0	5,2	5,1	4,5	4,4
Инфляция (% в среднем за год)					
США	8,0	4,1	3,5	3,2	2,5
Еврозона	8,4	5,5	2,8	3,2	3,0
Ключевые процентные ставки (% в среднем за год)					
ФРС	1,7	5,0	5,3	4,7	3,9
ЕЦБ	0,7	3,9	4,1	3,2	3,0

Источник: 2022–2023 гг. — данные МВФ, Всемирного банка, ФРС США, ЕЦБ, 2024–2026 гг. — прогнозы аналитиков ЕАБР. Прогнозы цен на сырье построены на основе рыночных котировок форвардов по данным Bloomberg.

Прогноз мировой экономики не формирует условий для широкого роста цен на сырьевые товары, при этом динамика цен на рынках сырья будет разнонаправленной. Перспективы нефтяного рынка во многом будут зависеть от политики ОПЕК+, которая продолжает удерживать значительный объем предложения на рынке для поддержания цен. В прогнозе мы не закладываем существенный рост предложения нефти на фоне добровольного сокращения добычи странами ОПЕК+, что позволит **ценам на нефть** марки Brent оставаться в районе 80 долл. за баррель. Российская нефть Urals будет стоить около 68 долл. за баррель в 2024 г., и ее стоимость вырастет до 72 долл. за баррель к 2026 г. по мере снижения дисконта по отношению к Brent. **Продовольствие** продолжит дешеветь, хотя темпы снижения цен замедлятся по сравнению с 2022–2023 гг. **Недрагоценные металлы** сохранят умеренный рост — спросу на них будет способствовать глобальный процесс перехода на низкоуглеродную энергетику. **Цены на золото** продолжат расти в условиях снижения процентных ставок центральными банками развитых стран и сохранения глобальной геополитической неопределенности.

Внешний фон останется нейтральным для экономик стран — участниц ЕАБР. Цены на энергоносители, основной экспорт региона, не испытают значительного снижения. Страны, в экономике которых важную роль играет экспорт металлов, выиграют от роста цен на этот вид сырья. Снижение цен на продовольствие уменьшает проинфляционные риски для экономик региона операций Банка, зависящих от импорта зерна.

В базовом сценарии внешний спрос не сможет стать драйвером экономического роста в странах — участницах Банка. Они продолжат опираться на внутренние источники роста — повышение эффективности экономик, инвестиции и региональное взаимодействие.

Учитывая значительную неопределенность, свойственную сценарному анализу, **рассмотрим основные риски** и возможные последствия для экономик региона операций ЕАБР.

Существенное замедление экономической активности в странах — торговых партнерах и рост предложения нефти со стороны стран, не входящих в ОПЕК. Высокие процентные ставки в развитых странах и структурные проблемы в китайской экономике могут стать факторами значительного сокращения потребительской и инвестиционной активности. На фоне замедления роста ряда крупных экономик в рамках рискованного сценария снизится спрос на энергоресурсы. Если страны, не входящие в ОПЕК, нарастят объемы добычи нефти, на рынке возникнет избыток предложения. Цена на нефть марки Brent может сократиться до 60 долл. за баррель к III кварталу 2024 г. и стабилизироваться на этом уровне в среднесрочной перспективе.

Следствием реализации нашего рискованного сценария, подразумевающего падение цен на нефть до 60 долл. за баррель, для региона операций ЕАБР станет сокращение экспортной выручки. Оно затронет экономики России и Казахстана, а на других государствах — участниках Банка скажется в связи с падением доходов от торговли с ключевыми экономиками региона, снижением притока инвестиций и денежных переводов. Это приведет к ослаблению большинства валют в регионе. Результатом реализации рискованного сценария станет заметное ускорение инфляции и временное ужесточение денежно-кредитной политики. Следует ожидать умеренного сокращения ВВП. Восстановление экономики региона последует в 2026 г. на фоне повышения спроса со стороны торговых партнеров и смягчения денежно-кредитных условий.

Врезка 1. Фрагментация мировой экономики

На протяжении последних лет мировая экономика переживает интенсивную трансформацию: торговые и инвестиционные потоки меняют свои направления. Многие страны ведут политику friend- и nearshoring'a — переформатирования экономических связей с целью обеспечения себя рынками сбыта и источниками сырья и промежуточных товаров в политически дружественных или сохраняющих нейтралитет странах и регионах для повышения безопасности поставок.

В основе такой трансформации лежит ряд причин:

- рост геополитической напряженности: торговые войны, санкции и политическая нестабильность заставляют компании пересмотреть свою зависимость от поставщиков из одного источника;
- нарушение цепочек поставок: пандемия, стихийные бедствия и другие непредвиденные события выявили уязвимость в логистических связях, побудив компании искать пути повышения безопасности за счет диверсификации и регионализации;
- повышение ответственности потребления: снижение негативного воздействия на окружающую среду и выбор поставщиков, придерживающихся правил экологического использования природных ресурсов;
- повышение эффективности производства: автоматизация и цифровизация могут создать условия для сохранения конкурентоспособности производств даже в странах с высокой заработной платой.

Влияние этих факторов различается по значимости и в разной степени важно с точки зрения достижения [Целей устойчивого развития](#). В настоящий момент ключевым является рост геополитической напряженности, который оказывает наиболее сильное влияние на процессы фрагментации.

Продолжает увеличиваться количество барьеров во внешнеэкономической деятельности: если в 2009–2019 гг. в среднем в мире вводилось около 3 тыс. ограничений в год, то в 2020–2023 гг. их количество возросло почти до 5,5 тыс. в среднем за год³.

Анализ динамики внешней торговли пяти наиболее крупных развивающихся экономик вне региона операций ЕАБР (Китая, Индии, Бразилии, Индонезии и Мексики) указывает на разнообразие путей, выбираемых данными странами на фоне глобальной трансформации ([рисунки А и Б](#)). Наиболее выраженный характер имеет перестройка внешних связей китайской экономики — значительно снизилась торговля Китая с большинством развитых стран, при этом активизировалась торговля с Россией. Мексика, напротив, сдвинулась в направлении «западного» полюса фрагментации, увеличив торговлю с развитыми странами и сократив с Россией и Китаем. Остальные крупные развивающиеся экономики усилили торговые связи как с развитыми странами, так и с Китаем и Россией. Есть основания полагать ([Gopinath et al., 2024](#)), что данная реакция внесла существенный вклад в купирование негативного влияния экономической фрагментации на рост мирового ВВП.

³ Источник: Global Trade Alert https://www.globaltradealert.org/global_dynamics

Фрагментация коснулась и инвестиционных процессов, повлияв на страновое распределение потока прямых капитальных вложений. Прямые инвестиции между странами с несовпадающими интересами в сфере внешней политики [сократились с 23% от общего объема международных ПИИ в 2013 г. до 13% в 2022 г.](#) Эта тенденция особенно затронула производственный сектор, усилившись в 2022 г., на фоне начавшейся в 2019 г. эскалации торговой напряженности, что подчеркивает ее геополитический характер. В результате доля инвестиций между странами с близкими внешнеполитическими повестками растет быстрее, чем инвестиции между географически близкими странами.

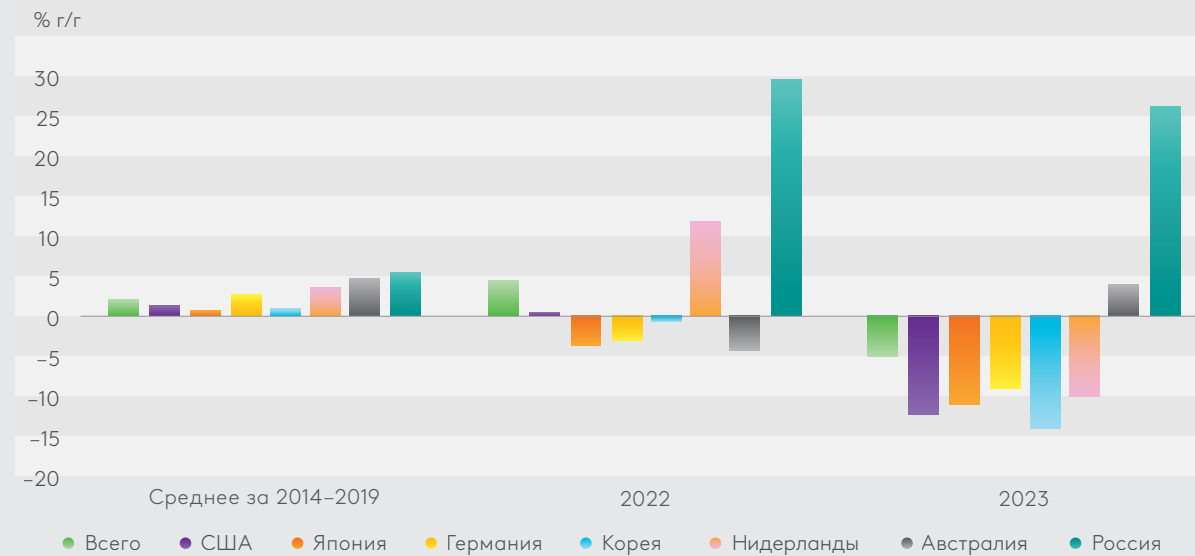
Изменение подходов к выбору страны инвестирования сказалось и на объемах инвестиций. Рост прямых инвестиций перестал соответствовать динамике мирового ВВП и международной торговли: при росте мировой экономики на 3,2% [объем прямых инвестиций сократился на 7%](#) в 2023 г.

Наиболее значительное влияние фрагментации мировой экономики на приток ПИИ наблюдается в Китае ([рисунок Б1](#)). Приток прямых инвестиций в Китай резко сократился — страна сместила фокус на внутренние источники финансирования капитальных вложений. Влияние процессов фрагментации на приток ПИИ в другие крупные развивающиеся экономики пока не зафиксировано ([рисунок Б2–Б5](#)).

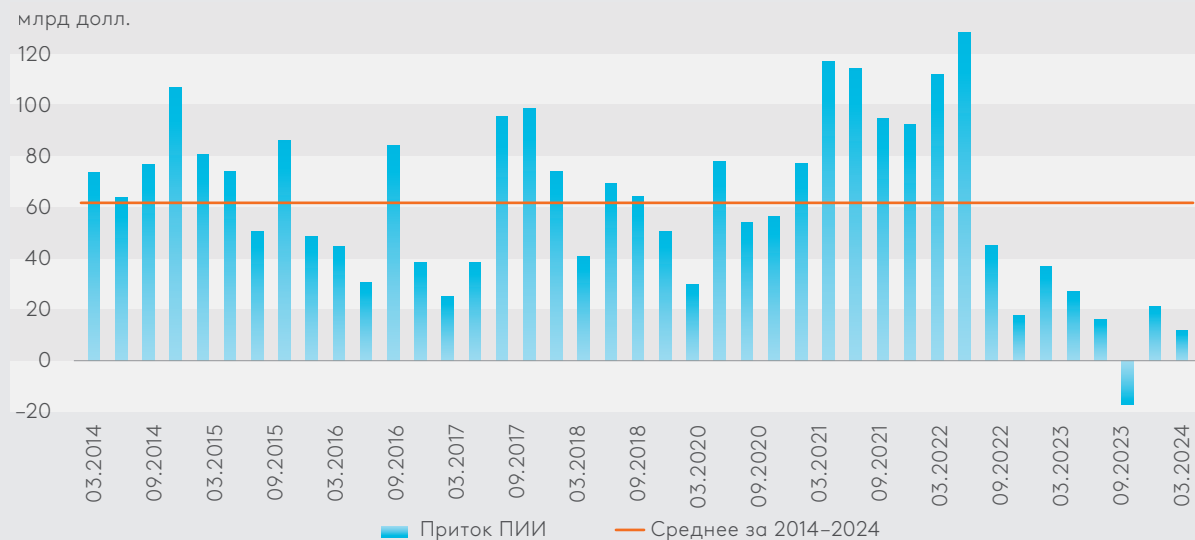
Растущие риски фрагментации снижают уровень доверия между странами, что меняет подходы к формированию резервных активов. Идет поиск альтернативы хранению резервов в долларах. Текущая доля доллара в структуре мировых резервов сокращается медленно — с 57% в начале 2020 г. до 54% в начале 2023 г., что частично связано с укреплением доллара по отношению к мировым валютам. При этом центробанки стран все активнее покупают золото. В I квартале 2024 г. они увеличили объем покупки золота на 290 тонн на чистой основе после увеличения на 220 тонн в предыдущем квартале. Структурно обусловленный высокий спрос на золото формирует условия для устойчивого роста цен на этот актив.

Фрагментация мировой экономики продолжается, и процессы, рассмотренные нами, будут усиливаться. В целом перестройка глобальных цепочек добавленной стоимости приводит к потерям положительных эффектов международного разделения труда, формируя проинфляционные риски и увеличивая транзакционные издержки ([Clancy, 2024](#)). С другой стороны, фрагментация до определенной степени может быть фактором повышения финансовой стабильности ([Claessens, 2019](#)) и стать триггером для поиска новых источников роста. Однако расширение обозначенных процессов будет заметно повышать риски для достижения Целей устойчивого развития.

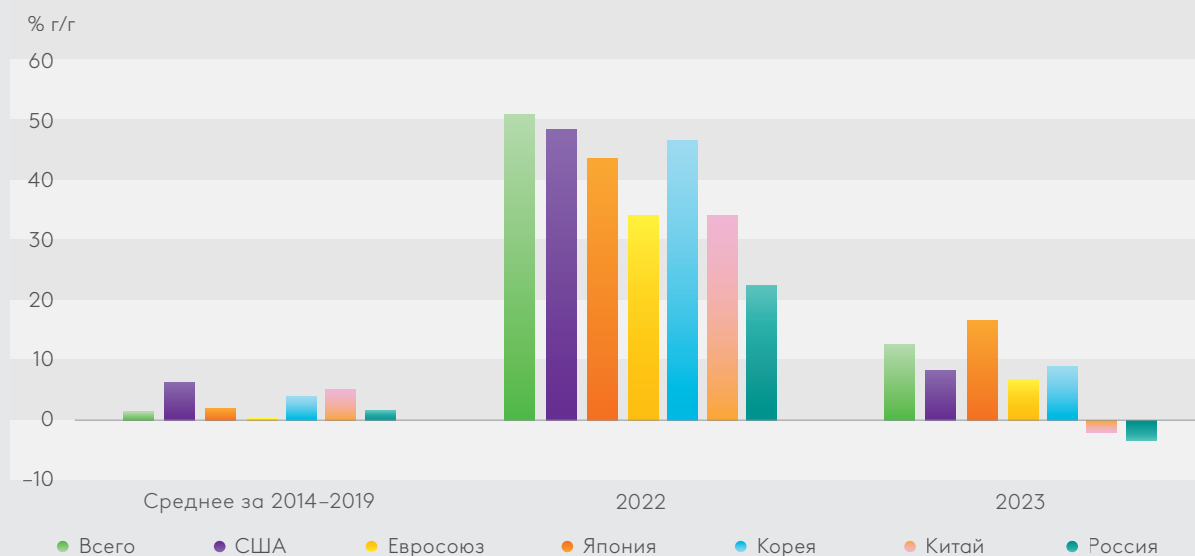
↓ Рисунок А1. Оборот внешней торговли Китая



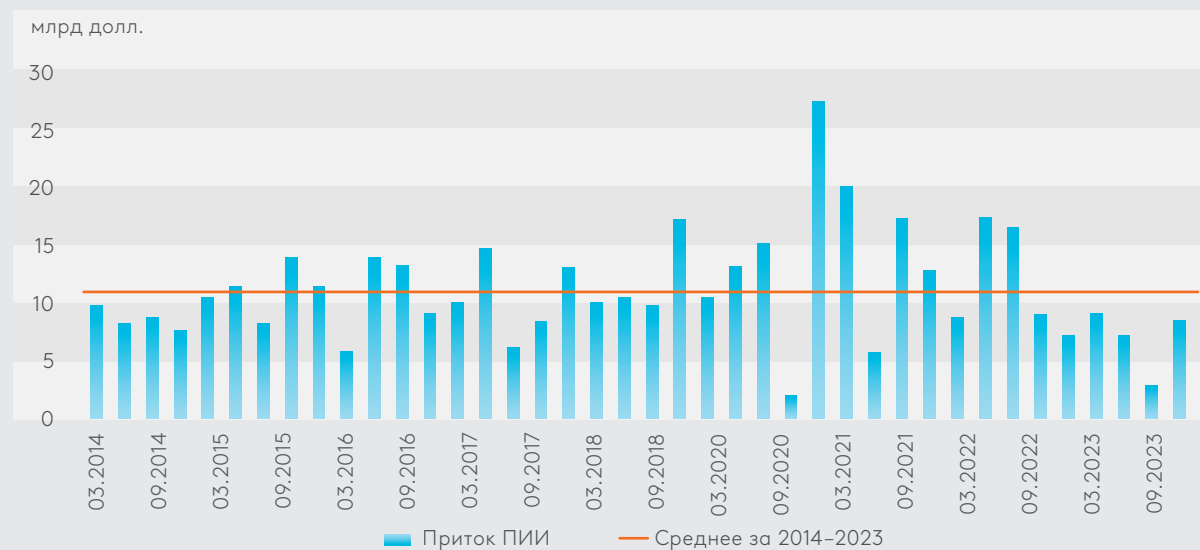
↓ Рисунок Б1. Приток ПИИ в Китай



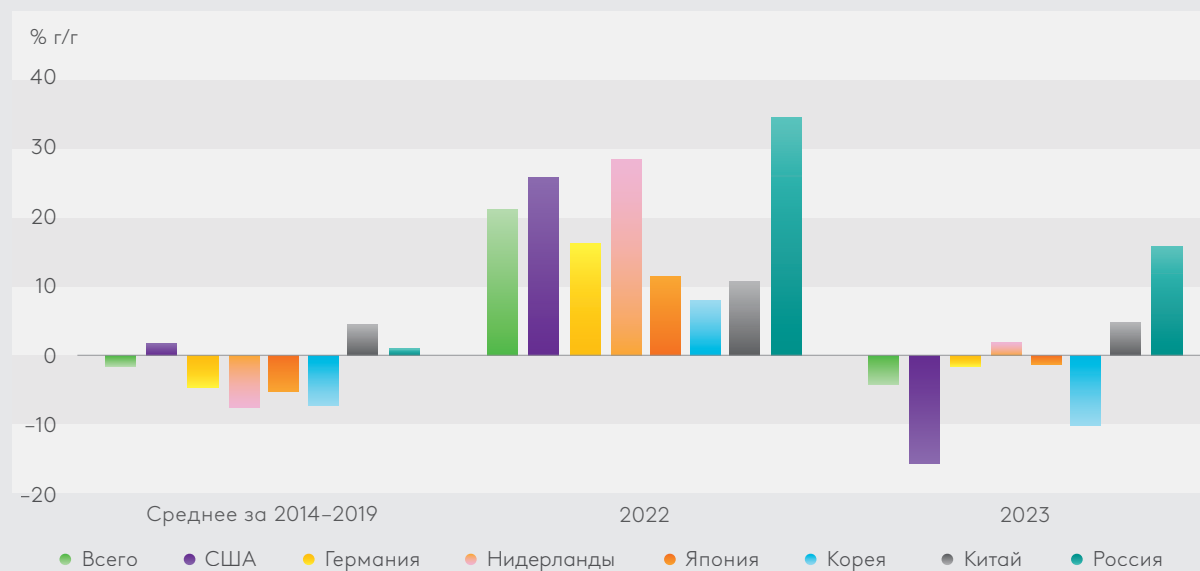
↓ Рисунок А2. Оборот внешней торговли Индии



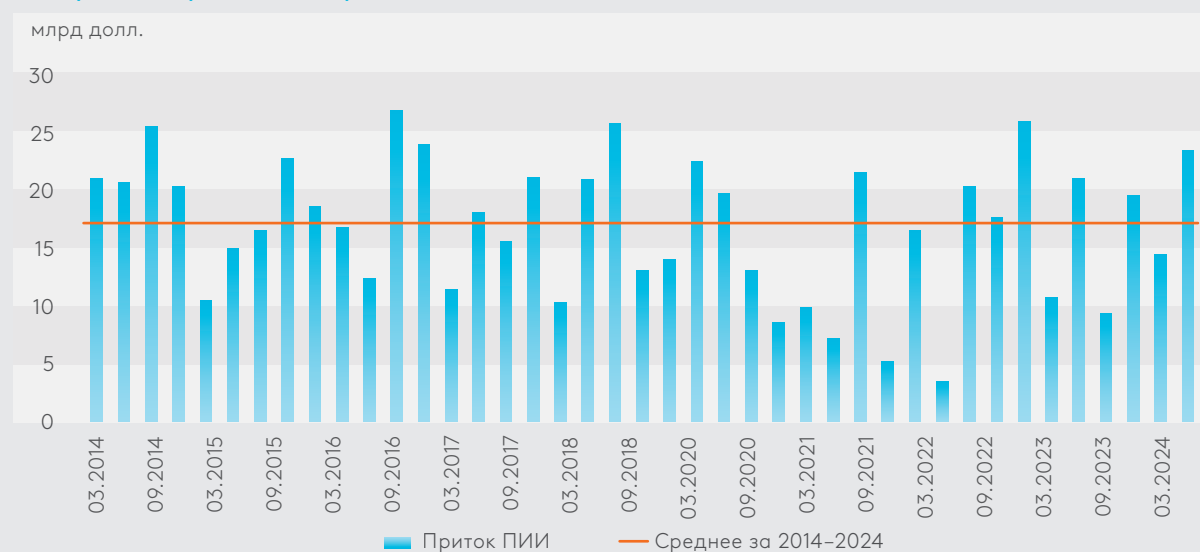
↓ Рисунок Б2. Приток ПИИ в Индию



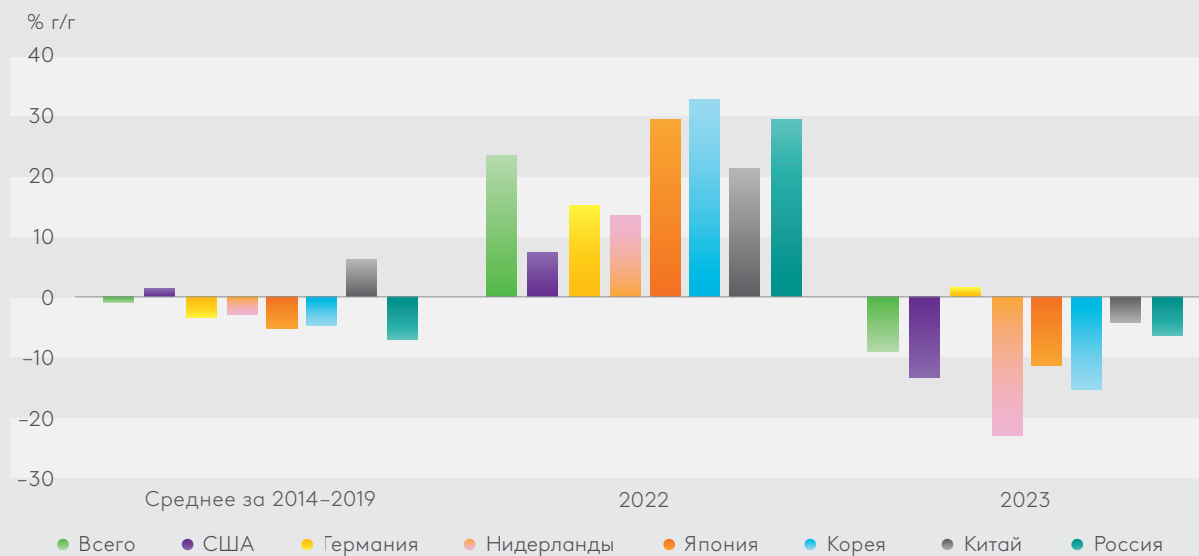
↓ Рисунок А3. Оборот внешней торговли Бразилии



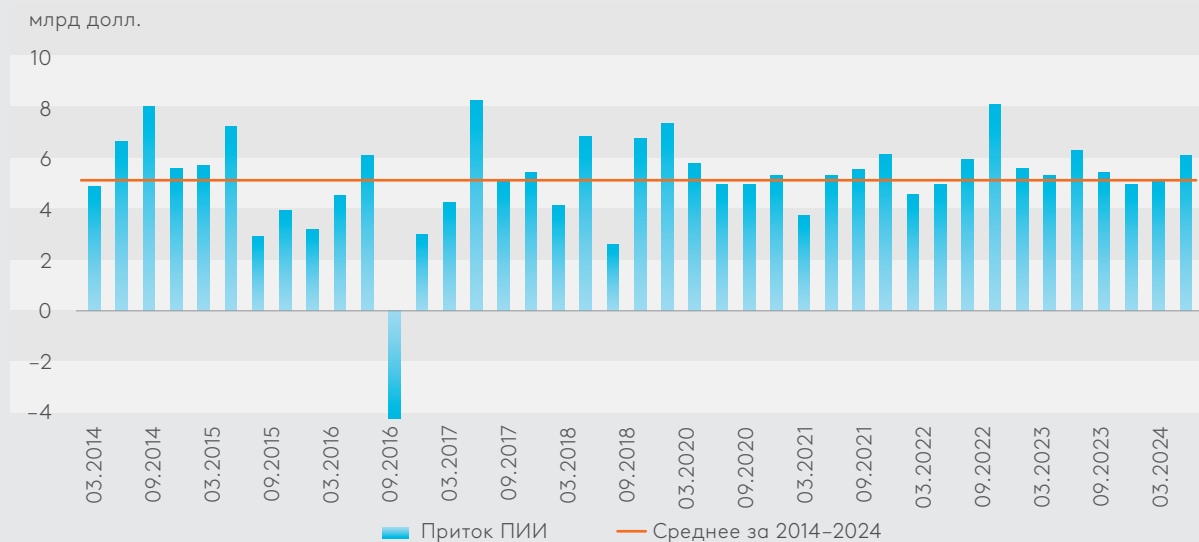
↓ Рисунок Б3. Приток ПИИ в Бразилию



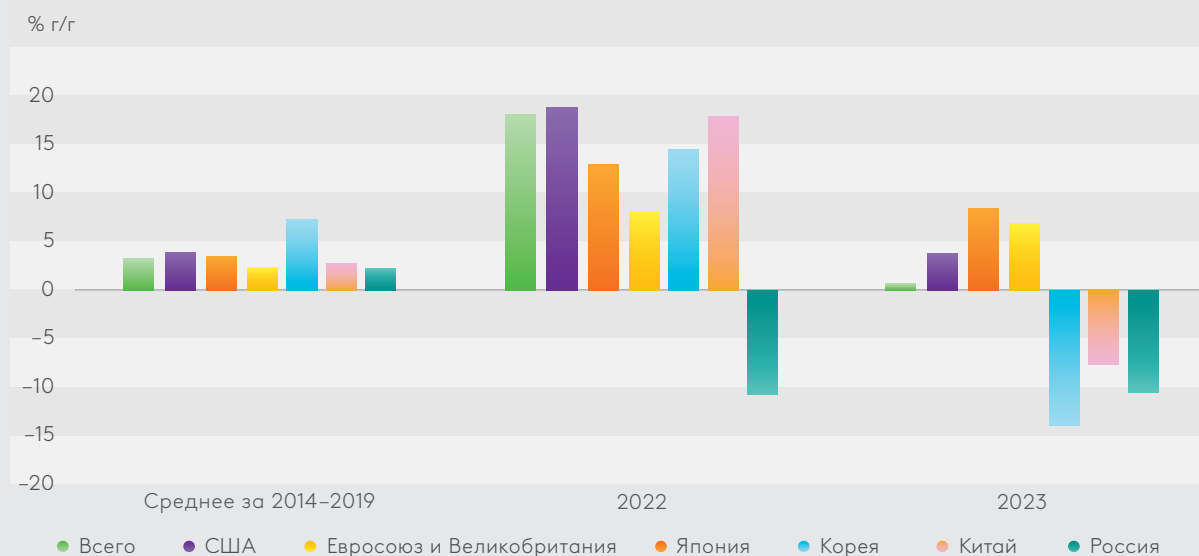
↓ Рисунок А4. Оборот внешней торговли Индонезии



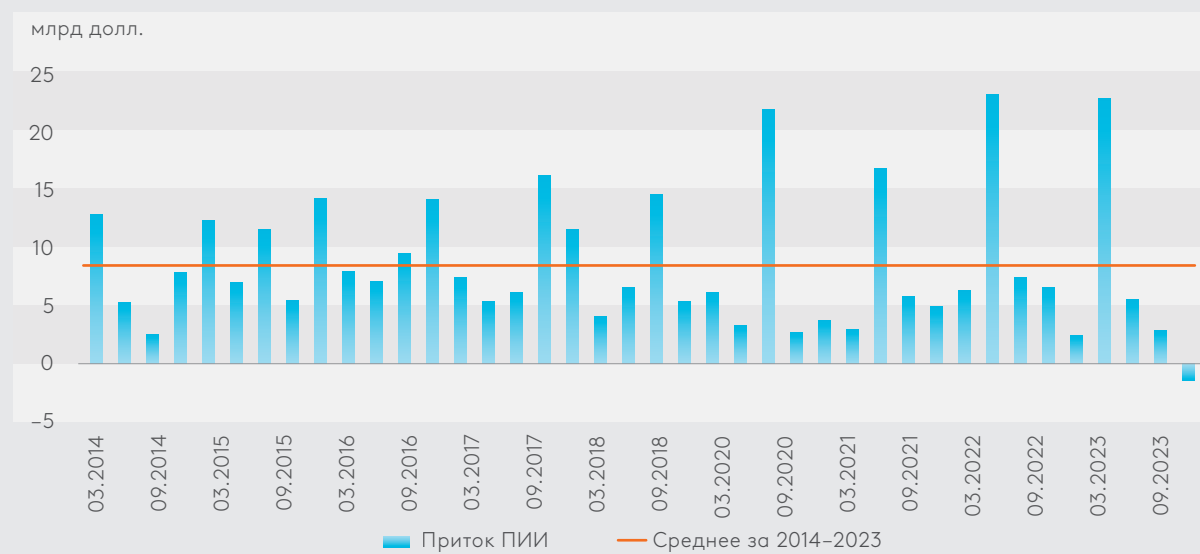
↓ Рисунок Б4. Приток ПИИ в Индонезию



↓ Рисунок А5. Оборот внешней торговли Мексики



↓ Рисунок Б5. Приток ПИИ в Мексику



Источник: национальные банки и ведомства, расчеты ЕАБР.

РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ



Источник: midjourney.com



РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ

В базовом сценарии рост ВВП Армении прогнозируется на уровне 7,5% в 2024 г. Инфляция по итогам 2024 г. ускорится до 1,5% в условиях укрепления внутреннего спроса, умеренного ослабления национальной валюты и продолжающегося снижения ставки рефинансирования. В 2024 г. в базовый прогноз закладываем стимулирующее влияние бюджетной политики на экономику.

Текущая ситуация

В начале 2024 г. темпы роста экономики Армении ускорились. В январе – апреле показатель экономической активности увеличился на 13,2% г/г. Основным драйвером выступил сектор промышленности (+26,8% г/г в январе – апреле), обеспечив, по нашим расчетам, порядка 5,1 п.п. роста. Вклад основных секторов в деловую активность был положительным, однако такая динамика была обусловлена концентрацией роста в некоторых отраслях. В этот период рост промышленности и торговли (+26,7% г/г) был обеспечен преимущественно многократным наращиванием обработки ювелирных изделий из золота и внешней торговли ими, а динамика услуг (+3,9% г/г) — увеличением объемов финансовой деятельности (+16,8% г/г). Вместе с тем динамика выпуска большинства остальных секторов услуг и обрабатывающей промышленности оставалась на слабом уровне.

Рост промышленности продолжил ускоряться в начале года. Это связано с начавшимся в конце предыдущего года наращиванием обработки предназначенных на экспорт изделий из золота и торговли ими. Вместе с тем объемы производства остальных ключевых секторов промышленности замедлились после высоких уровней 2022–2023 гг. Увеличение производства драгоценных металлов из золота в 4,6 раза г/г в январе – апреле компенсировало спад и замедление в других основных секторах промышленности. Рост строительства (+13,7% г/г в январе – апреле) сохранил устойчивость на фоне высокого уровня ипотечного кредитования (+23,3% г/г по состоянию на апрель). Общий уровень кредитования населения (+21,2% г/г в апреле), значимые объемы накоплений и снижение потребительских цен в стране поддержали внутренний спрос.

Приток трансграничных переводов физических лиц за январь – апрель 2024 г. составил 1,7 млрд долл. Несмотря на снижение (минус 18,2% г/г), этот показатель оставался на исторически высоких уровнях, как и в 2022–2023 гг.⁴ Вместе с тем объемы оттока переводов увеличились на 1,5% и составили 1,3 млрд долл. (основными направлениями стали РФ и ОАЭ), что привело к снижению чистых трансграничных переводов на 54,5% г/г.

Объемы внешней торговли продолжали увеличиваться в первой половине 2024 г. В январе — апреле экспортные поставки увеличились в 2,8 раза на фоне наращивания производства и экспорта золотых изделий. В структуре экспорта товаров главную роль сыграли драгоценные камни и металлы (рост в 9 раз г/г в январе – апреле), которые вместе с поставками минеральных продуктов обеспечили почти всю положительную динамику экспорта. Импорт в январе – апреле вырос в 2,1 раза г/г и тоже был обеспечен в основном ввозом драгоценных камней и металлов для целей обработки и последующего экспорта, а также текстиля и продуктов питания. В структуре импорта значительно снизились объемы ввоза транспортных средств и недрагоценных металлов, по остальным позициям в январе – апреле сохранялась положительная динамика.

⁴ В 2023 и 2022 гг. приток составил соответственно 5,6 и 5,1 млрд долл. против 1,9 млрд долл. в среднем за год в 2018–2021 гг.

Армянский драм укрепился с начала года. По сравнению с концом 2023 г. драм укрепился к доллару на 4,3%, к евро — на 6,2% и к российскому рублю — на 4,4% по состоянию на конец мая. Этому в первую очередь способствовали высокие темпы роста экспорта драгоценных металлов. Вместе с тем удорожание национальной валюты сдерживает внешний спрос на экспорт большинства товаров и услуг. Укрепление курса драма в течение февраля – мая текущего года ограничило в том числе рост потребительских цен.

В Армении цены впервые увеличились после длительного периода дезинфляции. Цены выросли на 0,3% в мае после снижения на 0,7% месяцем ранее. Разворот в динамике цен обусловлен замедлением дефляции в продовольственном сегменте. В мае продукты питания подешевели на 2,0% г/г после 4,5% г/г месяцем ранее. Ключевыми факторами динамики потребительских цен стали: уменьшение стоимости импортируемых продуктов питания в условиях снижения цен на международных рынках, влияние жестких денежно-кредитных условий⁵ и укрепление курса драма. Несмотря на стабильность инфляции на неторгуемые товары и услуги, темп роста цен несколько замедлился, составив 2,4% г/г в марте⁶, что указывает на некоторое охлаждение инфляционных ожиданий.

Центральный банк Армении на заседании 11 июня в девятый раз подряд снизил ставку рефинансирования — на 0,25 п.п. до 8%. Решение было принято в условиях слабой инфляции, сформировавшейся на фоне снижения международных цен на товары и сырье, укрепления курса драма и охлаждения рынка труда. С начала цикла смягчения во втором полугодии 2023 г. ставка рефинансирования суммарно уменьшилась на 2,75 п.п.

Прогноз

↓ Таблица 3. Основные макроэкономические показатели Армении (базовый сценарий)

Показатель	2022	2023	2024П	2025П	2026П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	12,6	8,7	7,5	4,2	4,9
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	8,6	-0,6	1,5	2,5	2,0
Ставка МБК (%, в среднем за год)	9,0	10,0	8,3	6,7	6,0
Курс армянского драма к доллару (в среднем за год)	436	392	396	398	399

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

ВВП Армении увеличится на 7,5% в 2024 г. в соответствии с базовым сценарием прогноза (рисунок 7.Б). Более высокие, чем **ожидалось ранее**, темпы экономического роста связаны с сильной деловой активностью в январе – апреле на фоне высоких темпов роста обработки и экспорта золотых изделий. Влияние данного фактора на динамику ВВП будет исчерпано в IV квартале текущего года. Укрепление внутреннего спроса на фоне

⁵ Базовая инфляция составила минус 0,5% г/г в апреле после минус 0,7% г/г месяцем ранее.

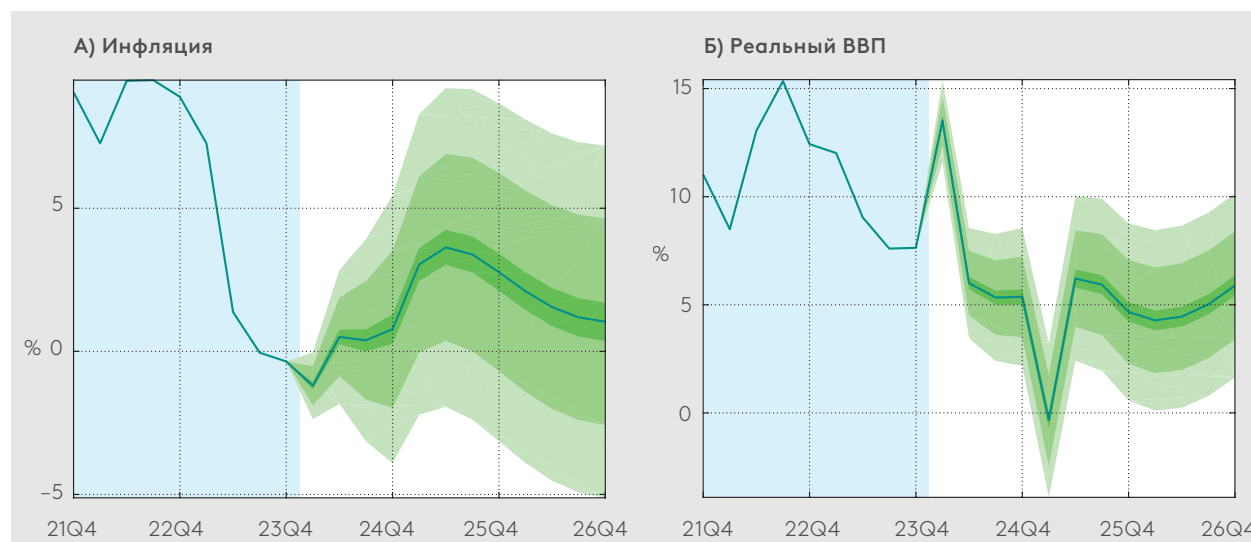
⁶ Инфляция неторгуемых жестких цен включает цены на жилье, здравоохранение, учебу и другие товары и услуги потребительской корзины, не участвующие в международной торговле. Подробнее: https://www.cba.am/AM/News/Pages/news_30042024.aspx#sthash.2Xy5 mlWU.dpbs https://www.cba.am/EN/ppublications/MPR_2024_Q1_Eng.pdf.

расширения кредитования населения и инвестиций, а также низких потребительских цен станет одним из факторов роста в текущем году. Воздействие бюджетной политики оценивается как стимулирующее. В 2025 г. экономический рост вернется к сбалансированным темпам — соответственно 4,2% и 4,9% в 2025 и 2026 гг. (таблица 3).

В 2024 г. ожидается некоторое охлаждение экономического роста основных торговых партнеров. Это будет сдерживать денежные переводы и внешний спрос на большинство экспортируемых товаров. Вместе с тем, показатели экспорта останутся сильными за счет сверхвысоких объемов внешней торговли изделий из золота.

В базовом сценарии инфляция прогнозируется в размере 1,5% г/г на конец 2024 г. (рисунки 7.А). Дезинфляционное влияние мировых цен на товары и сырье, снижение инфляционных ожиданий и укрепление курса драма будут ограничивать рост цен. Вместе с тем смягчение денежно-кредитных условий ЦБ РА, стимулирующая бюджетная политика и укрепление внутреннего спроса станут проинфляционными факторами в 2024 г. В 2025–2026 гг. инфляция сформируется вблизи нижней границы целевого диапазона ЦБ РА ($4 \pm 1,5\%$).

↓ Рисунок 7. Прогноз экономической активности и инфляции в Армении



Примечание: здесь и далее до конца материала данные по ВВП и инфляции приведены с устранением сезонности, диапазоны диаграмм соответствуют доверительным интервалам 10%, 50% и 75%.

Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс армянского драма

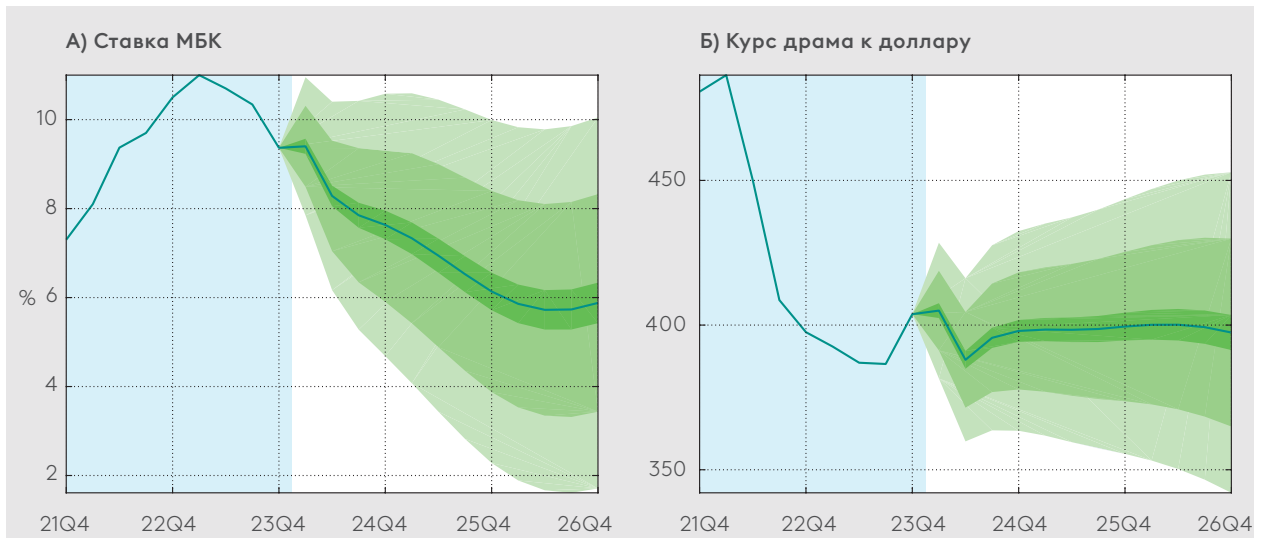
Центральный банк продолжит снижение ставки рефинансирования, к концу 2024 г. она составит 7,5% (рисунок 8.А). Ставка будет снижена с учетом устойчивого нахождения инфляции ниже целевого диапазона ЦБ РА ($4 \pm 1,5\%$). По нашим оценкам, сдерживающее влияние денежно-кредитной политики на спрос будет постепенно исчерпано в течение года. В 2025 г. ставка МБК сформируется вблизи 7%, что будет соответствовать стабильному нахождению инфляции в целевом диапазоне ЦБ РА.

Среднегодовой курс драма к доллару прогнозируется на уровне 396 в 2024 г. (рисунки 8.Б). Приток денежных переводов, сильный экспорт и стабильность туристической активности окажут поддержку национальной валюте в текущем году. В среднесрочной перспективе несколько факторов будут способствовать некоторому обесцениванию армянского драма. Среди них — корректировка темпов роста экспорта товаров, девальвационные ожидания в связи с геополитической обстановкой, снижение ставок на денежном рынке и более медленные темпы роста экономики.

Стимулирующий характер фискальной политики в среднесрочной перспективе.

Влияние бюджетной политики на спрос в 2024 г., по нашей оценке, будет иметь стимулирующий характер с учетом планов правительства по расширению дефицита бюджета до 4,6% ВВП после 2,0% в 2023 г. Это связано с повышением расходов на 1,1 п.п. до 28,7% ВВП. Правительство планирует увеличить уровень капитальных затрат на 0,6 п.п. до 6,6% ВВП в 2024 г. и поддерживать их на этом уровне до 2026 г. Имплементация этого плана будет способствовать повышению производительности и увеличению потенциального роста экономики Армении в среднесрочном периоде. В рамках «Среднесрочной программы расходов Правительства РА на 2024–2026 гг.» предусмотрено, что уровень расходов стабилизируется вблизи 28% ВВП, а налоговые доходы будут расти на 0,6 п.п. в год.

↓ Рисунок 8. Прогноз процентной ставки и курса армянского драма



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Сильная концентрация экономического роста в нескольких отраслях создает риски устойчивости показателей роста базового сценария прогноза. Высокие показатели экономического роста Армении в первом полугодии 2024 г. преимущественно связаны с наращиванием производства и экспорта ювелирных изделий. В случае краткосрочности этого фактора возрастают риски значительно более медленного — по сравнению с базовым сценарием — экономического роста в 2024 г.

Значительное замедление темпов роста мировой экономики и в основных странах — торговых партнерах. Высокие процентные ставки в развитых странах и структурные проблемы в китайской экономике могут стать факторами значительного сокращения потребительской и инвестиционной активности. Снижение спроса на энергоносители затронет в том числе экономику России. В таких условиях для Армении снизятся внешний спрос и уровень денежных переводов, увеличится девальвационное давление на армянский драм.

Драйвер экономического роста Армении 2022–2023 гг. может стать риском для экономики. Вероятность оттока капитала и трудовых ресурсов становится значимой угрозой для экономики и стабильности национальной валюты. Отток чистого притока трансграничных переводов приведет в первую очередь к резкому ослаблению курса национальной валюты и всплеску цен (подробнее см. [Макроэкономический прогноз ЕАБР 2023–2025](#)).

РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ



Источник: midjourney.com



РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

Экономика Беларуси удерживает повышенные темпы роста в 2024 г. благодаря сохраняющемуся спросу как на внутреннем, так и на российском рынке. Хорошую динамику демонстрирует промышленность. Существенное увеличение заработных плат и расширение кредитования поддерживают потребительскую активность. Административное регулирование сдерживает рост цен, но формирует отложенные проинфляционные риски. Продолжается накопление золотовалютных резервов.

Текущая ситуация

Белорусская экономика сохранила высокие темпы роста в начале 2024 г. Наши оценки свидетельствуют о перегреве в экономике (превышении выпуском траектории сбалансированного роста). ВВП вырос на 5,1% г/г по итогам января – апреля 2024 г. По предварительным данным, почти половину прироста обеспечила промышленность, объем выпуска в которой увеличился на 7,7% г/г в январе – апреле. Импульс росту промышленного производства придает расширяющийся спрос как на внутреннем, так и на российском рынке. Рост выпуска поддерживается и увеличением генерации электроэнергии на БелАЭС. Оптовая и розничная торговля увеличились суммарно на 11,3% г/г в январе – апреле 2024 г., сформировав около 1 п.п. прироста ВВП. Заметный рост наблюдался в сельском хозяйстве (+6,4% г/г). Отмечается положительная динамика в транспортной деятельности (+5,7%), в том числе за счет роста грузооборота на 4,1% г/г, восстановление положительной динамики которого во многом обусловлено налаживанием новых логистических цепочек. Отмечается улучшение в строительстве, в том числе за счет наращивания жилищного строительства. Сохраняется отрицательная динамика в сфере информации и связи, при этом в апреле отмечается замедление тенденции сокращения объемов предоставления данных видов услуг.

Внутренний спрос — один из важнейших драйверов экономического роста. Высокие темпы роста реальной заработной платы (+13,5% г/г в январе – апреле 2024 г.) и сохраняющееся расширение кредитования населения сформировали условия для увеличения конечного потребления. Розничный товароборот вырос на 12,1% г/г за январь – апрель 2024 г., общественное питание — на 11,2% г/г. На расширение внутреннего спроса повлиял и рост инвестиций в основной капитал на 10% г/г в январе – апреле 2024 г. Однако говорить об устойчивой положительной динамике инвестиционной активности пока представляется преждевременным: рост инвестиций формируется преимущественно за счет государственных предприятий, в то время как в частном секторе заметного роста не наблюдается.

Инфляция в январе – апреле 2024 г. оставалась в пределах официально установленной цели (не более 6%). Рост цен составил 5,6% г/г в апреле 2024 г., сохранившись на уровне двух предыдущих месяцев. Замедлилось увеличение цен на услуги до 6,9% г/г в апреле после 7,1% г/г в марте. Инфляция непродовольственных товаров ускорила до 3,9% г/г в апреле — после 3,5% г/г в марте. Цены на продовольствие выросли на 6,2% г/г, как и месяцем ранее. В Беларуси сохраняется административное регулирование ценообразования, вследствие чего цены ограниченно могут реагировать на рост внутреннего спроса. Это формирует инфляционный навес, который может отразиться в ценовой динамике на среднесрочном горизонте.

Дефицит внешней торговли товарами и услугами составил 96,1 млн долл. за январь – март 2024 г. по сравнению с профицитом в размере 186 млн долл. в аналогичном периоде годом ранее. Ухудшение сальдо внешней торговли стало следствием

роста импорта товаров и услуг на 2,3% г/г за январь – март на фоне снижения экспорта на 0,1% г/г. Товарный экспорт вырос на 0,6% г/г за счет роста физических объемов. При этом отмечается снижение цен на экспортную продукцию, что может быть следствием как ухудшения конъюнктуры, так и ослабления конкурентоспособности на ключевом (российском) рынке. Экспорт услуг снизился на 3,1% г/г, предположительно за счет сокращения компьютерных услуг. Стоимостной объем импорта товаров вырос на 2,9% г/г, также преимущественно за счет физических объемов, вследствие расширения внутреннего спроса. Импорт услуг сократился на 1,5% г/г. Сложившийся дефицит внешней торговли пока не оказал существенного влияния на состояние золотовалютных резервов: их рост на 314 млн долл. на конец апреля по сравнению с началом года был полностью обеспечен увеличением стоимости золота в структуре резервов.

Курс белорусского рубля к корзине валют фактически не изменился за период с января по апрель 2024 г. Средняя стоимость корзины валют в апреле сохранилась на уровне января. При этом компоненты корзины демонстрировали разнонаправленную динамику. Ослабление к доллару на 2,7% и к юаню на 1,8% за этот период было компенсировано укреплением к российскому рублю на 1,5%. В целом на траекторию изменений белорусского рубля к ключевым мировым валютам во многом оказывала влияние динамика российского рубля, отражая высокую зависимость белорусской экономики от российской. Реальный эффективный курс белорусского рубля укрепился на 1,5% в апреле по сравнению с концом прошлого года. Увеличение номинальной стоимости белорусского рубля к российскому рублю было почти полностью нивелировано более высоким ростом потребительских цен в России по сравнению с внутренними, в результате реальный курс укрепился всего на 0,2%, отражая сохранение ценовой конкурентоспособности белорусских товаропроизводителей по сравнению с российскими.

Денежно-кредитные условия несколько ужесточились в январе – апреле 2024 г. по сравнению с концом предыдущего года. Несмотря на то, что Национальный банк Республики Беларусь сохраняет ставку рефинансирования на уровне 9,5% с конца июня 2023 г., ставки по депозитам банков несколько возросли. Этому способствовало восстановление доступа банков к постоянно доступным инструментам изъятия ликвидности со стороны регулятора. Следствием стало повышение активности на межбанковском рынке, и ставка МБК начала формироваться в диапазоне 4–5% годовых после 2,4% годовых в IV квартале 2023 г. Рост ставок замедлил темпы прироста кредитования до 1,1% м/м в среднем за январь – апрель 2024 г. по сравнению с 2,1% м/м в среднем за IV квартал 2023 г.

Прогноз

↓ Таблица 4. Основные макроэкономические показатели Беларуси (базовый сценарий)

Показатель	2022	2023	2024П	2025П	2026П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	-4,6	3,9	3,4	1,1	1,3
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	12,8	5,8	6,0	6,8	7,7
Ставка рефинансирования (% годовых в среднем за год)	11,5	10,1	9,5	9,5	9,5
Курс белорусского рубля к доллару (в среднем за год)	2,62	3,00	3,27	3,43	3,58

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

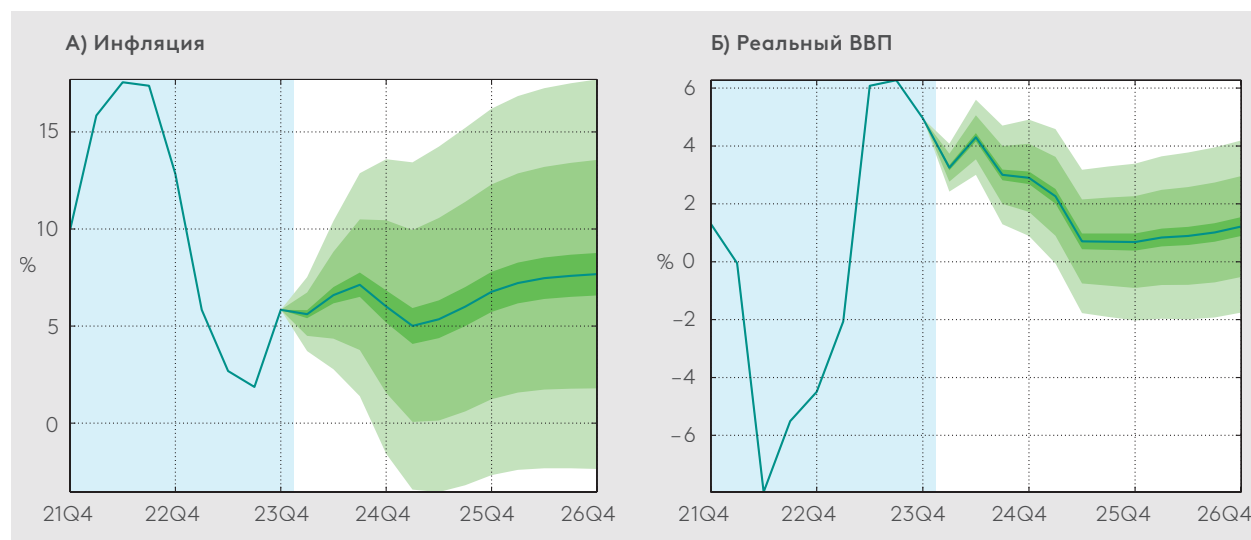
В базовом сценарии рост ВВП в 2024 г. составит 3,4%. Прогноз повышен на 1,4 п.п. на фоне сильных результатов I квартала, увеличения потребления домохозяйств и улучшения прогноза по экономике России. Сохраняющееся расширение внутреннего спроса в России позволит поддержать рост ВВП в Беларуси выше потенциального. Высокий рост реальных доходов населения будет стимулировать потребительскую активность. Ускорению роста также будет способствовать увеличение генерации на АЭС в результате выхода на нормативную мощность. Окажет поддержку ВВП и расширение инвестиционной активности, как за счет политики стимулирования закупки оборудования, так и восстановления роста в строительстве. Однако по мере охлаждения внутреннего спроса в России динамика белорусской экономики также начнет замедляться.

В 2025–2026 гг. ВВП замедлится до 1,1% и 1,3% соответственно (рисунок 9.Б). Динамика заработных плат и, как следствие, потребительской активности будет постепенно тормозиться. Возможности роста за счет экспорта будут сдерживаться снижением спроса со стороны России. Негативное влияние на экспортные возможности также окажет повышение конкуренции на российском рынке — как в результате разворачивания импортозамещающих производств, так и из-за расширения поставок из дружественных стран, в первую очередь из Китая. Сложившиеся структурные ограничения, включая нехватку рабочей силы на фоне тенденции сокращения количества занятых, будут ограничивать возможности для ускорения потенциального роста. При этом базовый сценарий не предполагает введения новых значимых санкционных ограничений и потерь логистических цепочек. Ускорению роста может способствовать реализация совместных российско-белорусских импортозамещающих проектов в Беларуси, что приведет к повышению инвестиционного спроса.

Инфляция в 2024 г. по-прежнему будет сдерживаться административным регулированием. Однако на фоне высокого спроса в экономике, сохраняющейся динамики повышения заработной платы и ослабления белорусского рубля рост цен будет постепенно ускоряться. **Ожидаем инфляцию на уровне 6%** на конец 2024 г. с некоторым повышением в 2025–2026 гг.

Инфляция ускорится в 2025–2026 гг. (рисунок 9.А). В этот период давление на рост цен будет оказываться необходимостью восстановления финансового положения предприятий, вызванного выросшими издержками из-за существенного повышения заработной платы в 2023–2024 гг. Мы ожидаем некоторого ослабления ценового регулирования для устранения накопленных ранее дисбалансов.

↓ Рисунок 9. Прогноз экономической активности и инфляции в Беларуси



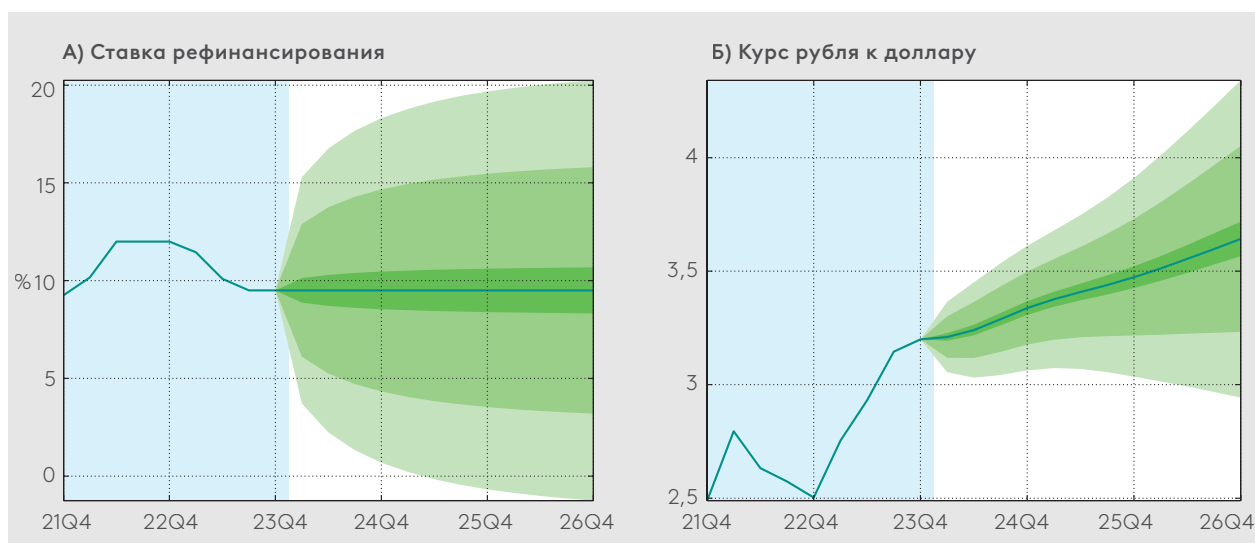
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс белорусского рубля

Национальный банк сохранит ставку рефинансирования на всем горизонте прогноза в базовом сценарии (рисунок 10.А). Рост инфляционного давления ограничит возможности регулятора в части смягчения монетарной политики.

Среднегодовой курс белорусского рубля к доллару прогнозируется около 3,3 в 2024 г. (рисунок 10.Б). На фоне некоторого ухудшения сальдо внешней торговли белорусский рубль несколько ослабитсЯ. Учитывая высокую зависимость белорусской экономики от российской, дальнейшая траектория курса белорусского рубля к доллару будет в значительной мере совпадать с динамикой курса российского рубля к доллару.

↓ Рисунок 10. Прогноз ставки рефинансирования и курса белорусского рубля



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Реализация сценария снижения мировых цен на нефть приведет к заметному сжатию белорусской экономики. Влияние будет опосредованным через ухудшение экономической ситуации в России, что станет фактором сокращения спроса на белорусские товары на российском рынке. В силу крайне ограниченных возможностей переориентации на другие рынки это приведет к сжатию промышленного производства в Беларуси. Падение валютной выручки — как из-за снижения физических объемов поставок, так и вследствие ухудшения условий торговли по причине снижения курса российского рубля к мировым валютам — существенно ухудшит финансовое состояние предприятий и бюджета. Ослабление белорусского рубля приведет к нарастанию инфляции и сокращению реальных доходов населения, ограничивая возможности для поддержания внутреннего спроса. Ситуация будет усугубляться сдержанными возможностями проведения контрциклической бюджетной политики: рост стоимости заимствований на российском рынке при отсутствии доступа к международным рынкам капитала существенно ограничивает возможности привлечения внешнего финансирования. В этой ситуации для Беларуси значительно повышается риск рецессии и сокращения относительных заработных плат по отношению к соседним экономикам. Реализация такого сценария ускорит сокращение количества занятых в экономике, что приведет к снижению потенциальных темпов роста ВВП.

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН



Источник: midjourney.com



РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

Экономический рост Казахстана прогнозируется на уровне 5%. Меры правительства по привлечению инвестиций станут определяющим фактором экономического развития. Инфляция замедлится к целевому ориентиру к концу 2026 г. в результате проводимой денежно-кредитной политики. НБ РК продолжит цикл снижения базовой ставки, на конец года она опустится до 13,5% годовых.

Текущая ситуация

Расширение экономической активности по итогам I квартала 2024 г. ВВП вырос на 3,7% г/г в январе – марте 2024 г. Наибольший вклад в динамику внес строительный сектор, обеспечив 2,6 п.п. прироста выпуска. Рост строительных работ преимущественно отмечен в г. Астане и Жетысуской области (образована в июне 2022 г.). Сектор услуг оставался в числе ключевых драйверов экономики, при этом его вклад в рост ВВП снизился до 1,6 п.п. (2,9 п.п. годом ранее). Такая динамика отчасти объясняется стабилизацией потребительского спроса. Объем розничной торговли вырос на 3,3% г/г в I квартале 2024 г. (11,1% г/г годом ранее). Рост выпуска промышленного производства на 3,9% г/г во многом обеспечен отраслями обрабатывающей промышленности (преимущественно машиностроением и металлургией). Показатели сельского хозяйства вернулись в положительную плоскость в I квартале 2024 г. после неурожая во втором полугодии 2023 г. В январе – апреле 2024 г. экономика несколько снизила обороты⁷, что связано с последствиями наводнения. Правительство предприняло [меры](#), которые компенсируют отрицательные эффекты стихийного бедствия на экономику и позволят удержать положительную динамику роста. Составной индекс PMI в апреле 2024 г. оставался выше нейтрального уровня, указывая на сохраняющийся рост активности частного сектора, что может свидетельствовать о высоком уровне оптимизма в отношении перспектив экономического роста.

Инфляция снизилась до 8,7% г/г в апреле 2024 г. с 9,8% г/г на конец 2023 г. Этому способствовали: стабилизация мировых цен на товарно-сырьевых рынках, денежно-кредитная политика, направленная на сдерживание роста потребительских цен, а также укрепление курса тенге с середины октября 2023 г. Базовая инфляция в годовом выражении также имеет тенденцию к снижению с начала года. Более быстрому снижению инфляции препятствовал рост тарифов на жилищно-коммунальные услуги. Рост цен на продовольствие замедлился до 6,3% г/г в апреле 2024 г., непродовольственных товаров — 7,6% г/г, в то время как рост цен на услуги ускорился до 13,5% г/г.

Улучшение показателей платежного баланса. Дефицит счета текущих операций снизился до 892,5 млн долл. по итогам I квартала 2024 г. (с 1,6 млрд долл. годом ранее), согласно предварительной оценке НБ РК. Такая динамика показателя главным образом связана с ростом положительного сальдо баланса товаров и услуг на 8,8% г/г и снижением доходов, выплачиваемых прямым иностранным инвесторам. Расширению положительного сальдо торгового баланса способствовало более значительное снижение стоимостного объема импорта (на 6,9% г/г, тогда как экспорт снизился на 2,6% г/г). Стоимостной объем экспорта сократился вследствие снижения поставок за рубеж продовольствия, машин и оборудования, продукции химической отрасли, а также замедления темпов роста экспорта энергоресурсов. Импорт снизился преимущественно из-за сокращения объема ввозимых машин и оборудования. Чистый приток капитала

⁷ Рост краткосрочного экономического индикатора замедлился до 3,9% г/г в январе – апреле с 4,7% г/г в январе – марте 2024 г.

по операциям финансового счета сложился в размере 740,8 млрд долл. благодаря наращиванию объема прямых иностранных инвестиций и возврату ранее вложенных портфельных инвестиций.

Национальный банк Республики Казахстан в I квартале 2024 г. продолжил цикл смягчения денежно-кредитной политики. Базовая ставка на конец марта 2024 г. была снижена до 14,75% — с 15,75% на начало года. Ослабление ценового давления со стороны внешнего сектора и эффекты умеренно жестких денежно-кредитных условий способствовали замедлению инфляции. В апреле регулятор взял паузу в цикле снижения, сохранив базовую ставку на уровне 14,75%, из-за возникшей неопределенности в отношении масштабов влияния последствий паводков на инфляцию. В мае, оценив эффекты наводнения на экономику Казахстана, НБ РК продолжил осторожное смягчение денежно-кредитных условий, понизив базовую ставку до 14,5%.

Государственный бюджет в январе – марте 2024 г. сформирован с дефицитом в размере 271,3 млн тенге. Годом ранее отрицательное сальдо государственного бюджета составило 382,2 млн тенге. Увеличение доходной части бюджета на 7,6% г/г сформировано за счет роста объема трансферта из Национального фонда (на 47,7% г/г), а также неналоговых доходов (на 46,9% г/г) и поступлений от продажи основного капитала (в 1,9 раза). По итогам I квартала в бюджет поступило 40,3% годового объема трансферта из Национального фонда, запланированного на 2024 г. Рост неналоговых доходов обеспечен увеличением объемов штрафов и пеней, а также прочих неналоговых поступлений. Увеличение расходов государственного бюджета во многом связано с увеличением отчислений на социальное обеспечение и расходов, связанных с обслуживанием долга.

Суверенные рейтинги подтверждены. S&P подтвердило суверенный рейтинг по Казахстану на уровне «BBB», прогноз — «стабильный». Аналитики отметили, что уровень фискальной устойчивости, значительный объем внешних резервов и запланированные реформы в области государственного управления положительно повлияли на данное решение. Дополнительным фактором выступило введение фискального правила, которое приведет к сокращению роста государственных расходов. Рейтинговое агентство Fitch также подтвердило суверенный кредитный рейтинг на уровне «BBB», прогноз «стабильный», аргументируя свое решение устойчивой фискальной позицией и умеренной подверженностью внешним рискам.

Прогноз

↓ Таблица 5. Основные макроэкономические показатели Республики Казахстан (базовый сценарий)

Показатель	2022	2023	2024П	2025П	2026П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	3,2	5,1	5,0	5,5	5,5
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	20,3	9,8	8,3	6,3	4,8
Ставка TONIA (% годовых в среднем за год)	13,9	16,4	13,4	9,4	7,5
Курс казахстанского тенге к доллару США (в среднем за год)	460,5	456,3	447,1	455,4	473,3

Примечание: П — прогноз.

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

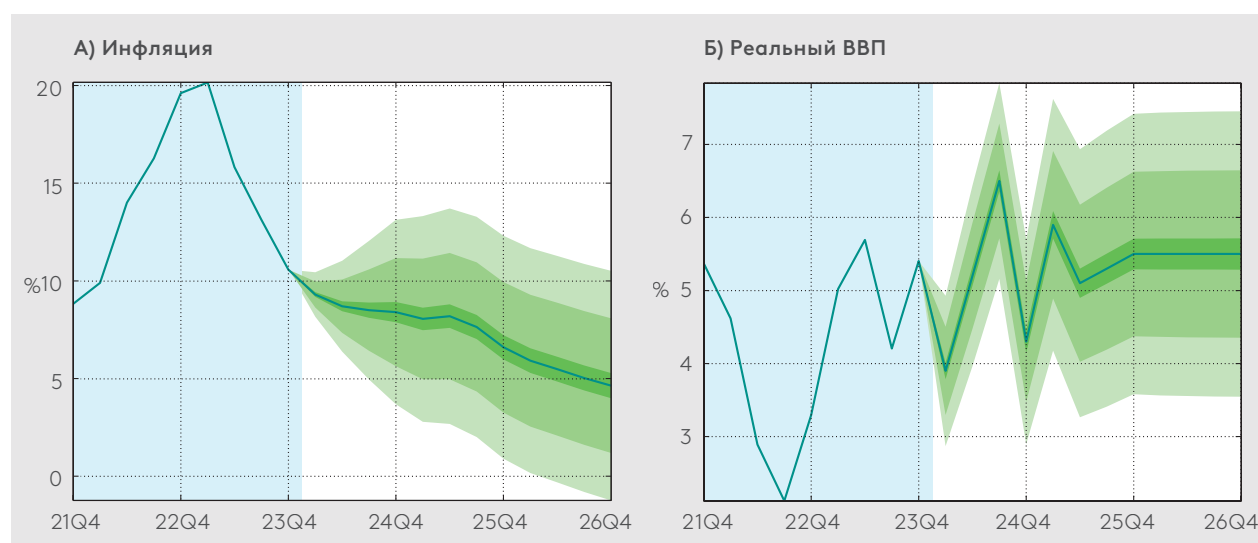
Рост ВВП РК прогнозируется на уровне 5,0% в 2024 г. По сравнению с [предыдущим прогнозом](#) оценка не изменилась. Мы по-прежнему полагаем, что меры правительства по привлечению в Казахстан прямых иностранных инвестиций будут выполнять роль катализатора роста экономики. Запланированная реализация 400 новых инвестиционных проектов на сумму 4,6 трлн тенге в течение 2024 г. будет способствовать укреплению потенциала в обрабатывающих отраслях, сельском хозяйстве, энергетике, транспорте и сфере услуг. Полагаем, что расширение активности в перечисленных секторах экономики компенсирует нулевой рост в нефтедобывающей отрасли. Такая динамика будет отчасти определяться принятыми Казахстаном обязательствами в рамках соглашения ОПЕК+. Бюджетная политика будет также направлена на поддержку экономики.

Рост ВВП Казахстана в 2025–2026 гг. составит 5,5% (рисунок 11.Б). Этому будет способствовать возвращение в положительную зону роста объемов добычи нефти и ее экспорта, по мере ослабления ограничений в рамках ОПЕК+. Также мы полагаем, что ожидаемое ослабление денежно-кредитных условий будет все меньше сдерживать динамику экономической активности. Повышение уровня потенциального роста будет формироваться благодаря реализации запланированных структурных преобразований.

По оценке аналитиков ЕАБР, инфляция снизится до 8,3% на конец 2024 г. (рисунок 11.А), что на 1,2 п.п. выше [предыдущего прогноза](#), коррекция объясняется ростом тарифов на жилищно-коммунальные услуги с начала 2024 г. Согласно заявлениям правительства, в целом в 2024 г. тарифы на все виды коммунальных услуг увеличатся в среднем на 20–30%. Полагаем, что удержание базовой ставки на уровне 16,75% с конца 2022 г. позволило взять под контроль высокие инфляционные ожидания. Это, в свою очередь, обеспечит нисходящую динамику инфляции в 2024 г.

Достижение цели по инфляции к середине 2026 г. Этому будут способствовать умеренно жесткие денежно-кредитные условия, снижение инфляционных ожиданий и отсутствие давления со стороны внешнего сектора. При этом полагаем, что пересмотр тарифов на жилищно-коммунальные услуги будет препятствовать более быстрому замедлению инфляции на среднесрочном горизонте.

↓ Рисунок 11. Прогноз экономической активности и инфляции в Республике Казахстан



Примечание: сезонно скорректированные данные.

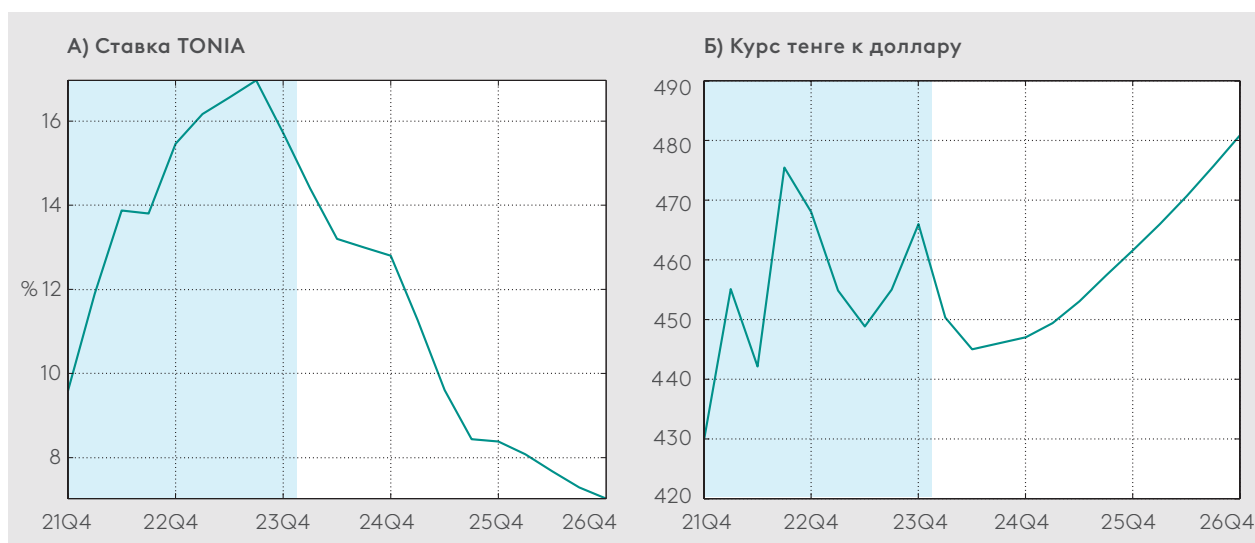
Источник: расчеты ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс казахстанского тенге

Снижение базовой ставки по мере ослабления инфляционного давления (рисунок 12.А). Полагаем, что НБ РК будет придерживаться консервативного подхода в смягчении денежно-кредитной политики. Несмотря на прогнозируемое замедление инфляции, достижение целевого ориентира ожидается только к концу прогнозного периода. По оценке ЕАБР, в конце 2024 г. базовая ставка все еще будет находиться выше 13,0%. Прогнозируем снижение базовой ставки до 7,75% к концу 2026 г.

Умеренное ослабление тенге в среднесрочном периоде (рисунок 12.Б). По нашим оценкам, снижение доходов от экспорта переломит тренд на укрепление тенге во второй половине 2024 г. Прогнозируем курс тенге на уровне около 447 в среднем за 2024 г. За горизонтом года по мере снижения базовой ставки привлекательность тенговых активов будет снижаться, что приведет к умеренному ослаблению национальной валюты.

↓ Рисунок 12. Курс казахстанского тенге и ставка TONIA



Источник: расчеты ЕАБР.

Риски

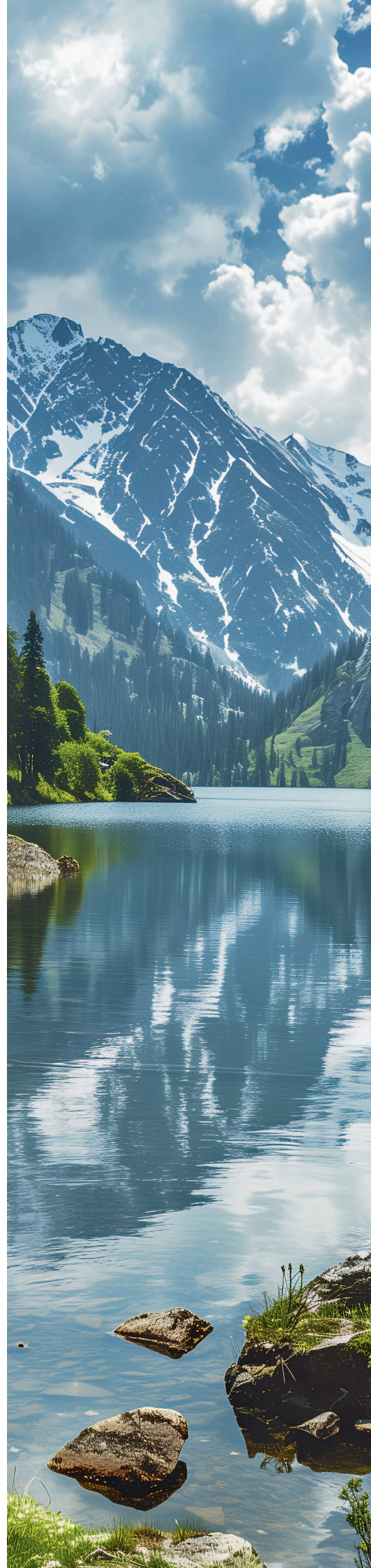
Сокращение спроса со стороны торговых партнеров на основные позиции экспорта и снижение цены на нефть марки Brent до примерно 60 долл. за баррель. В случае реализации этого рискованного сценария снижение экспортных доходов от поставок нефти на фоне высоких бюджетных расходов приведет к обесценению тенге на 7% в среднем по 2024 г. Необходимость сдерживания инфляции в ответ на курсовую динамику потребует от регулятора удержания базовой ставки на уровне 14,75% до конца первого полугодия 2025 г. Снижение чистого экспорта и удержание жестких денежно-кредитных условий приведут к замедлению экономического роста до 3,8% в 2024 г. В 2025 г. ожидается восстановительная динамика роста ВВП на уровне 4,7%, в том числе за счет увеличения дефицита бюджета. Экономика адаптируется к ценам на нефть на уровне 60 долл. за баррель в среднесрочной перспективе, но это негативно скажется на темпах сбалансированного роста.

Проинфляционные риски сохраняют свою актуальность. Более динамичное повышение тарифов на услуги и ухудшение предложения продовольственной пшеницы создают риски для дестабилизации инфляционных ожиданий. В случае их реализации пространство для снижения базовой ставки сократится.

КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА



Источник: midjourney.com



КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

В базовом сценарии прогнозируем рост ВВП Кыргызской Республики на уровне 5,5% в 2024 г. на фоне высокой инвестиционной активности. В последующие годы ожидаем замедления к уровню несколько ниже 5%. Инфляция по итогам 2024 г. замедлится до 4,3%, чему будет способствовать стабилизация мировых цен на товарно-сырьевых рынках. НБ КР сохранит учетную ставку на уровне 9,0% на прогнозном периоде.

Текущая ситуация

Восстановительный рост экономики в начале 2024 г. ВВП Кыргызской Республики увеличился на 8,8% г/г по итогам I квартала 2024 г., тогда как годом ранее показатель составлял 2,8% г/г. Драйверами экономики стали сильный потребительский спрос и высокая инвестиционная активность. Так, на динамику оптовой и розничной торговли, а также строительного сектора пришлось соответственно 24% и 20% роста ВВП. Укрепление внутреннего потребительского спроса сформировано за счет увеличения притока денежных переводов (+21,8% г/г в январе – марте 2024 г.) и роста объемов новых кредитов, выданных на цели потребления (+26,2% г/г в январе – марте 2024 г.). Инвестиционная активность повысилась преимущественно вследствие роста вложений прямых иностранных инвесторов в добывающие отрасли. Со стороны предложения наибольший вклад в прирост ВВП обеспечил сектор услуг — 4,3 п.п., из которых 2,2 п.п. сформировано за счет прочих услуг, а 2,1 п.п. — внутренней торговли. Вклад промышленного производства составил 0,83 п.п. и преимущественно обеспечен увеличением выпуска в пищевой отрасли. Объем сельскохозяйственного производства вырос на 1,4% г/г, во многом благодаря отрасли животноводства. По предварительной оценке НСК, рост ВВП замедлился до 7,4% г/г в январе — апреле на фоне снижения производства основных металлов и замедления темпов роста в розничной торговле.

Инфляция вошла в целевой ориентир 5–7% в начале 2024 г. В апреле темп роста потребительских цен составил 5,2% г/г после 7,3% г/г в декабре 2023 г. Снижение годовой динамики инфляции до нижней границы целевого диапазона отчасти связано с тем, что из расчетов вышел всплеск роста цен годом ранее. Падение мировых цен на ряд продовольственных товаров отразилось в замедлении роста стоимости продовольствия до 1,0% г/г в апреле 2024 г. (8,9% г/г годом ранее). Инфляция в других секторах по итогам апреля 2024 г. оставалась повышенной: 9,6% г/г — в непродовольственном сегменте и 8,9% г/г — в секторе услуг. Такая динамика связана с повышением акцизов на табачные изделия и алкогольные напитки и тарифов на транспортные услуги. Дополнительное давление на стоимость услуг и непродовольственных товаров оказывал сильный потребительский спрос. В мае инфляция продолжила замедляться и по состоянию на 17 мая опустилась до 4,4% г/г.

Рост объема внешнеэкономических операций. Отрицательное сальдо счета текущих операций платежного баланса КР выросло в 1,4 раза по итогам 2023 г., согласно предварительной оценке НБ КР. Такая динамика связана с расширением дефицита товаров и услуг в 1,3 раза по сравнению с 2022 г. Положительное сальдо баланса вторичных доходов выросло на 7,2% г/г. По операциям финансового счета по итогам 2023 г. сформировался приток капитала за счет привлечения прямых иностранных инвестиций.

Увеличение внешнеторгового оборота на 29,8% г/г в январе – марте 2024 г. Рост экспортной выручки на 12,8% г/г сформирован за счет возобновления поставок основных металлов за рубеж (годом ранее экспорт не осуществлялся). Экспорт в страны ЕАЭС снизился на 21,8% г/г из-за падения стоимостных объемов поставок в Россию

(преимущественно медные изделия, одежда и ее принадлежности) и Казахстан (руды и концентраты драгоценных металлов). Стоимостной объем импорта вырос на 33,0% г/г, что на 90% обеспечено увеличением ввоза товаров из Китая (в большей степени машин, оборудования и их частей).

НБ КР начал снижать учетную ставку в начале II квартала 2024 г. Регулятор удерживал ставку на уровне 13,0% с 2022 г. с целью стабилизации высоких инфляционных ожиданий. Инфляция вошла в целевой ориентир в начале 2024 г., а инфляционные ожидания снизились. Это создало предпосылки для начала цикла смягчения денежно-кредитной политики. Так, в апреле учетная ставка была снижена на 2 п.п. до 11,0% и в мае дополнительно на 2 п.п. до 9,0%. Ставки по принятым депозитам в национальной валюте в апреле 2024 г. составили 1,61%, что на 0,23 п.п. больше, чем в декабре 2023 г. Стоимость кредитования за указанный период повысилась на 0,14 п.п. и в апреле 2024 г. составила 20,05%.

Профицит государственного бюджета сложился в размере 3,7% ВВП по итогам января – марта 2024 г. (0,1% ВВП годом ранее). Рост доходов в январе – марте 2024 г. на 19,8% г/г обеспечен увеличением налоговых поступлений (преимущественно за счет увеличения поступлений НДС на товары, ввозимые в КР [35,7% г/г]) и налога на прибыль. Операционные расходы увеличились на 7,6% г/г. Наиболее значимое влияние оказало увеличение ассигнований для реализации экономических вопросов и на цели государственной службы общего назначения. Согласно проекту закона о бюджете на 2024–2026 гг., по итогам 2024 г. ожидается профицит бюджета в размере 0,9% ВВП (1,0% ВВП годом ранее). Это предполагает, что сдерживающее влияние бюджетного сектора на экономику уменьшится к концу года.

Прогноз

↓ Таблица 6. Основные макроэкономические показатели Кыргызской Республики (базовый сценарий)

Показатель	2022	2023	2024П	2025П	2026П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	9,0	6,2	5,5	5,3	4,1
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	14,7	7,3	4,3	6,9	6,5
Ставка РЕПО — 7 дней (% годовых в среднем за год)	12,1	11,4	11,0	10,7	10,7
Курс кыргызского сома к доллару США (в среднем за год)	84,1	87,9	89,4	92,6	94,9

Примечание: П — прогноз.

Источник: национальные ведомства, расчеты авторов.

Экономическая активность и инфляция

Рост ВВП в 2024 г. прогнозируется на уровне 5,5%. Прогноз повышен на 1,0 п.п. из-за более высокой, чем мы [ожидали](#), инвестиционной активности. Мы ожидаем, что рост капиталовложений будет преимущественно финансироваться международными институтами развития, в том числе проектами ЕАБР в [гидроэнергосекторе](#) и [обрабатывающей отрасли](#). Активизация капиталовложений, сильный внутренний спрос и увеличение

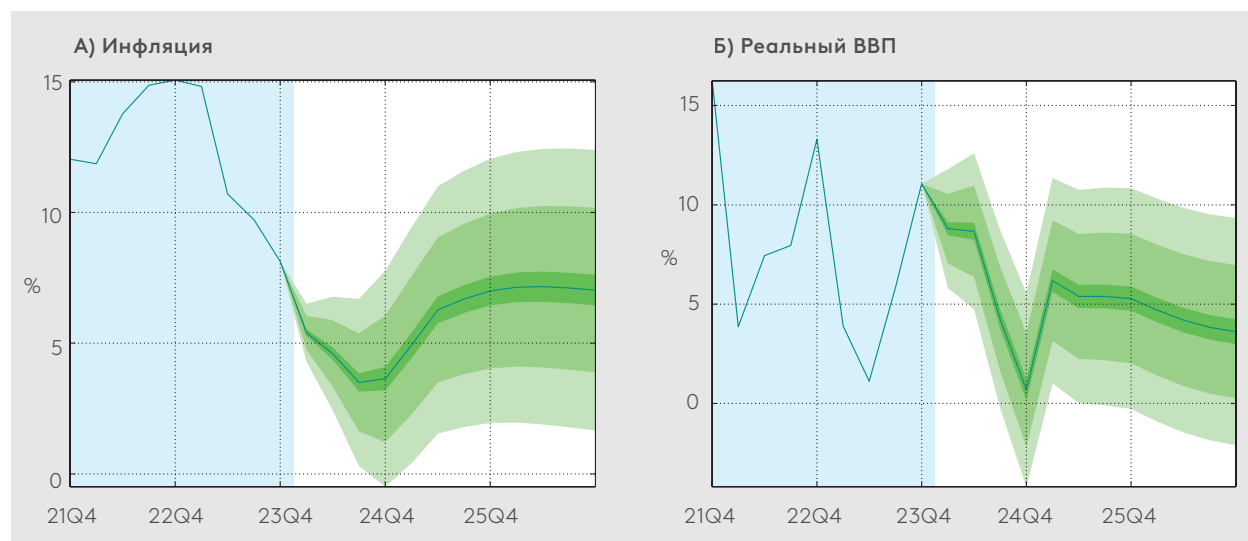
выпуска основных металлов будут способствовать удержанию темпов роста ВВП в первом полугодии 2024 г. на уровне выше 8%. Во втором полугодии ожидаем, что динамика роста экономики замедлится, в первую очередь вследствие нормализации темпов роста объемов производства основных металлов и их экспорта. Также полагаем, что потребительская активность снизится и не будет оказывать проинфляционного влияния — этому будет способствовать денежно-кредитная политика, направленная на стабилизацию инфляционных ожиданий. Дополнительное сдерживающее влияние окажет запланированный профицит бюджета по итогам 2024 г.

В среднесрочной перспективе темпы роста ВВП составят 4,1–5,3% (рисунок 13.Б). Экономика будет двигаться к равновесным уровням (по нашим оценкам, это 3,5–4,0%). Сдерживающее влияние налогово-бюджетной политики усилится в 2025 г. с учетом того, что запланированный профицит бюджета повысится с 0,9% ВВП в 2024 г. до 1,7% ВВП в 2025–2026 гг. Денежно-кредитные условия будут оказывать нейтральное влияние на экономическую активность. Выпуск основных металлов снизится, согласно прогнозам производства золота МЭ КР, что приведет к замедлению темпов роста промышленности и экспорта. Динамика инвестиционной активности вернется к равновесным уровням.

Инфляция прогнозируется на уровне 4,3% г/г на конец 2024 г. (рисунок 13.А). По нашим оценкам, начиная со II квартала 2024 г. эффекты высокого уровня потребительской активности на инфляцию начнут ослабевать и будут исчерпаны к началу II квартала следующего года. 10%-ный рост тарифов на электроэнергию в мае 2024 г. будет с запасом компенсирован слабой ценовой конъюнктурой на мировых рынках продовольствия. Стабильная динамика номинального обменного курса также будет оказывать сдерживающее влияние на рост индекса потребительских цен. В результате инфляция будет находиться ниже инфляционного ориентира в мае – октябре 2024 г. Повышение инфляции в конце 2024 г. будет связано с прекращением дезинфляционного влияния со стороны мировых рынков продовольствия.

Инфляция прогнозируется в пределах целевого интервала в 2025–2026 гг. Во второй половине 2025 г. ожидаем, что проинфляционное давление со стороны потребительского сектора будет полностью исчерпано. Сырьевые рынки будут оказывать нейтральное влияние на динамику потребительских цен в республике на всем среднесрочном периоде прогноза. Денежно-кредитные условия будут оказывать нейтральное влияние до конца 2026 г.

↓ Рисунок 13. Экономическая активность и инфляция в Кыргызской Республике



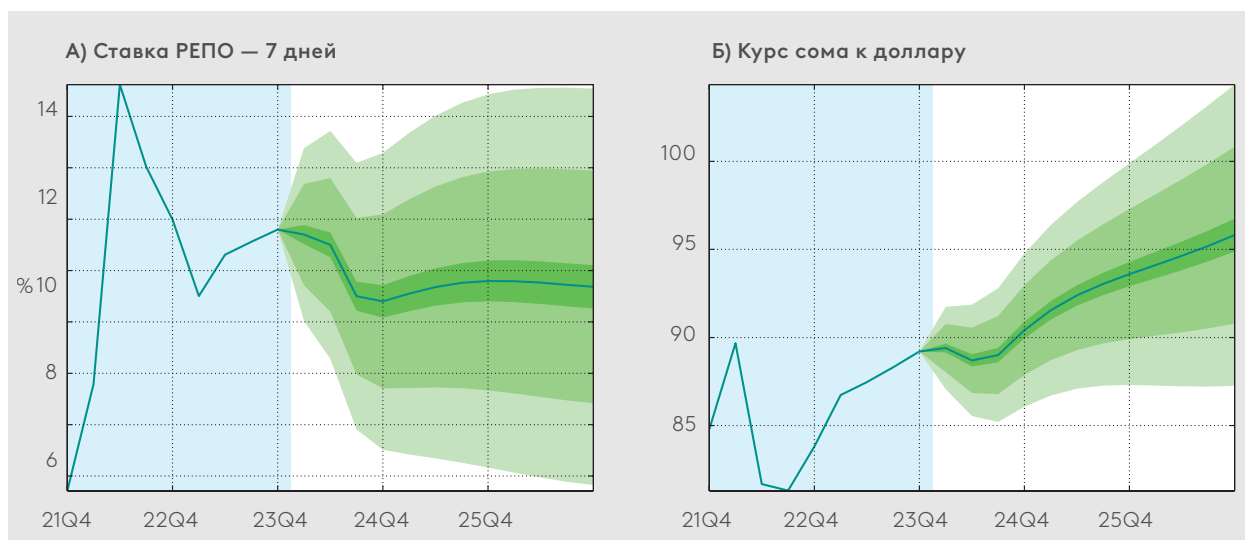
Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: расчеты ЕАБР.

Ожидаем сохранения учетной ставки на уровне 9,0% до конца прогнозного периода (рисунок 14.А). По нашим оценкам, денежно-кредитные условия достигли нейтрального уровня. Ожидаемое замедление инфляции в 2024 г. связано с действием временных факторов и не создает рисков для экономического роста. По мере того как будет исчерпано дефляционное влияние мировых цен, инфляция в Кыргызской Республике вернется в целевой диапазон. Исходя из этого предполагаем, что НБ КР сохранит учетную ставку на уровне 9,0% до конца 2026 г.

Ослабление сома в среднесрочном периоде. В базовом сценарии аналитики ЕАБР прогнозируют курс сома на уровне 88–91 в 2024 г. (рисунок 14.Б). Этому отчасти будет способствовать валютная политика НБ КР, направленная на сглаживание резких колебаний обменного курса. В долгосрочном периоде действие фундаментальных факторов обусловит обесценение сома примерно на 3% в год.

↓ Рисунок 14. Курс кыргызского сома и ставка РЕПО



Источник: расчеты ЕАБР.

Риски

Риски замедления экономического роста. Более низкие темпы роста в экономике России могут привести к снижению притока денежных переводов и, как следствие, охлаждению потребительского спроса.

Риск снижения мировых цен на золото может реализоваться в сценарии роста процентных ставок в развитых странах, что отразится на предпочтениях инвесторов в пользу ценных бумаг. Экспортные доходы Кыргызской Республики будут вносить более ограниченный вклад в динамику роста ВВП.

Риск засухи и снижения водности рек. Маловодье негативно влияет на показатели сельского хозяйства и энергосектора. В более пессимистичном варианте снижение производства в энергосекторе может привести к развитию вторичных эффектов: веерные отключения электроэнергии ограничат производство во всех отраслях экономики.

Риски ускорения инфляции преобладают. Высока вероятность роста цен на сельхозпродукцию в 2024 г. в связи с опасениями в отношении низкого урожая вследствие прогнозируемого маловодья. Также имеется вероятность, что турбулентность на региональном или мировом финансовом рынке может повыситься, что выразится в обесценении курса сома. В случае реализации этого риска можно ожидать повышения инфляции выше целевого ориентира и ужесточения денежно-кредитной политики НБ КР.

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ



Источник: midjourney.com



РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Экономика увеличится на 3% в 2024 г. в условиях расширения внутреннего спроса. Повышенная инфляция сохранится на фоне ограниченных возможностей наращивания производства. Денежно-кредитная политика будет оставаться жесткой продолжительное время, ключевая ставка начнет снижаться не ранее IV квартала 2024 г. Возврат экономики к траектории сбалансированного роста ожидается ближе к концу прогнозного горизонта.

Текущая ситуация

ВВП России сохранил динамичный рост в начале 2024 г. Несмотря на жесткие денежно-кредитные условия и усиление санкционного давления, по итогам января – апреля текущего года ВВП страны вырос на 5,1% г/г, что существенно превзошло ожидания аналитиков. Высокие темпы роста начала года сложились на фоне увеличения доходов населения, расширения кредитования и бюджетного импульса.

Рост добавленной стоимости отмечается в большинстве отраслей экономики. Промышленное производство увеличило выпуск на 5,2% г/г за январь – апрель 2024 г., что, по нашей оценке, сформировало около 1,3 п.п. прироста ВВП. Высокий рост обеспечен преимущественно обрабатывающей промышленностью, объем выпуска в которой повысился на 8,7% г/г. Здесь увеличение производства фиксируется по всем укрупненным группам — за исключением нефтепереработки, в которой отмечено сокращение на 4,1% г/г. Помимо промышленности растет объем строительства (+3,8% г/г), сохраняется высокая динамика в отраслях, ориентированных на внутреннее потребление: это розничная торговля (+9,9% г/г) и общественное питание (+4,8% г/г). При этом показатели выпуска в добывающем секторе оказались значительно скромнее (+0,4% г/г).

Внутренний спрос продолжил расширяться в текущем году. Увеличение потребления домашних хозяйств было поддержано ростом реальных располагаемых денежных доходов населения на 5,8% г/г в январе – марте 2024 г. и расширением кредитования населения в среднем на 1,1% в месяц за тот же период. Устойчивый рост спроса обусловил высокий уровень деловой активности: индекс совокупного PMI, несмотря на некоторое сокращение в апреле – мае, превышает нейтральный уровень, отражая продолжающееся увеличение деловой активности компаний на фоне стабильного роста новых заказов. Вместе с тем расширение деловой активности происходит в условиях ограниченных возможностей наращивания выпуска: уровень загрузки производственных мощностей в I квартале 2024 г. сохраняется вблизи исторических максимумов, растет дефицит кадров. Устойчивый спрос на рабочую силу сопровождается снижением безработицы, которая в очередной раз обновила исторический минимум, сократившись до 2,6% в апреле 2024 г. Рост внутреннего спроса на фоне ограниченных производственных мощностей и предложения труда увеличивает перегрев экономики, повышая проинфляционное давление.

Инфляция замедлилась по сравнению с пиковыми значениями 2023 г., однако темпы роста цен остаются высокими. В апреле инфляция незначительно ускорилась и составила 7,8% г/г после 7,7% г/г в марте. Базовая⁸ инфляция составила 8,3% г/г в апреле после 7,8% г/г в марте. Ускорение роста стоимости потребительской корзины без учета волатильных компонентов указывает на повышение инфляционного давления. Это

⁸ Базовая инфляция измеряется на основе базового индекса потребительских цен (БИПЦ) и характеризует устойчивую часть общего показателя инфляции.

находит подтверждение и в динамике инфляционных ожиданий. У населения они выросли до 11,7% в мае с 11% в апреле, но пока находятся вблизи средних за 2023 г. Ценовые ожидания предприятий в апреле, по данным мониторинга Банка России, также выросли впервые с начала года до уровня 19,9 п., что примерно соответствует среднему уровню прошлого года. Ожидания как населения, так и предприятий по-прежнему остаются на повышенных уровнях, что среди прочих факторов будет сдерживать процессы дезинфляции на прогнозном горизонте.

Денежно-кредитные условия остаются жесткими. Банк России с декабря 2023 г. сохраняет ключевую ставку неизменной — на уровне 16% годовых. Несмотря на высокий уровень процентных ставок, кредитная активность не снижается. Рост кредитного портфеля банков даже ускорился (+1,9% м/м в апреле после 1,7% м/м в марте и 1,2% м/м в феврале) как в части корпоративного сектора, так и в части кредитов населению. Регулятор ужесточил риторику, упомянув про повышение ставки в случае остановки процесса дезинфляции, но пока такой сценарий не рассматривается в качестве базового.

Профицит текущего счета платежного баланса составил 32 млрд долл. в январе – апреле 2024 г., увеличившись на 16,1 млрд долл. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Рост связан с более значительным снижением импорта товаров и услуг (минус 9,8% г/г) по сравнению с их экспортом (минус 1,3% г/г), другая причина — уменьшение дефицита баланса первичных и вторичных доходов. В январе – апреле 2024 г. объем экспорта товаров снизился на 2,3% г/г как на фоне внешних ограничений, так и вследствие сокращения цен на газ, уголь и металлы; снижение частично было компенсировано повышением цен на экспортируемую нефть. Экспорт услуг вырос на 9,1% г/г преимущественно за счет строительных услуг. Импорт товаров сократился на 9,6% г/г, что обусловлено ослаблением курса российского рубля, усложнением логистики и условий проведения платежей. Импорт услуг сократился на 10,3% г/г вследствие значительного снижения количества туристических и деловых поездок.

Российский рубль умеренно ослабевал к доллару в начале 2024 г. Сокращение поступлений от экспорта при удлинении сроков возврата валютной выручки продолжило оказывать давление на курс, что привело к его снижению на 2,3% за январь – апрель по сравнению с концом 2023 г. Сохранение механизмов продажи валютной выручки экспортерами и высокие процентные ставки по рублевым активам оказывали поддержку российскому рублю: в мае среднее значение курса рубля к доллару вернулось к уровню декабря прошлого года. В условиях более высокого (по сравнению со странами-партнерами) уровня инфляции реальный эффективный курс российского рубля начал укрепляться, создавая условия для восстановления спроса на импорт.

Дефицит бюджета значительно сократился, его величина составила 1,5 трлн рублей (0,8% ВВП) по итогам апреля 2024 г. (годом ранее дефицит достигал 3,049 трлн рублей за январь – апрель). Улучшение связано с опережающим ростом доходов (+3,9 трлн рублей, или 50,1% г/г) по сравнению с расходами (+2,3 трлн рублей, или 21,5% г/г). Нефтегазовые доходы увеличились на 1,9 трлн рублей, или на 82,2% г/г, в январе – апреле 2024 г., что обусловлено ростом цен на нефть и ослаблением курса российского рубля к доллару на 22,1% г/г, а также единовременным поступлением НДС за IV квартал 2023 г. Ненефтегазовые доходы выросли на 2 трлн рублей (36,8% г/г) на фоне расширения деловой активности и поступления единовременных доходов неналогового характера. В начале года наблюдается ускоренное финансирование расходов, связанное с авансированием по отдельным контрактным расходам.

Прогноз

↓ Таблица 7. Основные макроэкономические показатели России (базовый сценарий)

Показатель	2022	2023	2024П	2025П	2026П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	-1,2	3,6	3,0	1,1	1,6
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	11,9	7,4	5,8	4,7	4,1
Ключевая ставка (% годовых в среднем за год)	10,6	9,9	15,8	12,5	7,9
Курс российского рубля к доллару США (в среднем за год)	68,5	85,2	92,8	96,7	98,4

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

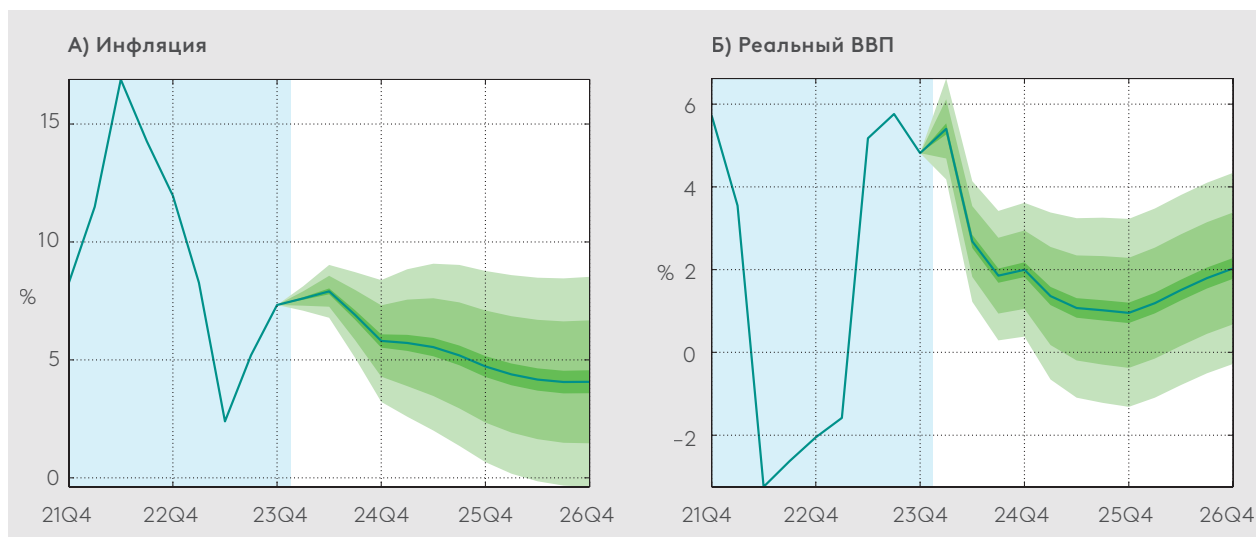
Экономическая активность и инфляция

Рост ВВП России в 2024 г. прогнозируется на уровне 3%. Сильные результаты I квартала и сохраняющийся высокий уровень внутреннего спроса обусловили повышение прогнозируемых показателей ВВП на текущий год на 1,5 п.п. Более медленная, чем ожидалось, реализация эффекта ужесточения денежно-кредитной политики на фоне бюджетного стимулирования и роста доходов населения сохраняет экономике возможность расти повышенными темпами в текущем году. Вместе с тем дальнейшее расширение выпуска будет сдерживаться ограничениями на рынке труда. В условиях сохранения жестких денежно-кредитных условий ожидаем охлаждения внутреннего спроса со второй половины 2024 г. В базовом сценарии внешний спрос не будет оказывать значимого влияния на динамику экономического роста: ожидаем стабилизации сальдо внешней торговли около текущих уровней. Поддержку экспорту будет оказывать сокращение дисконта цены нефти сорта Urals от мировых цен, однако укрепление реального курса будет сдерживать расширение экспорта неэнергетических товаров. Импорт заметно не изменится в силу действия разнонаправленных факторов: бюджетное стимулирование внутреннего спроса будет компенсировано сжатием кредита экономике.

Согласно базовому прогнозу, ВВП страны увеличится на 1,1% в 2025 и на 1,6% в 2026 г. (рисунок 15.Б). Темпы роста ВВП в 2025 г. замедлятся после перегрева в 2023 – первой половине 2024 г., ожидаемое снижение бюджетного стимулирования с 2025 г. и замедление роста заработных плат также ограничат возможности расширения внутреннего спроса. В 2026 г. ожидаем возврата экономики к траектории сбалансированного роста, оцениваемого на уровне около 2%. Более высокий потенциальный рост сдерживается преимущественно структурными факторами, в первую очередь ограниченными возможностями увеличения количества занятых. Кроме того, наращивание производственных мощностей требует длительного времени, при этом сохранение внешних ограничений будет оказывать сдерживающее влияние на инвестиционные процессы.

Инфляция замедлится до 5,8% в 2024 г. Повышенные инфляционные ожидания, перегретый внутренний спрос и давление на цены производителей со стороны роста заработных плат — все эти факторы обусловят повышенную инфляцию в текущем и частично в следующем году. Жесткие денежно-кредитные условия в конечном итоге позволят снизить рост кредитования, ограничивая дальнейшее расширение внутреннего спроса. Невысокая волатильность обменного курса российского рубля к ключевым мировым валютам также окажет дезинфляционное влияние, сдерживая рост издержек импортеров и стабилизируя инфляционные ожидания. **Инфляция продолжит замедляться в 2025–2026 гг. и вернется к цели со второй половины 2026 г. (рисунок 15.А).**

↓ Рисунок 15. Прогноз экономической активности и инфляции в России



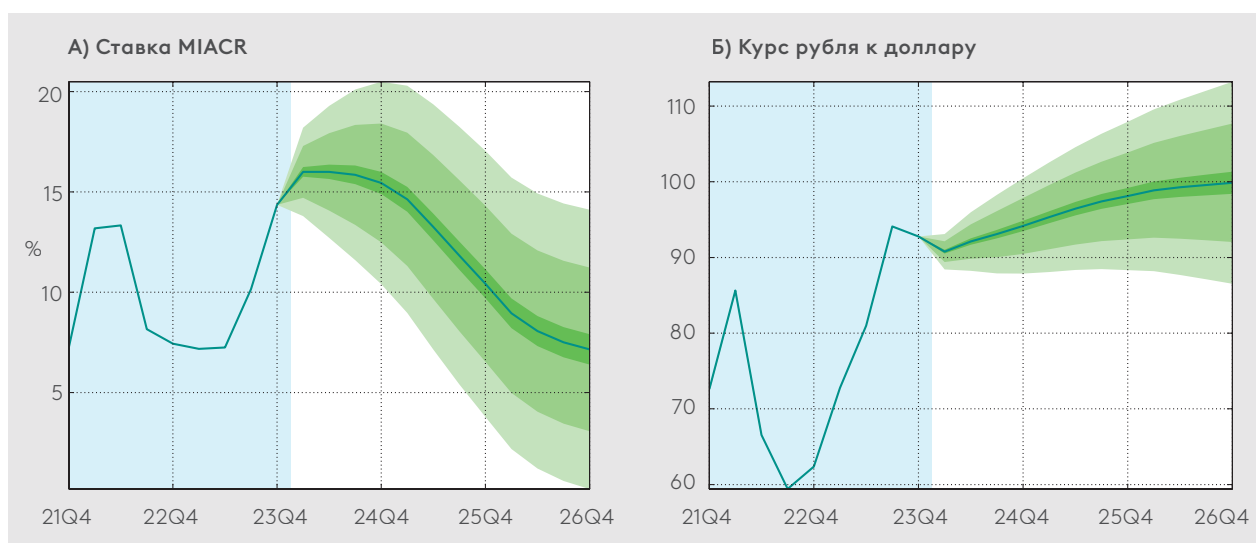
Источник: расчеты ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс российского рубля

Денежно-кредитные условия останутся жесткими. В базовом сценарии ожидается, что Банк России перейдет к циклу снижения ставок не ранее IV квартала 2024 г. На фоне высокой инерционности инфляционных ожиданий, сохраняющихся проинфляционных рисков со стороны ухудшения внешних условий и существенного бюджетного импульса в текущем году регулятор будет относиться предельно осторожно к смягчению денежно-кредитной политики. Мы ожидаем снижения ставки до однозначных величин только в 2026 г. (рисунок 16.А).

Среднегодовой обменный курс составит около 93 рублей за доллар в 2024 г. (рисунок 16.Б). Мы ожидаем умеренного ослабления национальной валюты при сохранении риска волатильности на прогнозном горизонте. Высокие процентные ставки будут оказывать поддержку обменному курсу рубля, но не приведут к укреплению национальной валюты в силу компенсирующих факторов со стороны бюджетной политики и высокого внутреннего спроса. На горизонте 2025–2026 гг. в базовом сценарии номинальный курс будет ослабляться в соответствии с разницей в уровнях инфляции в России и за рубежом.

↓ Рисунок 16. Прогноз ключевой ставки и курса российского рубля



Источник: расчеты ЕАБР.

Риски

В силу повышенной неопределенности мы видим риски для реализации базового сценария. Ниже рассмотрены вероятные последствия для российской экономики в случае ухудшения условий торговли или возможного усиления санкционного давления.

Сокращение спроса со стороны торговых партнеров на основные позиции экспорта и снижение цены на нефть марки Urals до примерно 60 долл. за баррель. В случае реализации этого рискованного сценария снижение нефтегазовых экспортных доходов на фоне высоких бюджетных расходов и ограниченных возможностей по привлечению финансирования приведет к обесценению рубля примерно на 10% в текущем году. Необходимость сдерживания инфляции в ответ на курсовую динамику потребует от регулятора повышения процентных ставок. Снижение чистого экспорта и сокращение реальных доходов населения на фоне ускорения инфляции приведут в рисковом сценарии к замедлению экономического роста ниже 2% в 2024 г. с возможной непродолжительной рецессией в конце 2024 г. — начале 2025 г. Экономика начнет восстанавливаться во второй половине 2025 г.

Еще одним негативным сценарием может быть нарастание санкционного давления. **Расширение вторичных санкций** на российских торговых партнеров будет приводить к росту издержек на транспортировку и осуществление платежей. Кроме того, будет замедляться процесс технической модернизации и увеличения производственных мощностей, усиливая отставание возможностей расширения выпуска от роста потребления. Вместе с тем опора на внутренние факторы за счет реализованной политики импортозамещения может в заметной степени нивелировать этот риск.

РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН



Источник: midjourney.com



РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН

Сильный внутренний спрос обеспечивает высокие темпы роста экономики. ВВП страны в 2024 г. увеличится на 8,0%. В следующем году экономика получит дополнительный импульс благодаря снижению Национальным банком процентной ставки и повышению гибкости курсовой политики. Смягчение денежно-кредитной политики будет способствовать возвращению инфляции в границы целевого интервала НБТ ($6\pm 2\%$) в конце 2024 г. и стабилизации в его пределах в 2025–2026 гг.

Текущая ситуация

Экономика сохраняет высокий темп роста в начале текущего года. По итогам января – марта 2024 г. ВВП увеличился на 8,2% г/г. Главным фактором роста стал сильный внутренний спрос. Торговля и строительство обеспечили 1,4 п.п. и 2,2 п.п. прироста ВВП соответственно. Авиационный пассажирооборот увеличился на 35% г/г, что наряду с ростом наземных перевозок дало еще 2,0 п.п. прироста ВВП. Вклад промышленности составил 1,3 п.п., хотя отрасль по своему размеру в экономике превосходит строительство почти вдвое. Сельское хозяйство обеспечило только 0,1 п.п. прироста ВВП. Мы ожидаем, что динамика выпуска в аграрном и промышленном секторах несколько снизит рост ВВП по итогам II квартала 2024 г. — до 8,0%.

Рост промышленности имел неоднородный характер. По итогам января – апреля 2024 г. индустриальный сектор повысил выпуск на 9,5% г/г. При этом добывающие отрасли увеличили производство на 22,4% г/г за счет добычи руд. Выпуск в обрабатывающей промышленности вырос на 10,2% г/г благодаря вкладу таких отраслей, как текстильная, производство строительных материалов и металлургия. В энергетике [наблюдается спад](#), составивший 11,2% г/г по итогам первых четырех месяцев года. Мы ожидаем ускорения темпов роста энергетического сектора в среднесрочной перспективе, что станет одним из факторов сильной динамики ВВП в следующем году.

Розничная торговля и инвестиции продолжили расти опережающими темпами по отношению к ВВП. Продажи в рознице увеличились на 14,5% г/г в январе – апреле 2024 г. Этому способствовал сильный рост экономики региона операций ЕАБР, а также рост доходов и зарплат в странах — участницах Банка, откуда в Таджикистан поступают денежные переводы — важный источник доходов для экономики страны. Вложения в основной капитал за январь – апрель повысились на 17,8% г/г. Максимальный рост наблюдался в сфере государственных инвестиций (+45,6% г/г), осуществляемых в рамках программ развития экономики. Наиболее значительные затраты на капитальное строительство в Таджикистане, финансируемые в первую очередь государством, приходятся на энергетику (49,8% всех инвестиций в экономику по итогам января – апреля).

Расширение потребительского и инвестиционного спроса в экономике сопровождается ростом импорта. По итогам января – апреля 2024 г. поставки товаров из-за рубежа повысились в денежном выражении на 18,3% г/г — до 2,0 млрд долл. Дефицит внешней торговли товарами остался примерно на том же уровне, что и в январе – апреле 2023 г. (1,3 млрд долл.), за счет роста экспорта на 70% г/г, до 0,7 млрд долл. Увеличение экспорта было обеспечено поставками золота, цветных металлов и текстильной продукции на внешние рынки.

Курс национальной валюты — стабильный. С февраля 2023 г. по апрель 2024 г. сомони находился в интервале 10,91–10,97 за доллар. Реальный эффективный курс сомони снизился с многолетнего максимума, зафиксированного в октябре 2023 г., благодаря

укреплению российского рубля (с 97 за доллар в октябре 2023 г. до 91,7 за доллар в среднем за март 2024 г.) и высокой инфляции в России. Снижение реального эффективного курса оказывает сдерживающее влияние на рост дефицита внешней торговли за счет повышения конкурентоспособности продукции таджикских предприятий на внутреннем и внешних рынках. В этих условиях можно ожидать, что курс таджикской валюты, устойчивость которого зависит от состояния платежного баланса страны, останется вблизи текущего уровня 10,9 сомони за доллар до конца 2024 г.

Инфляция составила 3,4% г/г по итогам апреля, снизившись на 0,4 п.п. с конца предыдущего года. Рост потребительских цен в стране остается ниже целевого интервала Национального банка Таджикистана ($6\pm 2\%$) благодаря стабильности обменного курса сомони к доллару и снижению мировых цен на продовольствие (индекс цен на продукты питания, публикуемый Всемирным банком, опустился на 2,3% с декабря 2023 г. по март 2024 г.). Согласно нашему прогнозу, под влиянием этих факторов инфляция останется ниже целей НБТ во II и III кварталах 2024 г.

Национальный банк снизил ставку рефинансирования на 0,75 п.п. до 9,25% годовых за период с конца 2023 г. по май 2024 г. Уровень ставки является минимальным с середины 2016 г. Регулятор принимал решения снизить ставку в феврале и в апреле в условиях низкой инфляции в стране. Смягчение денежно-кредитной политики, которое может получить продолжение в ближайшие кварталы текущего года, будет способствовать возвращению инфляции в границы целевого диапазона НБТ ($6\pm 2\%$) к концу 2024 г.

Профицит государственного бюджета увеличился. Положительное сальдо составило 1,1 млрд сомони (4,1% ВВП) по итогам января – марта 2024 г., оказавшись больше, чем в январе – марте прошлого года (0,9 млрд сомони, или 3,9% ВВП). Увеличение профицита объясняется опережающим ростом доходов — на 7,3% г/г, в то время как расходы повысились на 5,6% г/г. При этом бюджет значительно увеличил ассигнования по таким статьям, как жилищно-коммунальное хозяйство (+28,1% г/г), социальное страхование и защита (+27,6% г/г) и сектор госуправления (50,2% г/г). Расходы на нужды топливно-энергетического комплекса (одно из самых крупных направлений бюджетного финансирования) снизились на 2,8% г/г. Согласно нашим ожиданиям (ЕАБР, 2024), динамика расходов, в частности инвестиционного характера, ускорится в течение оставшейся части года, что положительно скажется на росте экономики в 2024 г.

Прогноз

↓ Таблица 8. Основные макроэкономические показатели Республики Таджикистан (базовый сценарий)

Показатель	2022	2023	2024П	2025П	2026П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	8,0	8,3	8,0	8,2	7,8
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	4,2	3,8	4,1	6,0	5,8
Ставка рефинансирования (% годовых в среднем за год)	13,3	10,5	9,3	9,7	9,8
Курс сомони к доллару США (в среднем за год)	11,0	10,8	10,9	11,1	11,4

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

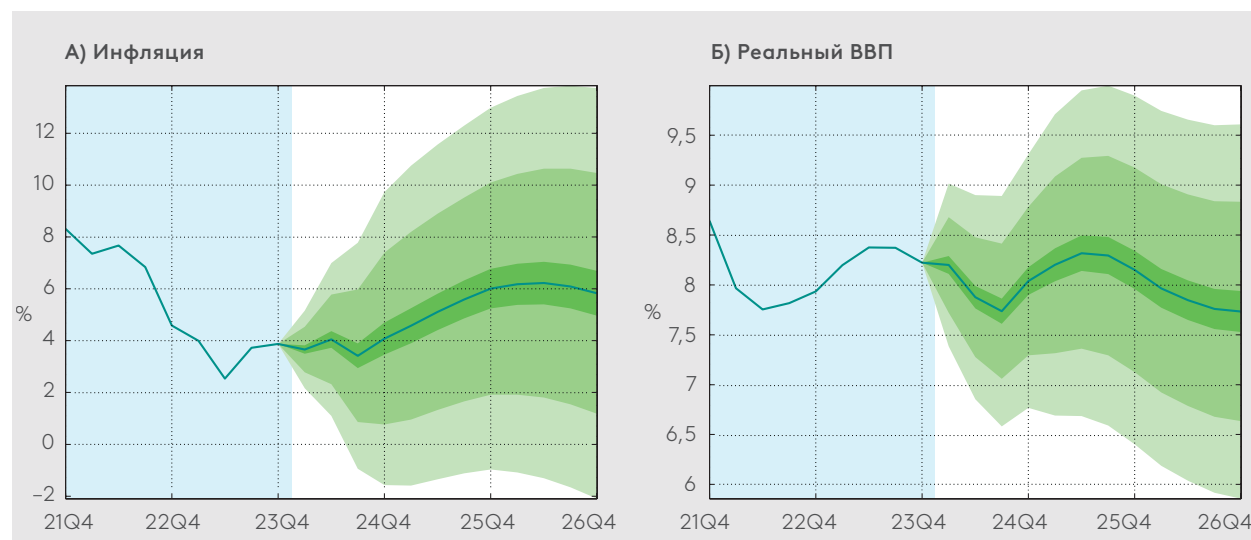
Согласно прогнозу, ВВП Таджикистана в 2024 г. вырастет на 8,0% (таблица 8).

Прогноз повышен на 0,7 п.п. (по сравнению с ЕАБР, 2023) с учетом сильных итогов I квартала 2024 г. В условиях более высоких, чем мы ожидали ранее, цен на золото и цветные металлы, экспортируемые Таджикистаном, а также благоприятной динамики денежных переводов (вследствие увеличения зарплат в регионе операций ЕАБР) экономика страны растет быстрее, чем предполагал наш декабрьский прогноз. Сдерживающее влияние на рост экономики во II–IV кварталах 2024 г. будет оказывать замедление роста спроса со стороны внешних рынков — как вне региона операций ЕАБР, так и в его пределах. Это негативно скажется на реальных объемах экспорта и притоке переводов и инвестиций в страну. При этом негативное влияние более слабой динамики спроса со стороны внешних экономик будет балансироваться ростом цен на экспортируемые Таджикистаном металлы, особенно золото.

Мы ожидаем ускорения темпов роста ВВП в 2025 г. Во-первых, на динамике спроса положительно скажутся более мягкие денежно-кредитные условия, а также инвестиции, осуществляемые властями в рамках программ развития экономики. Во-вторых, этому будет способствовать восстановление выработки электричества во второй половине 2024 г. после спада в энергетическом секторе более чем на 12% г/г в I квартале 2024 г., вызванного низкой [заполненностью водохранилищ в связи с погодными условиями в зимний период](#).

В 2026 г. экономика вырастет на 7,8%. Темпы роста останутся высокими, постепенно выходя на потенциальные 6–7% за пределами прогнозного периода ([рисунок 17.Б](#)). Сбалансированные темпы роста таджикской экономики превышают средние для региона благодаря догоняющему характеру развития и высоким темпам роста населения страны. Успешной реализации возможностей, связанных с наличием благоприятных структурных факторов, способствует [политика властей в области развития энергетической, транспортной и других видов инфраструктуры](#), а также в области промышленного развития.

↓ Рисунок 17. Прогноз экономической активности и инфляции в Таджикистане



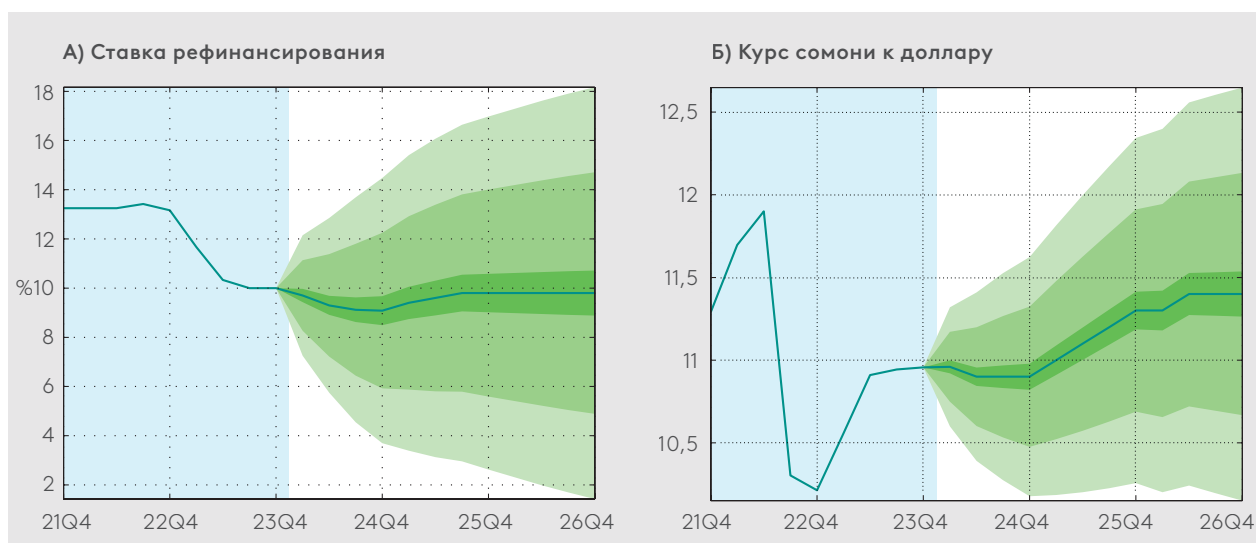
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

К концу 2024 г. инфляция вернется в границы целевого интервала НБТ ($6\pm 2\%$) и, по нашим оценкам, может составить 4,1%. Этому будет способствовать сильный внутренний спрос в экономике, поддержанный снижением Национальным банком

процентной ставки. В то же время стабильность курса сомони в текущем году ограничит скорость восстановления инфляции до целевых уровней НБТ (рисунок 17.А). Рост цен на энергоносители и продовольствие на мировых рынках также не должен стимулировать ускорение инфляции в стране в рамках нашего базового прогноза.

В 2025–2026 гг. инфляция прогнозируется на уровнях, близких к 6,0%, что соответствует середине целевого диапазона НБТ. Этому прежде всего будет способствовать возвращение сомони на траекторию плавного ослабления относительно доллара (рисунок 18.Б). Повышение гибкости курсовой политики будет способствовать проведению такой денежно-кредитной политики, которая обеспечит поддержание инфляции в пределах целей Национального банка.

↓ Рисунок 18. Ставка рефинансирования и курс сомони



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс национальной валюты

Курс сомони к доллару останется вблизи текущего уровня до конца 2024 г. (рисунок 18.Б). В настоящий момент рост экспортной выручки нивелирует влияние высокого реального курса сомони на устойчивость платежного баланса страны. Счет текущих операций Таджикистана в 2023 г. сложился с профицитом 0,5 млрд долл. Сальдо СТО оказалось положительным четвертый год подряд. В этих условиях нет повода для ослабления сомони к доллару в краткосрочной перспективе.

В 2025–2026 гг. национальная валюта будет медленно слабеть относительно доллара. Постепенное снижение стоимости сомони предотвратит ухудшение состояния платежного баланса страны в среднесрочной перспективе, когда экспорт страны стабилизируется после примерно двукратного роста с середины прошлого десятилетия (его главным фактором был рост добычи и экспорта золота). Выход курса сомони на траекторию постепенного снижения в цене к доллару также положительно повлияет на рост ВВП. Помимо этого, плавное ослабление курса национальной валюты будет способствовать закреплению инфляции в целевом интервале НБТ.

Длительное нахождение инфляции ниже целевого интервала создает предпосылки для дополнительного смягчения денежно-кредитной политики. Мы считаем, что в 2024 г. ставка рефинансирования может быть дополнительно снижена с текущих 9,25% годовых.

Во второй половине 2025 г. НБТ может несколько повысить ставку рефинансирования в условиях стабилизации темпов инфляции вблизи 6% г/г. Ставка вернется на уровни около 10% годовых ([рисунок 18.А](#)). При этом в реальном выражении ставка останется ниже, чем в 2023–2024 гг., обеспечивая благоприятные условия для роста экономики страны.

Риски

Ключевые риски для экономики Таджикистана исходят от внешнего сектора.

Высокие процентные ставки в развитых странах и структурные проблемы в экономике Китая могут привести к замедлению экономического роста в мире и падению цен на сырье. Такой сценарий ведет к снижению спроса на товары, экспортируемые Таджикистаном. Другим последствием реализации данного сценария станет сокращение объемов поступающих в страну денежных переводов (они поступают прежде всего из стран — экспортеров нефти). Замедлится рост потребления домохозяйств и снизятся негосударственные инвестиции. Рост ВВП опустится заметно ниже равновесного уровня. Поддержку экономике при таком развитии событий продолжат оказывать бюджетная политика, помощь со стороны международных финансовых организаций, а также снижение цен на импортируемые Таджикистаном продовольствие и энергоносители.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Харитончик, А., Бабаджанян, В. (2022) *Макроэкономический прогноз ЕАБР 2023. Ноябрь 2022*. М.: ЕАБР. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews/makroekonomicheskij-prognoz-eabr-2023/> (Просмотрено 10 апреля 2024).

ЕАБР (2016) *Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза*. М., СПб.: ЕЭК, ЕАБР. Доступно на: https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/sistema-analiza-i-makroekonomicheskogo-prognozirovaniya-evraziyskogo-ekonomicheskogo-soyuza/?sphrase_id=131813 (Просмотрено 17 мая 2024).

Кузнецов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (2023) *Макроэкономический обзор ЕАБР. Апрель 2023*. М.: ЕАБР. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/monthly-review/makroekonomicheskij-obzor-eabr-aprel-2023/> (Просмотрено 10 мая 2024).

Ahir, H., Loungani, P., Bhasin, K. (2023) *House Prices Continue to Fall as Borrowing Costs Rise*. IMF Blogs. Available at: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/03/14/house-prices-continue-to-fall-as-borrowing-costs-rise> (Accessed 15 May 2024).

Attinasi, M.-G., Boeckelmann, L., Meunier, B. (2023) *Friend-shoring global value chains: a model-based assessment*. ECB Economic Bulletin, Issue 2/2023. Available at: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb_ebbox202302_03~d4063f8791.en.html (Accessed 15 May 2024).

Claessens, S. (2019) *Fragmentation in global financial markets: good or bad for financial stability?* Bank for International Settlements, Working paper Series 815. Available at: <https://www.bis.org/publ/work815.pdf> (Accessed 24 May 2024).

Clancy, D., Smith, D., Valenta, V. (2024) *The macroeconomic effects of global supply chain reorientation*. ECB Working Paper Series 2903. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2903~8bc715c800.en.pdf> (Accessed 24 May 2024).

Gopinath, G., Gourinchas, P.-O., Presbitero, A.F., Topalova, P. (2024) *Changing Global Linkages: A New Cold War?* IMF Working Paper 2024/076. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2024/04/05/Changing-Global-Linkages-A-New-Cold-War-547357> (Accessed 23 May 2024).

McKinsey (2022) *Network resilience: Footprints on the move*. Available at: <https://www.mckinsey.com/capabilities/operations/> (Accessed 23 May 2024).

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

ВВП	валовой внутренний продукт
ЕАБР, Банк	Евразийский банк развития
ЕАЭС, Союз	Евразийский экономический союз
ЕС	Европейский союз
ЕЦБ	Европейский центральный банк
ЖКХ	жилищно-коммунальное хозяйство
КР	Кыргызская Республика
МБК	межбанковский рынок кредитования
МЭ КР	Министерство экономики Кыргызской Республики
НБ КР	Национальный банк Кыргызской Республики
НБ РК	Национальный банк Республики Казахстан
НБТ	Национальный банк Таджикистана
НДС	налог на добавленную стоимость
НСК	Национальный статистический комитет
ОПЕК+	Организация стран — экспортеров нефти
ПИИ	прямые иностранные инвестиции
РА	Республика Армения
РБ	Республика Беларусь
РЕПО	вид сделки, при которой ценные бумаги продаются и одновременно заключается соглашение об их обратном выкупе по заранее оговоренной цене
РК	Республика Казахстан
РТ	Республика Таджикистан
РФ	Российская Федерация
США	Соединенные Штаты Америки
ФНБ	Фонд национального благосостояния
ФРС США	Федеральная резервная система США
ЦБ РА	Центральный банк Республики Армения
ЦБ РФ	Центральный банк Российской Федерации (Банк России)
COVID-19	COronaVirus Disease 2019, коронавирусная инфекция
MIACR	Moscow Interbank Actual Credit Rate (фактическая ставка по предоставленным межбанковским кредитам)
PMI	Purchasing Managers' Index (индекс деловой активности)
TONIA	Tenge OverNight Index Average
bbl	американский нефтяной баррель
%	процент
% г/г	годовой темп прироста
% м/м	месячный темп прироста
г.	год
гг.	годы
долл.	доллар США
млн	миллион
млрд	миллиард
п.п.	процентный пункт
трлн	триллион
тыс.	тысяча

ГЛОССАРИЙ

Бюджетные (фискальные) резервы

Объем свободных средств государственного бюджета, доступных для финансирования расходов.

Бюджетный (фискальный) импульс

Характеризует воздействие налогово-бюджетной политики на экономическую активность. Положительный бюджетный импульс указывает на положительный вклад налогово-бюджетной политики в ВВП.

Валютизация банковских вкладов (кредитов)

Доля вкладов (кредитов) в иностранной валюте в общем объеме вкладов (кредитов) коммерческих банков.

Нейтральная ставка

Уровень процентной ставки, который соответствует устойчивому нахождению инфляции и инфляционных ожиданий на уровне цели, а ВВП и реального валютного курса — на равновесных уровнях.

Потенциальный (равновесный) ВВП

Объем реального ВВП, который сложился бы в экономике в определенном временном периоде при наиболее эффективном использовании факторов производства. Под потенциальным ВВП также можно понимать такой объем реального ВВП, который экономика способна устойчиво производить без формирования экономических дисбалансов.

Равновесный курс валюты

Реальный курс валюты, не оказывающий ни дополнительного инфляционного, ни дезинфляционного воздействия.

Разрыв выпуска

Отклонение объема реального ВВП от своего потенциального уровня. Положительный разрыв выпуска, как правило, характеризует ситуацию избыточного спроса в экономике и является индикатором инфляционного давления. При отрицательном разрыве выпуска справедливо обратное.

Purchasing Managers' Index (PMI)

Индикатор, характеризующий изменение деловой активности и условий функционирования частных предприятий в обрабатывающей промышленности и сфере услуг. Показатель рассчитывается на основе ежемесячных опросов менеджеров по закупкам. Значения PMI выше 50 пунктов сигнализируют о росте деловой активности, ниже — о ее снижении.



АНАЛИТИКА НА САЙТЕ ЕАБР



Доклад 24/6 (RU/EN)

Евразийский транспортный каркас

В докладе рассмотрены десять системных элементов концепции Евразийского транспортного каркаса. Среди них — формирование транспортного перекрестка в Центральной Азии, приоритеты внутрирегиональной транспортной связанности, импульс для реализации агропромышленного потенциала стран региона, совершенствование мягкой инфраструктуры.



Доклад 24/5 (RU/EN)

Питьевое водоснабжение и водоотведение в Центральной Азии

В Центральной Азии 10 млн человек не имеют доступа к безопасной питьевой воде. С учетом приоритетного значения питьевой воды для здоровья населения и масштаба вызовов в регионе требуется комплексный подход. В новом исследовании ЕАБР представлен набор практических шагов, который формирует такой подход.



Доклад 24/4 (RU/EN)

Нефтегазохимическая промышленность Евразии: перспективы углубления переработки

В новом докладе на основе балансового подхода оценивается производственно-ресурсный и экспортный потенциал нефтегазохимического комплекса стран Евразийского региона (Армения, Беларусь, Казахстан, Кыргызстан, Россия, Таджикистан, Туркменистан, Узбекистан) в перспективе до 2035 г.



Доклад 24/3 (RU/EN)

Инфраструктура Евразии: краткосрочные и среднесрочные тренды

В новом докладе аналитики ЕАБР определили 10 знаковых кратко- и среднесрочных трендов в энергетике, транспорте, логистике, водоснабжении и телекоммуникациях Евразийского региона.



Доклад 24/2 (RU/EN)

Экономическое сотрудничество в Евразии: практические решения

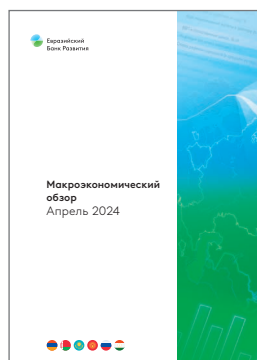
Новый доклад «Экономическое сотрудничество в Евразии: практические решения» содержит «меню» из прикладных решений, которые можно реализовать достаточно быстро и в гибких конфигурациях участвующих стран и которые направлены на развитие их взаимовыгодного сотрудничества.



Доклад 24/1 (RU/EN)

Программа развития академической мобильности

Новый рабочий документ ЕАБР содержит комплексный анализ проблем и конкретные практические решения для обеспечения устойчивого роста межвузовских связей и образовательных обменов в масштабах Евразийского региона (страны ЕАЭС и СНГ) и Большого Евразийского партнерства.



Макроэкономический обзор (RU)

Регулярная публикация, в которой представлен оперативный срез макроэкономической ситуации в странах — участницах Банка и даны оценки ее развития в краткосрочной перспективе. Является промежуточной публикацией между макроэкономическими прогнозами.



Доклад 23/5 (RU/EN)

Мониторинг взаимных инвестиций ЕАБР — 2023

Доклад содержит детальные сведения о масштабах, динамике, географической и отраслевой структуре взаимных прямых инвестиций стран Евразийского региона в период с 2016 г. по первую половину 2023 г. Особое внимание уделено анализу взаимных инвестиций государств ЕАЭС.



Доклад 23/4 (RU/EN)

Эффективная ирригация и водосбережение в Центральной Азии

В новом исследовании ЕАБР представлены 10 практических шагов по сохранению потенциала орошаемых земель и водосбережению: четыре на региональном уровне и шесть на уровне национальной политики. Все это позволит ежегодно экономить достаточно воды для обеспечения устойчивого развития.



Доклад 23/3 (RU/EN)

Трансграничные государственно-частные партнерства

Цель исследования — определение критериев и сфер применения проектов трансграничных ГЧП, оценка их потенциала для развития трансграничной инфраструктуры в странах ЕАЭС, Центральной Азии и Южного Кавказа, а также выработка руководящих принципов для эффективной реализации трансграничных ГЧП в регионе.



Доклад 23/2 (RU/EN)

Глобальная зеленая повестка в Евразийском регионе. Евразийский регион в глобальной зеленой повестке

Доклад содержит комплексный анализ проблем и оценку перспектив перехода к низкоуглеродному развитию в Евразийском регионе (страны ЕАЭС, Таджикистан и Узбекистан).



Доклад 23/1 (RU/EN)

Продовольственная безопасность и раскрытие агропромышленного потенциала Евразийского региона

В докладе проведено исследование производственно-ресурсного и экспортного потенциала агропромышленного комплекса стран ЕАЭС, Таджикистана и Узбекистана в перспективе до 2035 г.



Доклад 22/4 (RU/EN)

Регулирование водно-энергетического комплекса Центральной Азии

Цель доклада — предложить комплексные решения по регулированию водно-энергетического комплекса Центральной Азии.



Доклад 22/3 (RU/EN)

Экономика Центральной Азии: новый взгляд

Цель доклада — формирование нового взгляда на Центральную Азию как на крупный, динамично растущий и перспективный экономический регион, анализ происходящих в нем структурных изменений и основных точек роста.



Доклад 22/2 (RU/EN)

Международный транспортный коридор «Север — Юг»: инвестиционные решения и мягкая инфраструктура

Цель исследования — оценка инвестиционного потенциала международного транспортного коридора «Север — Юг», идентификация препятствующих его развитию барьеров и выработка рекомендаций по их устранению.



Доклад 22/1 (RU/EN)

Интеграционный бизнес-барометр ЕАБР

73% компаний положительно оценивают евразийскую интеграцию и заявляют, что она облегчает ведение бизнеса.



Евразийский Банк Развития

**ЦЕНТР СТРАНОВОГО АНАЛИЗА
ДИРЕКЦИИ ПО АНАЛИТИЧЕСКОЙ РАБОТЕ
ЕВРАЗИЙСКОГО БАНКА РАЗВИТИЯ**

Комментарии, предложения и замечания
к настоящему обзору вы можете направить
по адресу pressa@eabr.org



Евразийский Банк Развития

www.eabr.org