



Евразийский
Банк Развития

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ
ПРОГНОЗ
2023–2025



Июнь 2023



МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

ИЮНЬ 2023

2023

Оценки роста экономик государств — участников Банка повышены

Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Таджикистан
7,5%	2,2%	4,3%	4,2%	1,0%	7,9%
прирост ВВП в 2023 г.					

Замедление инфляции к однозначным значениям за счет ослабления давления со стороны внешнего сектора и мер денежно-кредитного регулирования

6,4%

агрегированная инфляция в регионе на конец 2023 г.

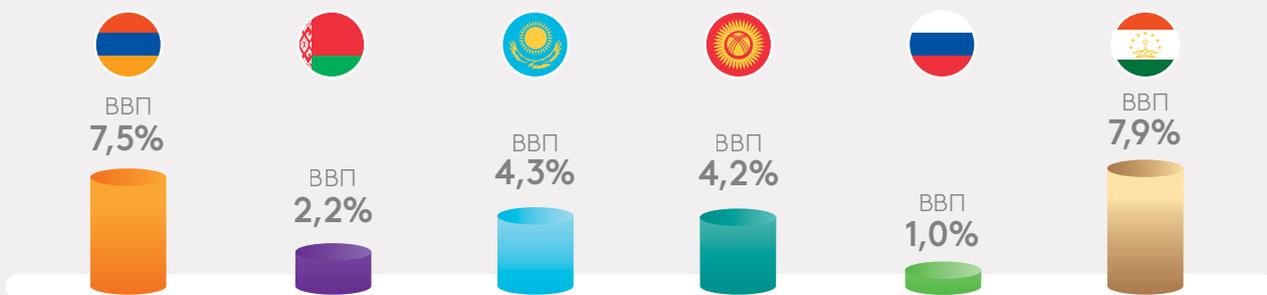
Нейтральная денежно-кредитная политика ЦБ РФ и начало цикла снижения базовой ставки НБ РК со второго полугодия

7,5%

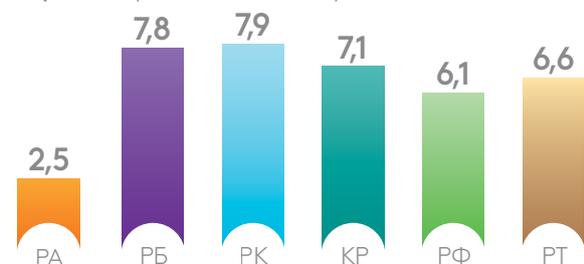
ключевая ставка в России на конец 2023 г.

≈15%

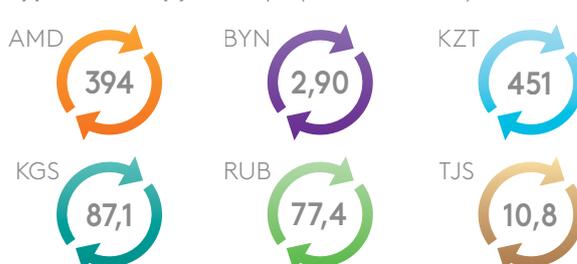
базовая ставка в Казахстане на конец 2023 г.



Инфляция (на конец года, %)



Курс к доллару США (в среднем за год)



2024

Рост экономик вблизи потенциальных уровней в условиях действия внешних ограничений

1,3%

прирост ВВП России в 2024 г.

1,1%

прирост ВВП Беларуси в 2024 г.

Высокие темпы роста экономик Казахстана, Армении, Кыргызстана и Таджикистана

4,4%

прирост ВВП Казахстана в 2024 г.

5,1%

агрегированный прирост ВВП Армении, Кыргызстана и Таджикистана в 2024 г.

Приближение инфляции в большинстве стран региона к целевым значениям при отсутствии дополнительных шоков

5,2%

агрегированная инфляция в регионе на конец 2024 г.

Снижение ключевой ставки ЦБ РФ, дальнейшее смягчение денежно-кредитных условий в Казахстане

≈7%

ключевая ставка в России на конец 2024 г.

11–12%

базовая ставка в Казахстане на конец 2024 г.

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (2023) *Макроэкономический прогноз 2023–2025. Июнь 2023*. Алматы: Евразийский банк развития.

Авторы

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

Алексей Кузнецов, руководитель Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, kuznetsov_as@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>.

Новости евразийской интеграции, оперативная макроаналитика, мониторинг инфраструктуры и другие экспертные мнения аналитиков еженедельно публикуются в телеграм-канале Евразийского банка развития: t.me/eabr_bank.

Фото на обложке: [midjourney.com](https://www.midjourney.com)

© Евразийский банк развития, 2023

СОДЕРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ	5
ГОСУДАРСТВА — УЧАСТНИКИ ЕАБР	6
ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА	7
ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	11
Прогноз	11
Риски	12
РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ	13
Текущая ситуация	14
Прогноз	15
Риски	18
РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ	19
Текущая ситуация	20
Прогноз	21
Риски	23
РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН	25
Текущая ситуация	26
Прогноз	27
Риски	29
КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА	31
Текущая ситуация	32
Прогноз	33
Риски	35
РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ	37
Текущая ситуация	38
Прогноз	39
Риски	41
РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН	43
Текущая ситуация	44
Прогноз	45
Риски	47
СПИСОК ИСТОЧНИКОВ	48
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	49
ГЛОССАРИЙ	50

Текущее состояние глобальной экономики — низкий экономический рост в сочетании с повышенной инфляцией. Текущий цикл ужесточения денежно-кредитной политики ведущими центральными банками, по-видимому, подошел к завершающему этапу. Спрос в крупнейших экономиках ослабевает, но инфляция при этом все еще не взята под контроль и остается гораздо выше уровней предыдущего десятилетия. В среднесрочной перспективе экономики США и еврозоны будут функционировать в условиях слабого роста ВВП и заметно более высоких, чем наблюдавшиеся в течение 2010-х гг., темпов роста цен и процентных ставок. В базовом сценарии прогнозируем рост ВВП США на уровне 0,4% в 2023 г. и допускаем возможность рецессии в отдельные кварталы 2023 и 2024 гг., а значимый восстановительный рост в размере 2,8% ожидается только в 2025 г. В еврозоне скорость восстановления будет еще более медленной — 0,3% в 2023 г. и 1,9% в 2025 г. В Китае ожидается ускорение прироста ВВП до 5,6% в 2023 г. на фоне отказа от жесткой карантинной политики, однако есть предпосылки для замедления экономики Китая в среднесрочной перспективе.

Благодаря внутренним источникам роста ВВП региона операций ЕАБР увеличится на 1,5% по итогам 2023 г. Прогноз на 2023 г. улучшен для всех государств — участников Банка. Основными факторами пересмотра стали сильные результаты начала текущего года на фоне достаточно быстрой адаптации экономик к изменившимся в 2022 г. условиям функционирования и поддержки со стороны налогово-бюджетной политики в ряде стран. Экономики России и Беларуси уже в первом полугодии 2023 г. вернутся к положительным годовым темпам роста, а по итогам 2023 г. ВВП стран увеличится на 1% и 2,2% соответственно. Прогноз роста экономики Казахстана увеличен до 4,3%. Высокие темпы роста ожидаются в Армении — 7,5%, Кыргызстане — 4,2% и Таджикистане — 7,9%.

Инфляция в регионе операций ЕАБР может замедлиться до 6,4% по итогам 2023 г. после 12,4% в 2022 г. Основными факторами выступают адаптация экономик и отход от шока начала 2022 г., когда наблюдался резкий рост девальвационных и инфляционных ожиданий. На текущий момент инфляция в странах региона сильно замедлилась, ожидания стабилизировались, а экономические настроения улучшились. Кроме того, наблюдается снижение давления со стороны мировых цен на сырьевые товары, а также нормализация глобальных цепочек поставок и снижение транспортных издержек. Рост потребительских цен на конец 2023 г. прогнозируется в Армении в размере 2,5%, в Беларуси — 7,8%, в Казахстане — 7,9%, в Кыргызстане — 7,1%, в России — 6,1%, в Таджикистане — 6,6%. В 2024–2025 гг. ожидаем приближение инфляции в большинстве стран региона к целевым значениям.

Ожидаемое замедление инфляции создает предпосылки для снижения ключевых ставок центральными/национальными банками большинства стран региона. Мы полагаем, что ЦБ РФ сохранит нейтральную денежно-кредитную политику в 2023 г. В базовом сценарии мы исходим из неизменности ключевой ставки в этом году. В 2024–2025 гг. Центральный банк начнет поэтапное снижение ключевой ставки, и к концу прогнозного периода она будет находиться в пределах 6–6,5%. Национальный банк Казахстана может начать постепенное снижение базовой ставки со второй половины 2023 г., и к концу года имеется потенциал снижения до 15% с 16,75% на конец мая. В случае ослабления инфляционного давления со стороны внешнего сектора возможно ее снижение до 11–12% к концу 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	2021	2022	2023П	2024П	2025П
Республика Армения					
ВВП в сопоставимых ценах	5,8	12,6	7,5	5,1	5,4
Инфляция (на конец периода)	7,7	8,6	2,5	3,2	3,5
Ставка МБК (в среднем за год), %	6,4	9,0	9,7	6,4	6,8
Курс драма к доллару (в среднем за год)	504	436	394	414	422
Республика Беларусь					
ВВП в сопоставимых ценах	2,5	-4,7	2,2	1,1	1,0
Инфляция (на конец периода)	10,0	12,8	7,8	8,2	7,2
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	8,6	11,6	10,2	9,3	9,0
Курс бел. рубля к доллару (в среднем за год)	2,54	2,62	2,90	3,05	3,17
Республика Казахстан					
ВВП в сопоставимых ценах	4,3	3,3	4,3	4,4	4,4
Инфляция (на конец периода)	8,4	20,3	7,9	5,5	4,1
Ставка TONIA (в среднем за год), %	8,9	13,8	15,9	12,0	9,5
Курс тенге к доллару (в среднем за год)	425,9	460,2	450,5	465,3	472,3
Кыргызская Республика					
ВВП в сопоставимых ценах	6,2	7,0	4,2	4,1	3,6
Инфляция (на конец периода)	11,2	14,7	7,1	6,3	6,3
Ставка РЕПО — 7 дней (в среднем за год), %	5,6	12,1	10,1	9,4	9,5
Курс сома к доллару (в среднем за год)	84,6	84,1	87,1	88,8	91,8
Российская Федерация					
ВВП в сопоставимых ценах	5,6	-2,1	1,0	1,3	1,3
Инфляция (на конец периода)	8,4	11,9	6,1	4,9	4,0
Ключевая ставка (в среднем за год), %	5,8	10,5	7,5	7,1	6,4
Курс рос. рубля к доллару (в среднем за год)	73,6	68,4	77,4	79,5	80,6
Республика Таджикистан					
ВВП в сопоставимых ценах	9,2	8,0	7,9	5,8	6,7
Инфляция (на конец периода)	8,0	4,2	6,6	5,6	6,2
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	12,2	13,3	10,3	10,0	9,3
Курс сомони к доллару (в среднем за год)	11,3	11,0	10,8	11,0	11,3

Примечание: здесь и в остальных таблицах П — прогноз.

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

ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

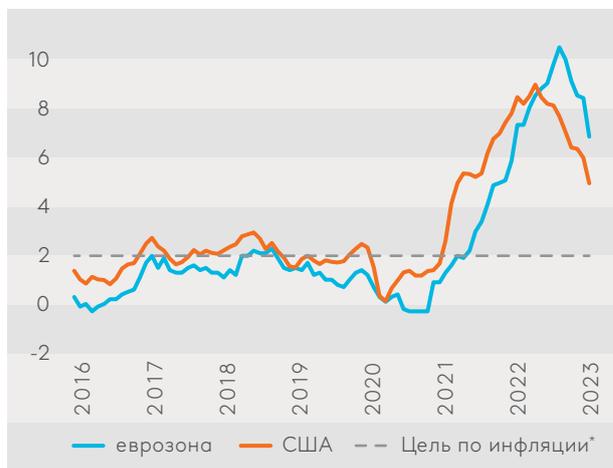
ТРЕНДЫ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Прошло полгода с выхода нашего предыдущего [Макроэкономического прогноза](#). В том прогнозе мы обозначили три крупных тренда в мировой экономике и поделились видением их развития. **Первый тренд** — замедление инфляции при сохранении ее на повышенном уровне относительно последнего десятилетия. **Второй** — подходящие к завершению циклы ужесточения денежно-кредитной политики в развитых странах. **Третий** — ослабление деловой активности в мире ([рисунок 1](#)). События последних месяцев дают все больше уверенности полагать, что траектория глобальной экономики в целом движется в рамках обозначенных нами тенденций. При этом в мае 2023 г. мы стоим на пороге перелома одной из них — завершение цикла поднятия процентных ставок в развитых странах.

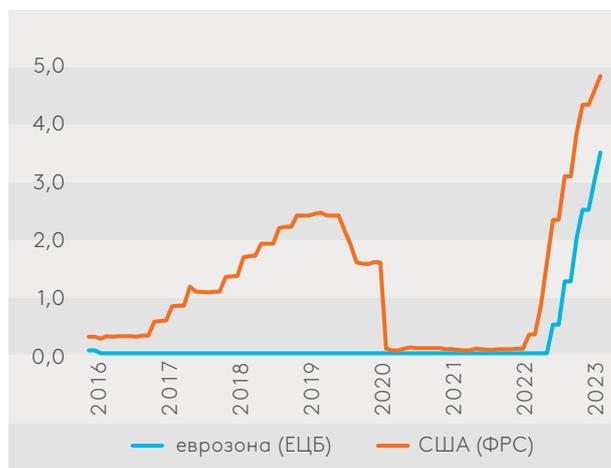
Постпандемийное восстановление в развитых странах завершилось. Бюджетные стимулы ослабевают, а ужесточение финансовых условий ([рисунок 1.Г](#)) вследствие поднятия ключевых процентных ставок все больше обременяет не только бизнес, но и банковский сектор. В результате **спрос в глобальной экономике в начале текущего года оставался сдержанным**, даже несмотря на усиление активности в Китае после смягчения санитарных ограничений: PMI новых заказов в обрабатывающей промышленности в апреле сохранялся ниже пороговой отметки 50 пунктов (отделяет рост от снижения) десятый месяц подряд (а индекс новых экспортных заказов — четырнадцатый месяц подряд). Как итог, динамика ВВП крупнейших развитых государственных образований — США и ЕС — ослабевает ([рисунок 1.В](#)).

↓ Рисунок 1. Тренды в США и еврозоне

А) Динамика инфляции в США и еврозоне, % г/г



Б) Ставки ФРС и ЕЦБ, % годовых



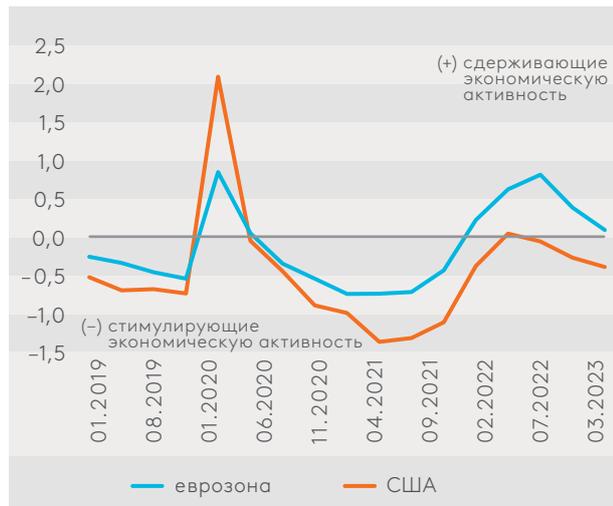
* — цель по инфляции в США и еврозоне 2%.

Источники: национальные ведомства, Евростат, расчеты аналитиков ЕАБР.

В) Экономическая активность (PMI в промышленности)



Г) Индекс финансовых условий*



* — стандартное отклонение от средних значений

Источники: Refinitiv, МВФ, расчеты аналитиков ЕАБР.

Снижение спроса на товары в мире помогло **существенно снизить транспортные издержки** и снять напряженность в глобальной системе поставок. Давление в логистических цепочках уже ниже своего среднеисторического уровня, а стоимость контейнерных перевозок опустилась к значениям начала 2020 г. (рисунок 2.А). Снизились в начале текущего года и цены на энергоносители (рисунок 2.Б), что стало ключевым фактором замедления инфляции в развитых странах (рисунок 1.А).

Однако на этом позитивные моменты, связанные с инфляцией, заканчиваются. Рынки труда в США и еврозоне остаются перегретыми, а фрагментация мировой экономики вследствие геополитической трансформации ведет к снижению международной мобильности капиталов, товаров и производств. Многие транснациональные компании переносят производства, размещенные ранее в развивающихся странах, в США и страны ЕС, возвращаясь к практике региональной концентрации производств (McKinsey, 2022). В результате теряются положительные эффекты международного разделения труда, что формирует **инфляционные риски со стороны предложения**. По оценкам аналитиков (Attinasi et al., 2023), это может формировать дополнительный прирост цен в размере около 1 п.п. в год в ближайшие несколько лет. Безусловно, в условиях сохраняющегося доверия к ФРС и ЕЦБ повышение процентных ставок позволяет сбивать инфляционные ожидания и воздействовать на спрос, однако **монетарные регуляторы бессильны перед структурными факторами роста цен**.

И сейчас мы находимся в той точке, когда инфляция в развитых странах хоть и замедлилась, но ее устойчивые компоненты высоки, а экономическая активность уже проседает под бременем ужесточившихся финансовых условий. Ситуация в США и ЕС будет влиять на глобальную экономику в целом, а «открытие» Китая только усиливает проинфляционные риски. В итоге все больше оснований полагать, что **тренд поднятия ключевых процентных ставок в развитых странах близок к перелому**.

↓ Рисунок 2. Отдельные факторы влияния на мировые цены

А) Состояние цепочек поставок



Б) Цены на сырье



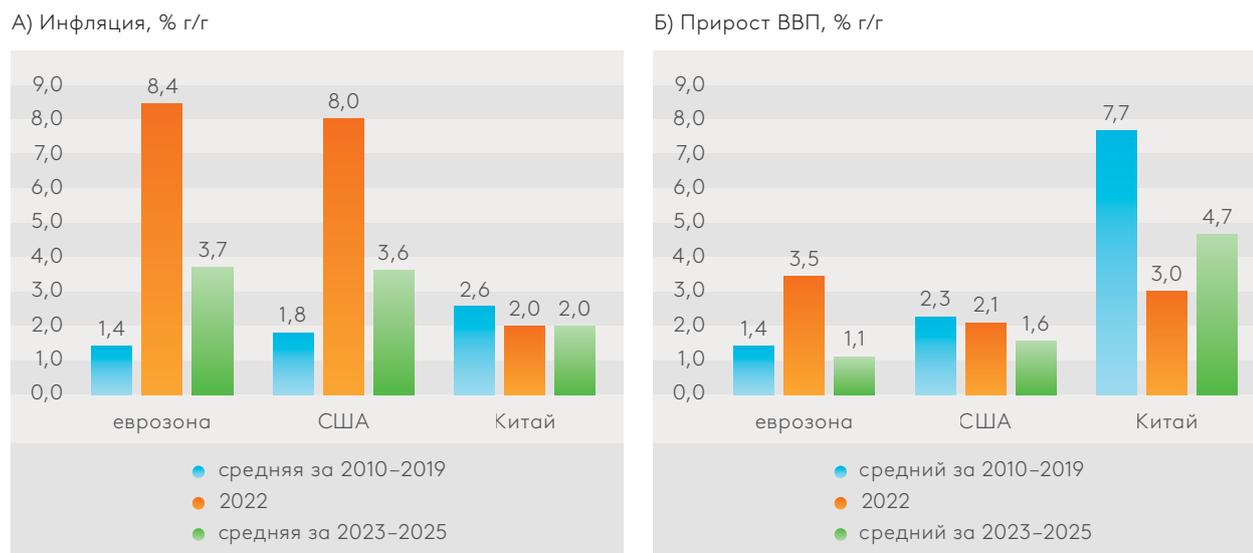
Источники: Всемирный банк, Bloomberg, Drewry, расчеты аналитиков ЕАБР.

Мы уже отмечали, что **рост стоимости кредитных ресурсов будет создавать проблемы для банков**, и события на финансовых рынках развитых стран подтверждают наши опасения: процентные доходы банков США по кредитам становятся ниже расходов по привлекаемым займам от регуляторов и других банков. Проблемы испытывают и банки Западной Европы, включая ведущие французские и немецкие банки. Необходимость обеспечивать положительную маржу потребует от банков существенного пересмотра процентных ставок по новым кредитам в сторону повышения.

В этой связи **вызывает опасение устойчивость сектора недвижимости в развитых странах — как жилой, так и коммерческой**. Сокращение спроса на жилье в условиях снижения доступности кредитов поддержит сложившуюся со второй половины 2022 г. тенденцию снижения цен на жилье в развитых странах. Наибольшие риски мы видим в США, где доля строительной отрасли в широком определении составляет около 17% ВВП. В зоне риска и коммерческая недвижимость — ужесточение политики центральных банков привело к опасному повышению стоимости рефинансирования для этого сектора. Сокращение спроса на недвижимость формирует серьезные риски для динамики экономического роста в целом: повышение ипотечной ставки на 1 п.п. приводит в среднем к повышению ежемесячной нагрузки около 100 долл. для владельцев ипотеки в США (Ahir et al., 2023), что будет означать сокращение потребительских расходов и замедление спроса.

В условиях электорального цикла в США турбулентность в финансовом секторе и высокие риски рецессии будут подталкивать ФРС к снижению ставок уже в III квартале 2023 г. Вполне вероятно, что ЕЦБ, опасаясь банковского кризиса, также завершит поднятие ставок к середине текущего года и уже в конце 2023 — начале 2024 г. цикл развернется в обратном направлении. В совокупности с проинфляционным влиянием перемен в мировой экономической архитектуре **ожидаемое смягчение денежно-кредитной политики не позволит инфляции в США и еврозоне вернуться к целевому ориентиру 2% в среднесрочной перспективе**. Мы прогнозируем средний уровень инфляции в 2023–2025 гг. в США 3,6% г/г, а в еврозоне — 3,7% г/г (рисунок 3.А). Для сравнения, в 2010–2019 гг. рост цен в США составлял в среднем 2,0% г/г, а в еврозоне — 1,4% г/г.

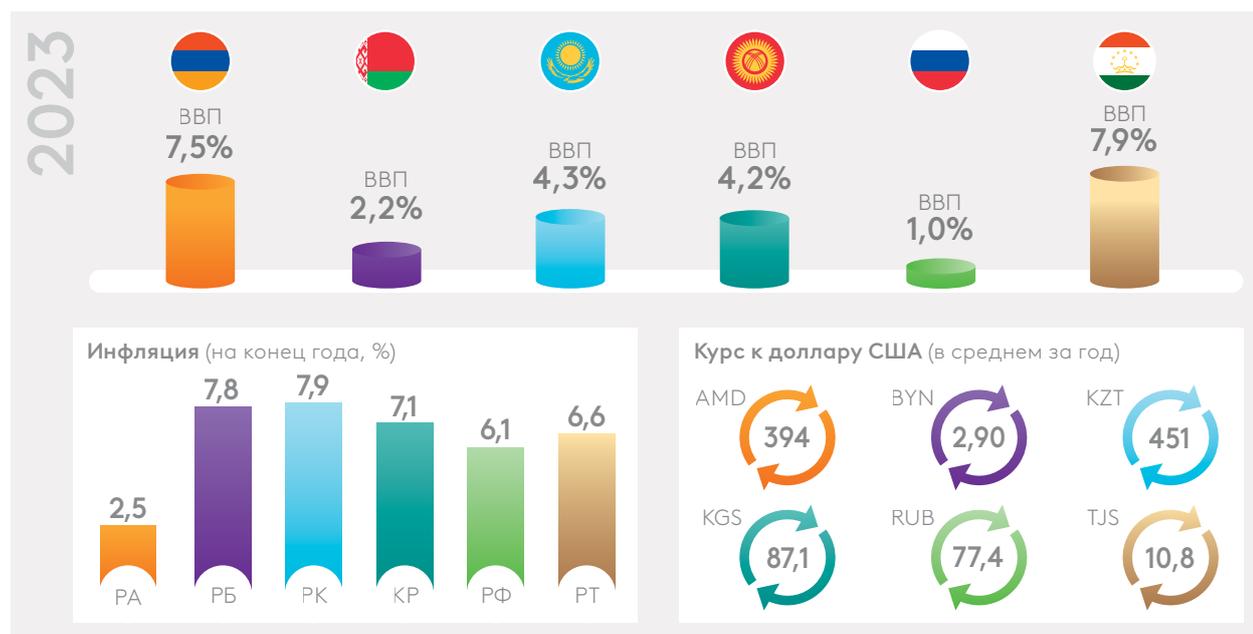
↓ Рисунок 3. Динамика и прогноз ключевых экономических показателей в США, еврозоне и Китае



Источники: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Повышенная инфляция, резко возросшие ставки, завершение постпандемического восстановления и слабый внутренний спрос будут тормозить экономический рост в крупнейших странах. Рост ВВП США оценивается нами на уровне 0,4% в 2023 г. Мы допускаем возможность рецессии в отдельные кварталы 2023 и 2024 гг., а значимый восстановительный рост в размере 2,8% ожидается только в 2025 г. В еврозоне скорость восстановления будет еще более низкой — 0,3% в 2023 г. и 1,9% в 2025 г. В Китае ожидается ускорение прироста ВВП до 5,6% в 2023 г. на фоне отказа от жесткой карантинной политики, однако есть предпосылки для замедления экономики Китая до 4,5% в 2024 г. и до 4% в 2025 г. (рисунок 3.Б). В целом вектор развития мировой экономики по сравнению с предыдущим прогнозом не претерпел принципиальных изменений. Однако в текущем прогнозе замедление роста мировой экономики ожидается не столь значительным, правда, и восстановление будет более растянутым во времени.

↓ Рисунок 4. Прогноз основных макроэкономических показателей государств — участников ЕАБР на 2023 г.



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

Со стороны мировой экономики и сырьевых рынков в 2023–2025 гг. ожидается сдерживающее влияние на деловую активность в регионе операций ЕАБР. Рост мирового ВВП замедлится в 2023 г. в силу ужесточения финансовых условий и ослабления бюджетных стимулов, а темпы его восстановления прогнозируются низкими. Инфляция в США и еврозоне останется выше целевых параметров в среднесрочной перспективе из-за структурного характера повышенного роста цен. Вероятность реализации стагфляционных рисков остается высокой.

Прогноз

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

прирост в % к предыдущему году, если не указано другое

	Цена нефти (\$/bbl в среднем за год)		Мировой ВВП (по рыночным курсам)	Инфляция в США	Инфляция в еврозоне	Ставка ФРС (% на конец года)
	Brent	Urals				
2022	100	76	3,0	8,0	8,4	3,7
2023П	82	59	2,1	4,4	5,3	3,6
2024П	77	65	2,5	3,4	3,0	3,4
2025П	73	68	2,9	3,1	2,7	3,4

Источники: 2022 г. — данные МВФ, Всемирного банка, ФРС США, 2023–2025 гг. — прогнозы аналитиков ЕАБР.

Цены на продовольствие стабилизируются в 2023 г. после корректировки с пиковых значений II квартала 2022 г. Однако это будет означать их сохранение на повышенных по сравнению с допандемийными уровнях. В 2024 г. ожидается медленное снижение цен при условии дальнейшего улучшения ситуации с поставками в мире. **Стоимость базовых металлов в 2023–2025 гг. останется без значительных изменений:** спрос будет сдержанным из-за торможения мировой экономики, а восстановление предложения — медленным на фоне сохранения повышенных издержек. По-разному на динамику сырьевых цен будут влиять и изменения логистических цепочек: с одной стороны, снижение стоимости перевозок будет уменьшать издержки, а с другой — затрудненная логистика поставок сырьевых товаров из России из-за введенных ограничений будет сдерживать возможность снижения цен.

Цена нефти Brent будет постепенно снижаться из-за ослабления экономической активности в мире. Охлаждение глобальной экономики формирует предпосылки для ограниченного спроса на нефть. При этом снижение предложения нефти со стороны ОПЕК+ мы рассматриваем как меру по недопущению избыточного падения цен. В базовом сценарии прогноза заложены средняя цена нефти Brent 82 долл. за баррель в 2023 г. и ее постепенное снижение до 73 долл. за баррель в 2025 г. Дисконт на российскую нефть Urals к ценам Brent оценивается в среднем на уровне около 25 долл. по итогам 2023 г. с дальнейшим сокращением до 5 долл. к концу 2025 г.

Инфляция в США и еврозоне замедлится, но сохранится на повышенных уровнях в течение всего прогнозного периода. По итогам 2023 г. мы ожидаем роста потребительских цен на 4,4% в США и на 5,3% в еврозоне. Снижение мировых цен на продовольствие и энергоносители наряду с решительными мерами центробанков по ужесточению денежно-кредитной политики станут факторами замедления инфляции. Однако из-за проинфляционного давления со стороны рынка труда и фрагментации мировой экономики рост цен в развитых странах останется более высоким, чем в последние десять лет. Мы оцениваем, что даже в 2025 г. инфляция в США и еврозоне не вернется к целевым значениям в 2% — ее уровень будет около 3%.

Рост мировой экономики замедлится до 2,1% в 2023 г. после 3,0% в 2022 г. Это станет следствием борьбы с инфляцией в крупнейших экономиках мира в условиях продолжающегося процесса фрагментации мировой экономики. Мы сохраняем консервативную оценку в части скорости восстановления крупнейших мировых экономик и ожидаем активизации этого процесса лишь со второй половины 2024 г. Экономический рост в США составит 0,4% в 2023 г., 1,5% в 2024 г. и 2,8% в 2025 г. В еврозоне темпы роста в 2023 г. оцениваются на уровне 0,3%, в 2024 г. — 1,2%, в 2025 г. — 1,9%. Отказ от жесткой карантинной политики в Китае обеспечит ускорение прироста ВВП до 5,6% в 2023 г., однако есть предпосылки для замедления экономики Китая до 4,5% в 2024 г. и до 4% в 2025 г.

Мы ожидаем завершения цикла повышения ставки ФРС и перехода к достаточно быстрому ее снижению примерно до 3,5% уже к концу текущего года с последующим сохранением вблизи этого уровня на всем горизонте прогноза. Ослабление деловой активности и наличие угроз для финансовой стабильности потребуют, по нашему мнению, смягчения денежно-кредитной политики. Быстрое снижение ставок в дальнейшем не видится возможным — важно будет не допустить нового ускорения инфляционных процессов.

Риски

Сценарий более глубокой и продолжительной рецессии в мировой экономике. Увеличение фрагментации мировой экономики приведет к постоянному росту затрат на рабочую силу, что сохранит инфляционное давление и потребует более жесткой денежно-кредитной политики. В рисковом сценарии ожидаем сокращения ВВП в США и еврозоне на 0,3% в 2023 г. С учетом структурного характера инфляции в рисковом сценарии ее среднегодовое значение в 2023 г., несмотря на ужесточение монетарных условий и сокращение ВВП, увеличится на 0,1 п.п. по сравнению с базовым сценарием и составит 4,5% в США и 5,4% в еврозоне. В этих условиях процентные ставки останутся на повышенных уровнях: медленное смягчение денежно-кредитной политики продолжит угнетать экономический рост в 2024 г., что приведет к более медленному восстановлению мировой экономики: и в США, и в еврозоне темпы роста в 2024 г. будут ниже базового сценария — на 0,4 п.п. и 0,6 п.п. соответственно, несмотря на более низкую базу 2023 г. Снижение деловой активности постепенно начнет оказывать дезинфляционное воздействие, что позволит монетарным регуляторам перейти к более активному понижению ставок во второй половине 2024 г. и будет способствовать восстановительному росту экономик в 2025 г. Цены на сырье в рисковом сценарии будут заметно ниже в 2023–2024 гг. по сравнению с базовым периодом, особенно по позициям, наиболее чувствительным к росту: нефть может опуститься ближе к 50 долл. за баррель, а цена на медь будет ниже на 7–8%. При этом прогнозируется сохранение уровней и динамики цен на продовольствие — как из-за высоких уровней инфляции в развитых странах, так и вследствие сохраняющихся проблем с поставками из России.

РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ



Источник: leonardo.ai

Промпт: A winding road going to the horizon line,
bypasses lakes, trees, sunrise.



РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ

В базовом сценарии рост ВВП Армении прогнозируется на уровне 7,5% в 2023 г. и 5,1% в 2024 г. Инфляция по итогам 2023 г. может замедлиться до 2,5% за счет исчерпания внешнего ценового давления, укрепления курса драма и жестких денежно-кредитных условий в большей части года. В 2023 г. влияние налогово-бюджетной политики на экономику будет стимулирующим.

Текущая ситуация

Экономическая активность в Армении увеличилась на 12,2% г/г в январе — апреле.

С начала года отмечается усиление динамики роста в торговле и строительстве. В течение первых четырех месяцев все сектора внесли положительный вклад в экономическую активность, а основная часть динамики обеспечена сектором услуг. В январе — апреле деловая активность оставалась сильной, в том числе за счет значительных объемов денежных переводов и чистого экспорта. Это во многом связано с более низкими показателями аналогичного периода прошлого года. Трансграничные переводы физических лиц за январь — март текущего года увеличились в 2,8 раза и составили 1,5 млрд долл. Поддержку экономике оказало также сохранение высокой туристической активности. Число посетивших страну туристов увеличилось на 81,2% г/г в I квартале. Согласно нашим оценкам, несмотря на некоторое замедление, темпы роста экономики Армении во II квартале останутся высокими.

В начале года сильная динамика сохранилась почти во всех секторах экономики

Армении. Сектор услуг показал рост на 22,2% г/г в январе — апреле, более 60% динамики обеспечено расширением отраслей программного обеспечения и банковской деятельности (на 88,7% г/г и 29,5% г/г соответственно в январе — марте). Строительство и обрабатывающая промышленность также продемонстрировали устойчивый рост с начала года. Обрабатывающие отрасли в январе — марте увеличились на 8,1% г/г, вместе с тем в горнодобывающей промышленности сохранился спад (минус 3,2% г/г) в связи с остановкой работ на Техутском медном месторождении. Объем выполненных строительных работ в январе — марте вырос на 15,6% г/г. Этому способствовало строительство, финансируемое за счет средств организаций (+32,4% г/г), а также населения (+22,5% г/г). Более половины объемов работ в секторе приходится на строительство жилья (+65,8% г/г) на фоне высоких темпов роста ипотечного кредитования (+28,6% г/г). По итогам I квартала выпуск сельскохозяйственной продукции увеличился на 1,4% г/г.

Стоимостные объемы экспорта товаров увеличивались опережающими темпами по сравнению с импортом в первые четыре месяца 2023 г.

За январь — апрель текущего года экспортные поставки увеличились в 2,1 раза г/г. В динамике экспорта товаров главную роль играют машины и оборудование, драгоценные камни и металлы, транспортные средства. Объемы импорта в январе — апреле выросли (+93,9% г/г) по всем товарным группам. Сохранение опережающих темпов роста экспорта товаров по сравнению с импортом способствует в том числе устойчивому укреплению курса армянского драма.

Инфляция в Армении в апреле замедлилась до 3,2% г/г после 5,4% г/г месяцем ранее.

Такой динамике преимущественно способствовало замедление роста цен в продовольственном сегменте (1,2% г/г в апреле после 3,2% месяцем ранее). Сохранилась также тенденция замедления роста цен на непродовольственные товары (цены на горюче-смазочные материалы снизились на 2,6% г/г) и услуги. Резкое замедление в основном связано с высоким уровнем инфляции в аналогичном периоде прошлого года, когда наблюдался всплеск потребительских цен. Базовая инфляция

также продолжает замедляться — до 4,3% г/г в апреле с 6,4% г/г месяцем ранее. Основные факторы, ограничивающие рост цен, — укрепление курса армянского драма и ослабление внешнего ценового давления на импортируемые товары. Снижению инфляции также способствовали жесткие денежно-кредитные условия в I квартале текущего года. К концу II квартала инфляция сформируется на нижней границе целевого интервала ЦБ РА (4±1,5%).

Ставка рефинансирования оставалась на уровне 10,75% с начала текущего года. На заседании 2 мая регулятор отметил ослабление внешнего ценового давления на экономику Армении, укрепление курса драма и ужесточение монетарной политики в числе дезинфляционных факторов, при этом сохранение инфляционного давления в сегменте нерегулируемых услуг, а также высокой неопределенности. Как и прогнозировалось ранее, цикл повышения ставки рефинансирования ЦБ РА можно считать завершенным.

Национальная валюта с начала 2023 г. продолжала поступательно дорожать. По итогам апреля армянский драм укрепился к корзине валют стран — торговых партнеров по сравнению с началом года. К доллару драм укрепился на 2,1%, к евро — на 0,5%, к российскому рублю — на 16,3%. На конец апреля уровень международных валютных резервов составил 3,6 млрд долл. — показатель держался вблизи этого уровня с начала года. Укреплению курса драма будут и далее способствовать сохранение на повышенном уровне поступления денежных переводов и опережающие темпы роста экспорта по сравнению с импортом.

Государственный бюджет в январе — марте текущего года исполнен с профицитом в размере 0,7% ВВП (против 0,3% ВВП в 2022 г.). Налоговые доходы увеличились на 15,2% г/г в январе — марте в условиях роста деловой активности. Расходы выросли на 6,5% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года — в основном за счет увеличения текущих затрат на 8,8% г/г. Воздействие налогово-бюджетной политики на спрос в текущем году — стимулирующее в условиях запланированного властями на 2023 г. увеличения уровня дефицита бюджета до 3,1% ВВП (с 2,1% в 2022 г.).

Прогноз

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

Показатель	2021	2022	2023П	2024П	2025П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	5,8	12,6	7,5	5,1	5,4
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	7,7	8,6	2,5	3,2	3,5
Ставка МБК (%, в среднем за год)	6,4	9,0	9,7	6,4	6,8
Курс армянского драма к доллару (в среднем за год)	504	436	394	414	422

Источники: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

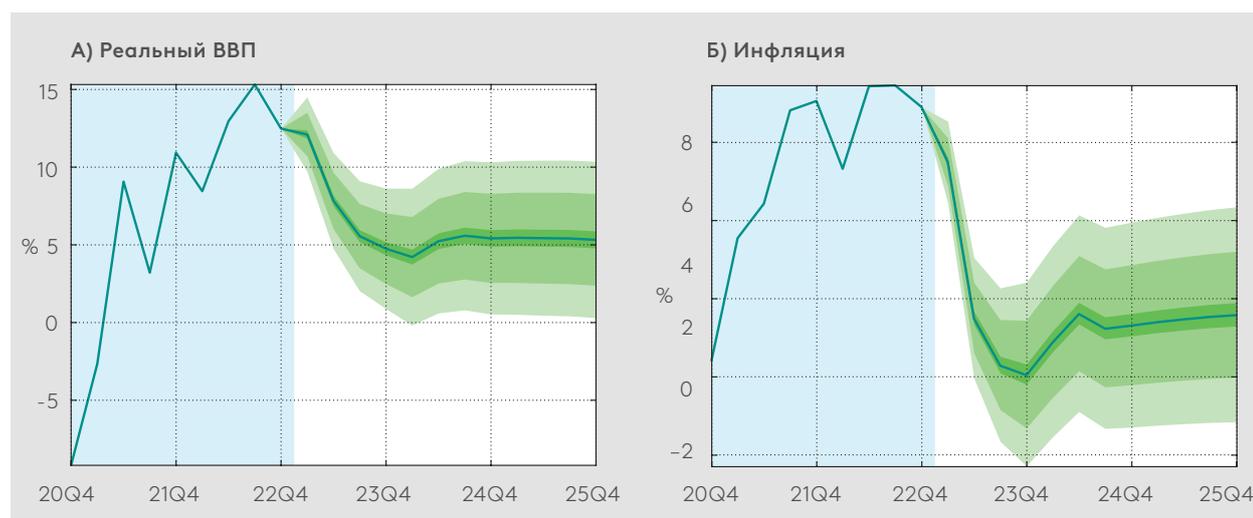
Экономическая активность и инфляция

Согласно базовому прогнозу, ВВП Армении в 2023 г. увеличится на 7,5% (рисунок 5.А). Прогноз повышен с учетом сильных экономических показателей I квартала и ряда других факторов. В частности, ожидается, что улучшение текущей ситуации и экономических перспектив в РФ благоприятно отразится на объеме поступающих в страну трансграничных переводов и внешнем спросе. Объем трансграничных переводов из РФ, по нашим оценкам, может увеличиться на 30% в текущем году. Решение возобновить работы на Амулсарском месторождении, в свою очередь, окажет положительное влияние на динамику ВВП. Строительные работы и приток инвестиций в связи с дальнейшей эксплуатацией месторождения повысят потенциал роста экономики¹. Вместе с тем ожидается увеличение внутреннего спроса со стороны резидентов на фоне замедления инфляции и увеличения объемов кредитования². Налогово-бюджетная политика оценивается в текущем году как стимулирующая. Ожидается, что потребительский спрос постепенно стабилизируется в 2024 г. и рост экономики в 2024–2025 гг. сложится вблизи сбалансированных темпов — 5,1% и 5,4% соответственно.

Со стороны внешнего спроса по-прежнему есть одновременно положительные и отрицательные факторы, которые повлияют на экономику Армении. Замедление деловой активности в мире в 2023 г. в целом окажет неблагоприятное воздействие. Это выразится в слабом внешнем спросе на экспортируемые товары. Возможно снижение объемов денежных переводов, в том числе из США. Вместе с тем потери будут компенсированы переориентацией экспорта в Россию. Ожидается также увеличение притока денежных переводов из России.

В базовом сценарии инфляция прогнозируется в размере 2,5% г/г на конец 2023 г. Показатель сформируется несколько ниже целевого интервала ЦБ в оставшейся части 2023 г. (рисунок 5.Б). Дезинфляционными факторами станут ослабление внешнего ценового давления на фоне жестких денежно-кредитных условий в мире, корректировки спроса в стране и переоцененность курса драма. К концу 2024 г. рост цен в Армении составит 3,3%. В среднесрочной перспективе инфляция сформируется в целевом диапазоне ЦБ РА.

↓ Рисунок 5. Прогноз экономической активности и инфляции в Армении



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

Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

¹ По оценке властей, это может обеспечить до 1 п.п. роста в год.

² Согласно результатам опроса ЦБ РА, в текущем году увеличатся спрос и предложение кредитов.

Денежно-кредитная политика и курс армянского драма

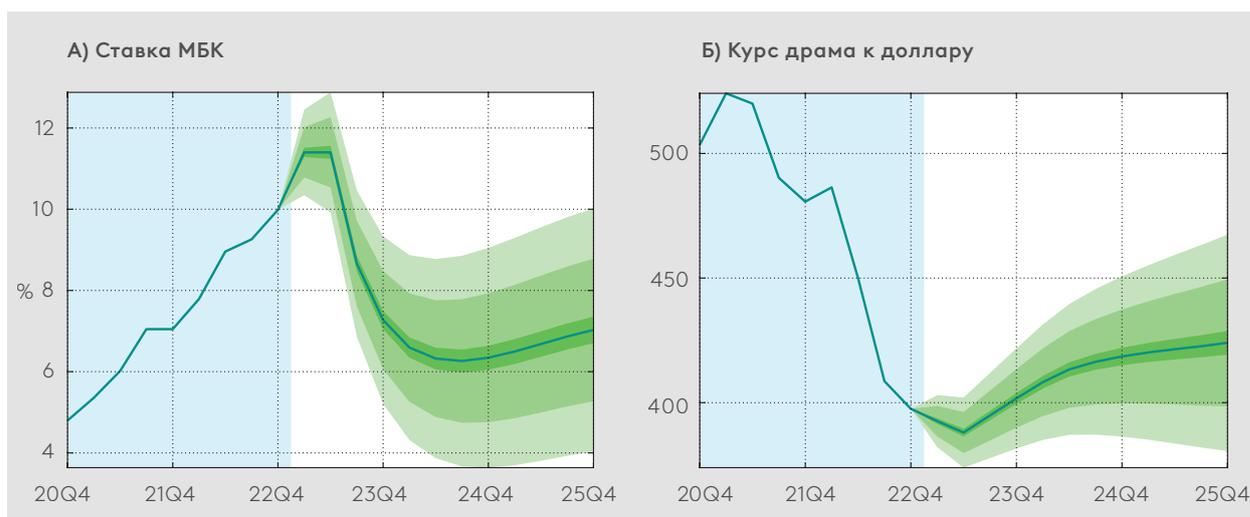
Ставка МБК по базовому сценарию прогноза постепенно снизится вслед за ставкой рефинансирования и составит 9,7% в среднем за 2023 г. (рисунок 6.А). С учетом устойчивого замедления роста цен, постепенной стабилизации потребительского спроса, а также нахождения инфляции в целевом диапазоне ЦБ РА ($4 \pm 1,5\%$) мы допускаем начало снижения ставки рефинансирования к концу II квартала. Вместе с тем, по нашим оценкам, денежно кредитная политика окажет сдерживающее влияние на спрос в течение года. В 2024 г. ставка МБК сформируется вблизи 6,2%, что будет соответствовать стабильному нахождению инфляции в целевом диапазоне ЦБ РА.

Среднегодовой курс драма к доллару прогнозируется на уровне 394 в 2023 г. (рисунок 6.Б). Опережающие темпы роста экспорта товаров и услуг по сравнению с импортом, приток денежных переводов, иностранного капитала и сохраняющийся повышенный уровень туристической активности, а также высокие ставки на финансовом рынке окажут поддержку национальной валюте. Вместе с тем девальвационные ожидания в связи с геополитической обстановкой, возможное снижение ставок на денежном рынке, а также прогноз некоторого ослабления курса рубля к доллару к концу 2023 г. будут способствовать постепенному обесцениванию драма. В результате переоцененность драма в 2023 г. сохранится, но будет постепенно сокращаться.

Стимулирующий характер фискальной политики в среднесрочной перспективе.

Влияние налогово-бюджетной политики на спрос в текущем году, по нашей оценке, будет иметь стимулирующий характер с увеличением уровня расходов на 0,6 п.п. до 27,8% ВВП. Правительство планирует увеличить уровень капитальных затрат на 1,2 п.п. до 5,9% ВВП в текущем году и поддерживать их на уровне 6% ВВП до 2025 г. Имплементация этого плана будет способствовать повышению производительности и увеличению потенциального роста экономики Армении в среднесрочном периоде. В рамках постепенной фискальной консолидации, предусмотренной «Среднесрочной программой расходов правительства РА на 2023–2025 гг.», уровень расходов стабилизируется вблизи 28% ВВП, а налоговые доходы будут расти на 0,4 п.п. в год.

↓ Рисунок 6. Прогноз процентной ставки и курса армянского драма



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Риском со стороны внешнего сектора является вероятность более глубокой и затяжной рецессии в крупнейших мировых экономиках. Реализация неблагоприятного сценария внешних условий (см. раздел [Внешнеэкономические условия](#)) приведет к более медленному экономическому росту Армении в 2023 г. с последующим ускорением в 2024 г. вслед за восстановлением мировой экономики. В условиях слабого внешнего спроса замедлятся экспорт и приток денежных переводов.

Драйвер экономического роста Армении 2022 г. и первого полугодия 2023 г. может стать риском для экономики. Вероятность оттока капитала и трудовых ресурсов становится значимой угрозой для экономики и стабильности национальной валюты. Чистый приток трансграничных переводов по банковской системе в 2022 г. составил 13,2% ВВП, что в два раза превышает средний показатель за последние пять лет (5,2% ВВП). Курс армянского драма к корзине валют укрепился почти на 40% за год. Реверсия этих процессов приведет в первую очередь к резкому ослаблению курса национальной валюты и всплеску цен. Ставка рефинансирования вынужденно повысится в целях закрепления инфляционных ожиданий. Снижение потребительского и инвестиционного спроса и ужесточение денежно-кредитной политики приведут к спаду экономики. Слабый спрос и повышение ставок остановят рост цен, однако вместе с этим существует вероятность формирования стагфляции.

РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ



Источник: leonardo.ai

Промпт: A winding road leading to the horizon, bypasses lakes, trees, large stones.



РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

В базовом сценарии прогнозируем восстановительный рост ВВП на 2,2% по итогам 2023 г. с последующим замедлением к потенциальным темпам — около 1% в среднем в 2024–2025 гг. Инфляция по итогам 2023 г. замедлится до 7,8% (с 12,8% в 2022 г.), но ускорится в 2024 г. до 8,2% вследствие эффектов стимулирующей денежно-кредитной политики. В базовом сценарии ожидается постепенное снижение ставки рефинансирования до 9% в 2023–2024 гг.

Текущая ситуация

В Беларуси нарастает тенденция восстановления экономической активности. Спад ВВП замедлился до 2,1% г/г по итогам I квартала 2023 г., после 5% г/г в январе и 3,6% г/г в январе — феврале. Сокращение отрицательной динамики связано с восстановлением спроса в ключевом торговом партнере — Российской Федерации, с адаптацией хозяйствующих субъектов к изменившимся в 2022 г. условиям функционирования, а также с поддержкой со стороны денежно-кредитной политики. В отраслевом разрезе заметно улучшились показатели промышленности: по итогам I квартала 2023 г. достигнуты положительные темпы роста на уровне 1,8% г/г после существенного спада во II–IV кварталах 2022 г. В результате положительный вклад промышленности в прирост ВВП составил 0,4 п.п. по итогам I квартала 2023 г. Увеличился на 2,2% г/г в I квартале 2023 г. выпуск продукции сельского хозяйства, что добавило 0,1 п.п. к изменению ВВП. Сдерживающее воздействие на экономическую активность оказывали сектора информации и связи (минус 1,3 п.п.) и транспорта (минус 0,8 п.п.). Ключевой причиной сокращения выпуска в секторе информации и связи стало снижение численности занятых в отрасли вследствие релокации сотрудников. Сокращение услуг в области транспорта является прямым следствием введенных странами Запада ограничений на возможности перевозок белорусскими компаниями и снижения объемов транзита энергоресурсов.

Экономика постепенно адаптируется к изменившимся условиям функционирования за счет восстановления внутреннего и внешнего спроса. Об увеличении внутреннего спроса свидетельствует положительная сезонно-сглаженная динамика розничного товарооборота и инвестиций в основной капитал по итогам I квартала. Рост внешнего спроса со стороны России, налаживание новых цепочек сбыта белорусской продукции и низкая база 2022 г. позволяют ожидать уже по итогам II квартала роста экономики около 5% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года.

Положительное сальдо внешней торговли товарами и услугами сократилось до 0,24 млрд долл. в январе — марте 2023 г. по сравнению с 0,90 млрд долл. в аналогичном периоде предыдущего года. Сокращение во многом связано с существенным ростом импорта по сравнению с экспортом: экспорт товаров и услуг увеличился на 8,1% г/г при росте импорта на 15,4% г/г. Значимое влияние на такую динамику оказала внешняя торговля услугами: экспорт сократился на 7% г/г, в основном за счет информационных и транспортных услуг. Импорт услуг вырос на 22,9% г/г, что может отражать рост расходов на формирование новых логистических цепочек в условиях введенных ограничений. Ухудшение сальдо внешней торговли не оказало существенного влияния на состояние золотовалютных резервов: сокращение чистого предложения иностранной валюты на внутреннем рынке было отрегулировано изменением курса белорусского рубля. По состоянию на начало мая 2023 г. золотовалютные резервы выросли на 0,04 млрд долл. (0,5%) с начала года и составили 7,97 млрд долл.

Белорусский рубль в среднем ослаб к иностранным валютам по итогам января — марта 2023 г. На конец марта 2023 г. стоимость корзины белорусского рубля выросла на 1% по сравнению с началом года. Такая динамика сложилась, несмотря на укрепление курса на 1,8% за этот период к основному компоненту корзины — российскому рублю, доля которого составляет 60%. Ослабление курса к доллару США на 4,4% и китайскому юаню на 7,7% обусловило рост стоимости корзины валют. В этих условиях реальный эффективный курс белорусского рубля в марте 2023 г. сохранился на уровне, близком к началу года, однако к российскому рублю за этот период фиксируется укрепление на уровне 5,4%.

Потребительская инфляция в апреле 2023 г. замедлилась и составила 4,7% г/г по сравнению с 6% г/г в марте и 11,7% г/г в феврале. Торможение роста потребительских цен во многом стало следствием административного регулирования цен³, налаживания цепочек поставок импорта и снижения инфляционных ожиданий. Также на годовой параметр инфляции повлияло исключение из расчета годовой инфляции всплеска роста цен в марте 2022 г. Введенное ценовое регулирование также ограничивает возможность повышать отпускные цены даже при негативных курсовых ожиданиях.

Условия банковского кредитования смягчились в I квартале 2023 г. Национальный банк Республики Беларусь последовательно снижал ставку рефинансирования: за четыре этапа ставка опустилась с 12% на начало 2023 г. до 10% к середине мая. При отсутствии операций регулирования ликвидности банков на открытом рынке ставка межбанковских кредитов колебалась вблизи 1%. В условиях избытка ликвидности ставки по новым кредитам для юридических лиц опустились ниже уровня ставки рефинансирования, по новым кредитам населению — снизились к 11,1% в марте. Следствием смягчения монетарных условий стало оживление кредитования, что может дать импульс для усиления внутреннего спроса. Мы ожидаем, что Нацбанк продолжит понижать ставку рефинансирования в текущем году.

Прогноз

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

Показатель	2021	2022	2023П	2024П	2025П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	2,5	-4,7	2,2	1,1	1,0
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	10,0	12,8	7,8	8,2	7,2
Ставка рефинансирования (% годовых в среднем за год)	8,6	11,6	10,2	9,3	9,0
Курс белорусского рубля к доллару (в среднем за год)	2,54	2,62	2,90	3,05	3,17

Источники: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

³ Введенная с октября 2022 г. система регулирования цен (Постановление Совета Министров Республики Беларусь № 713 от 19.10.2022) регулирует установление цен на 330 товарных позиций потребительской корзины.

Экономическая активность и инфляция

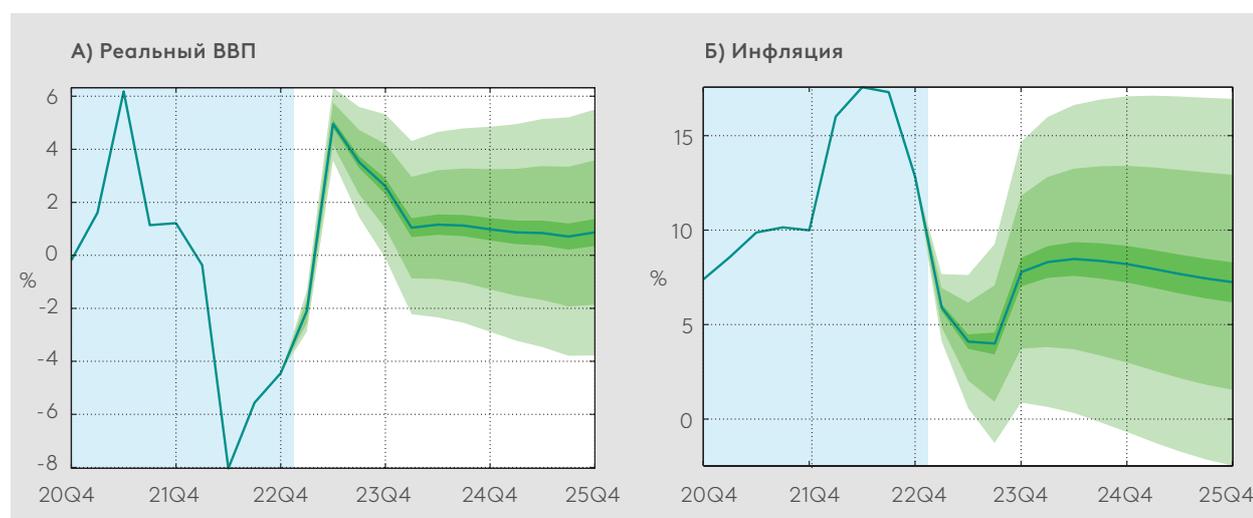
Базовый сценарий предполагает восстановительный рост ВВП на 2,2% в 2023 г. в условиях адаптации экономики к введенным ограничениям. С учетом более высокой по сравнению с [ноябрьским прогнозом ЕАБР](#) скоростью восстановления ключевого торгового партнера — России мы ожидаем ускоренного выхода ВВП Беларуси к своему потенциальному объему. Значительную поддержку росту экономики в оставшейся части текущего года окажет дальнейшее восстановление внутреннего спроса на фоне смягчения монетарной политики и роста бюджетных расходов. В базовом прогнозе заложено сохранение новых логистических цепочек. Пик роста ВВП в 2023 г. придется на II квартал и, по нашим оценкам, составит около 5% г/г. Основным фактором станет эффект низкой базы, где во II квартале предыдущего года произошло резкое снижение выпуска. После этого годовые темпы роста экономики начнут постепенно замедляться.

В 2024–2025 гг. ВВП будет расти темпами, близкими к потенциальным, и составит около 1,0% (рисунок 7.А). Это станет возможным при отсутствии новых серьезных санкционных ограничений и логистических разрывов. При этом рост потенциального ВВП оценивается сравнительно низким из-за введенных рестрикций, ограниченной возможности расширения рынков сбыта и импорта технологий, а также сокращения ИТ-сектора. На фоне расширения политики импортозамещения в России влияние фактора внешнего спроса на экономический рост может сократиться.

Инфляция по итогам 2023 г. прогнозируется на уровне 7,8%. После замедления роста цен в середине текущего года ниже 5% г/г ожидается его ускорение во втором полугодии. Основными факторами станут дальнейшее восстановление внутреннего спроса, ослабление белорусского рубля и смягчение административного контроля за ценами.

Инфляция достигнет пика на уровне 8,0–8,5% г/г в первой половине 2024 г. (рисунок 7.Б). В этот период оказывать давление на рост продолжают отложенный эффект ослабления белорусского рубля, исчерпание дезинфляционного влияния внутреннего спроса и сохранение повышенных инфляционных ожиданий. В то же время снижение транспортных и логистических издержек в условиях адаптации механизма внешней торговли к условиям санкций начнет сдерживать инфляционные процессы. К концу 2025 г. прогнозируется постепенное снижение инфляции к уровням около 7%.

↓ Рисунок 7. Прогноз экономической активности и инфляции в Беларуси



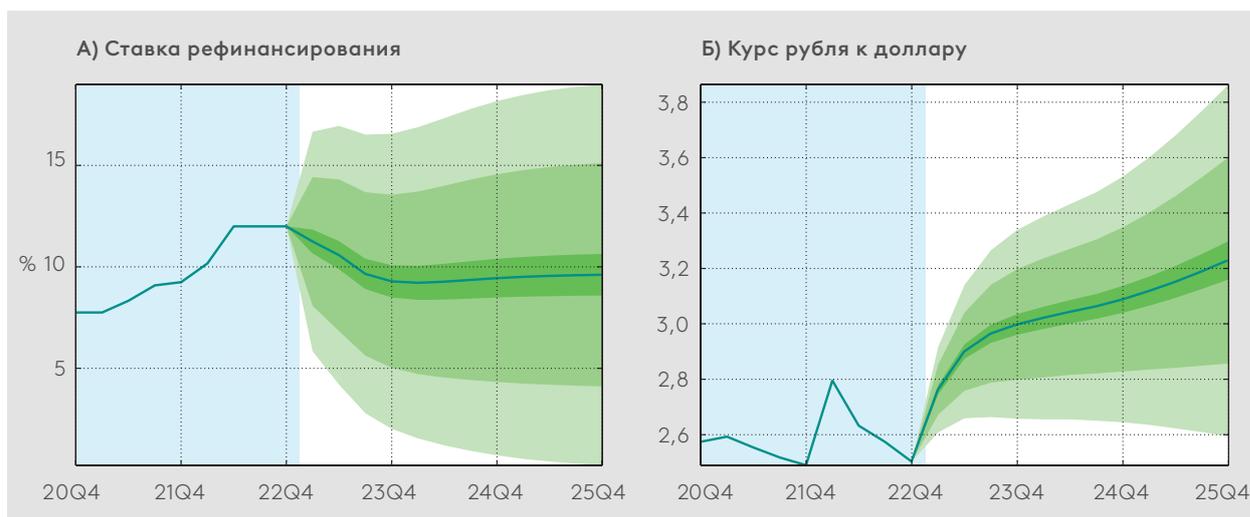
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс белорусского рубля

Национальный банк будет иметь ограниченную возможность для существенного снижения ставки рефинансирования. В соответствии с базовым прогнозом восстановление экономической активности в 2023 г. приведет к некоторому ускорению инфляционных процессов. При этом проведенные раунды ослабления денежно-кредитной политики сформировали более мягкие монетарные условия по сравнению с нейтральным уровнем. Чтобы не допустить ускорения инфляционных процессов, Национальный банк будет консервативно подходить к дальнейшему снижению процентной ставки, и к концу прогнозного периода она будет находиться вблизи 9% (рисунок 8.А).

Среднегодовой курс белорусского рубля к доллару прогнозируется около 2,90 в 2023 г. (рисунок 8.Б). Восстановление внутреннего спроса продолжит сопровождаться увеличением импортных поставок, в то время как возможности расширения экспорта останутся ограниченными. Это приведет к дальнейшему сокращению профицита внешней торговли и снижению поддержки курса белорусского рубля. В среднесрочной перспективе тенденция снижения стоимости национальной валюты сохранится в связи со сравнительно низкими темпами роста потенциального ВВП.

↓ Рисунок 8. Прогноз ставки рефинансирования и курса белорусского рубля



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Риском для экономики Республики Беларусь является значительное ослабление экономики России в рисковом сценарии. Медленное восстановление внутреннего спроса в России в рисковом сценарии не позволит обеспечивать рост экономики Беларуси за счет экспорта, а быстрая переориентация на другие рынки сейчас выглядит для Беларуси маловероятной. Сокращение валютной выручки — как в силу снижения физических объемов поставок, так и вследствие ухудшения условий торговли из-за снижения курса российского рубля к мировым валютам — существенно ограничит возможности финансирования внутреннего спроса. В этой ситуации для Беларуси значительно повышается риск рецессии. Кроме того, ухудшение текущего счета будет создавать давление на обменный курс, что может привести к ускорению инфляционных процессов.

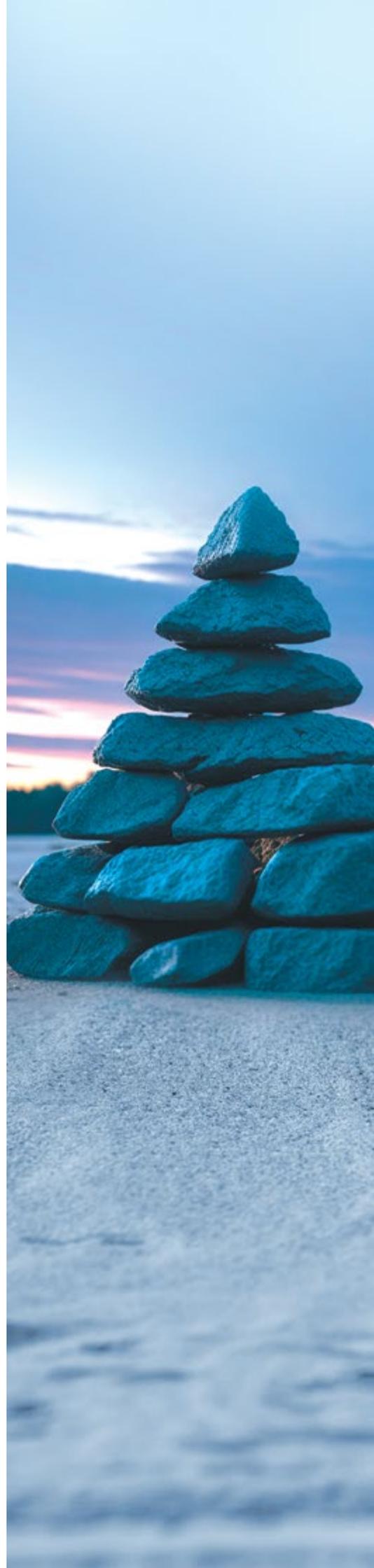
Риском со стороны внешнего сектора является более глубокая рецессия в крупнейших мировых экономиках. Реализация этого сценария будет иметь последствия, сходные с развитием событий, предполагающих ухудшение экономической ситуации в рисковом сценарии для России. Существует вероятность еще более глубокой рецессии в рисковом сценарии, связанной с более значительными потерями экспортной выручки из-за сокращения спроса на рынках третьих стран и снижения мировых цен. Однако глубина ее в условиях сокращения внешнеэкономических связей с третьими странами будет во многом определяться тем, насколько от реализации этого сценария пострадает экономика России.

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН



Источник: leonardo.ai

Prompt: A pyramid of seven light round stones stacked on top of each other.



РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

В базовом сценарии прогнозируем ускорение темпов роста ВВП Казахстана до 4,3% в 2023 г. и до 4,4% в 2024 г. Меры правительства по развитию предпринимательства и активизации инвестиций будут компенсировать отрицательные эффекты от прогнозируемого снижения цен на нефть. Инфляция по итогам 2023 г. замедлится до 7,9%, главным образом вследствие ослабления ценового давления со стороны мировых рынков. В 2024 г. ожидаем замедления прироста потребительских цен до 5,5%.

Текущая ситуация

Расширение экономической активности в начале 2023 г. ВВП в январе — марте 2023 г. увеличился на 4,9% г/г после 3,8% г/г кварталом ранее⁴. Такой динамике способствовало восстановление роста в промышленности (преимущественно горнодобывающей) и наращивание оборотов на предприятиях обрабатывающих производств (главным образом машиностроения). Дополнительный положительный импульс задан сектором услуг на фоне низких показателей годом ранее. Строительный сектор продолжил играть роль одного из ключевых драйверов расширения экономической активности (+15,7% по сравнению с январем — мартом 2022 г.). В сельском хозяйстве отмечена нормализация темпов роста после высокого урожая осенью 2022 г. (+3,5% г/г в I квартале 2023 г. после +13,0% г/г кварталом ранее). В январе — апреле 2023 г. экономика продолжила наращивать обороты: ВВП вырос на 5,0%.

Инфляция в апреле 2023 г. замедлилась до 16,8% г/г с 18,1% г/г месяцем ранее. Это отчасти связано со статистическими эффектами (в марте — апреле 2022 г. зафиксирован всплеск в динамике индекса потребительских цен). Наряду с этим ослабло давление со стороны внешнего сектора: индекс ФАО снижается уже тринадцатый месяц подряд, а падение стоимости морских перевозок свидетельствует о том, что функционирование глобальных цепочек поставок приходит в норму. Сдерживающее влияние также оказало повышение базовой ставки, активная фаза которого пришлась на конец предыдущего года. По нашим оценкам, пик роста потребительских цен пройден, однако проинфляционные факторы сохраняются. Повышаются социальные выплаты и заработная плата работникам бюджетной сферы, растет кредитование населения. В секторе услуг потребительские цены все еще находятся в процессе подстройки к новым условиям. Высокая неопределенность во внешнеэкономической среде сохраняет инфляционные ожидания на повышенном уровне. Тем не менее мы полагаем, что в оставшейся части года инфляция будет двигаться по нисходящей траектории.

Внешнеторговый оборот вырос на 13,4% г/г по итогам января — марта 2023 г. Рост показателя обеспечен увеличением импорта на 43,8% г/г, при том что стоимостной объем экспорта снизился на 2,1% г/г. Поставки нефтепродуктов и металлов за рубеж снизились в стоимостном выражении на 8,0% г/г и 25,5% г/г соответственно. Выпадение доходов по данным статьям экспорта было компенсировано возросшими стоимостными объемами поставок машин и оборудования и продукции химической и пищевой промышленности. Увеличение импорта, главным образом, обусловлено ростом ввоза машин и оборудования на фоне высокой инвестиционной активности в Казахстане. Положительное сальдо торгового баланса в январе — марте 2023 г. составило 4,8 млрд долл., что на 4,6 млрд долл. меньше аналогичного показателя годом ранее.

⁴ Оценка показателей ВВП за IV квартал 2022 г. произведена аналитиками ЕАБР на основе данных БНС АСПР РК.

Базовая ставка с начала года оставалась без изменений на уровне 16,75%. Несмотря на замедление инфляции, регулятор полагает, что внешнеэкономический фон продолжит сдерживать наметившееся замедление инфляции. Ежемесячные темпы роста потребительских цен все еще повышенные: по итогам апреля они составили 0,9% м/м, в то время как среднемесячное значение в 2019–2021 гг. было на уровне 0,6% м/м. В этих условиях полагаем, что сохранение базовой ставки на уровне 16,75% в первом полугодии 2023 г. может способствовать закреплению нисходящей траектории инфляции и ее приближению к целевому ориентиру в среднесрочном периоде.

Дефицит государственного бюджета в январе — марте 2023 г. составил 0,4 трлн тенге. Годом ранее сложился профицит на уровне 0,2 трлн тенге. Темпы роста расходов (29,7% г/г) опережали динамику доходной части бюджета (16,6% г/г). В текущем году рост налоговых поступлений замедлился в условиях более низких мировых цен на нефть и снижения стоимостного объема экспорта топливно-энергетических материалов и металлов. Наряду с этим объем трансферта из Национального фонда сократился на 5,2% г/г. Рост расходов государственного бюджета во многом связан с повышением заработной платы работников бюджетной сферы, увеличением социальных выплат и объемов обслуживания государственного долга.

Международное агентство S&P подтвердило суверенный рейтинг Казахстана на уровне «BBB-/A-3», улучшив прогноз с «негативного» на «стабильный». По мнению аналитиков рейтингового агентства, наличие ликвидных внешних активов поддерживает фискальную устойчивость страны и их достаточно для смягчения эффектов от возможных временных перебоев в работе Каспийского трубопроводного консорциума.

Прогноз

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

Показатель	2021	2022	2023П	2024П	2025П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	4,3	3,3	4,3	4,4	4,4
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	8,4	20,3	7,9	5,5	4,1
Ставка TONIA (% годовых в среднем за год)	8,9	13,8	15,9	12,0	9,5
Курс казахстанского тенге к доллару США (в среднем за год)	425,9	460,2	450,5	465,3	472,3

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

Прогноз роста ВВП РК улучшен до 4,3% в 2023 г. По сравнению с предыдущим прогнозом оценка повышена на 0,1 п.п., что обусловлено реализацией дополнительных мер правительства, направленных на смягчение внешних отрицательных шоков (таблица 5). В частности, поддержку внутреннему потребительскому спросу в условиях повышенной инфляции окажет увеличение социальных выплат и заработной платы работникам бюджетной сферы. В части укрепления инвестиционного спроса импульс будет задан структурными преобразованиями и программами льготного финансирования, что усилит потенциал роста в обрабатывающих отраслях, агропромышленном

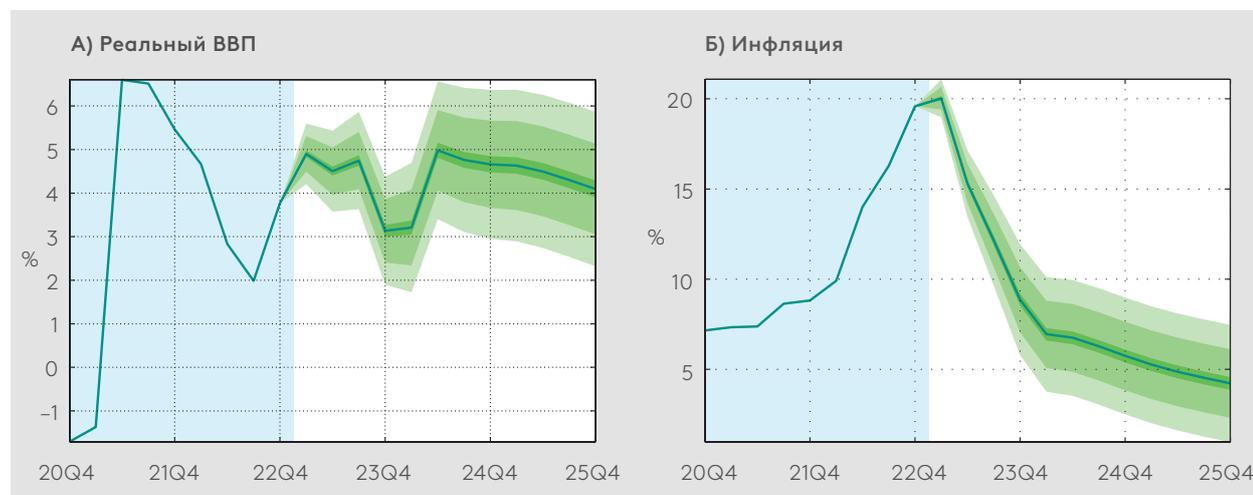
комплексе. Так, власти планируют увеличить объем финансирования среднего и малого бизнеса до 224 млрд тенге (0,2% ВВП), субсидировать 20 тыс. проектов, предоставить государственные гарантии для более чем 18 тыс. проектов. Меры правительства также будут направлены на привлечение инвестиций в объеме 18,3 трлн тенге (17,6% ВВП) и реализацию общенационального пула из 873 инвестиционных проектов. В агропромышленном комплексе будет реализовано порядка 300 проектов, объем финансирования которых составит 536 млрд тенге (0,5% ВВП). Дополнительный импульс экономика получит от релокации зарубежных предприятий в Казахстан. Ключевым фактором усиления роста экономики станет запуск новых мощностей на нефтяном месторождении Тенгиз. Предполагается, что функционирование Каспийского трубопроводного консорциума будет осуществляться в режиме, не несущем рисков для экономики Казахстана на среднесрочном прогнозном периоде.

Рост ВВП Казахстана в 2024–2025 гг. прогнозируется на уровне 4,4%. Полное введение в эксплуатацию модернизированных мощностей Тенгиза ожидается в 2024 г. и станет основой экономического роста. Ослабление мер денежно-кредитного регулирования также придаст импульс кредитованию и повышению экономической активности. Экспорт увеличится по мере выхода мировой экономики из рецессии (рисунок 9.А).

По оценке аналитиков ЕАБР, инфляция замедлится до 7,9% на конец 2023 г. Прогноз остался без существенных изменений. Мы полагаем, что эффект от запланированного на лето повышения тарифов на жилищно-коммунальные услуги будет нивелирован действием внешних факторов. Нисходящей динамике будет способствовать снижение мировых цен на товарно-сырьевых рынках. Дополнительное понижающее давление окажут укрепление курса тенге к доллару, удержание базовой ставки на уровне 16,75% с конца 2022 г. и меры правительства, направленные на сдерживание инфляции. В IV квартале 2023 г. нисходящая динамика инфляции может усилиться по мере выхода из расчета всплеска роста потребительских цен осенью 2022 г. в результате миграционного шока.

Замедление инфляции до 4,1% на конец 2025 г. Этому будут способствовать как затухание шоков, связанных со сбоями в цепях поставок вкуче с нормализацией работы товарно-логистических маршрутов, так и стабилизация инфляционных ожиданий. Меры денежно-кредитной политики будут направлены на приведение инфляции к среднесрочному ориентиру 3–4% (рисунок 9.Б).

↓ Рисунок 9. Прогноз экономической активности и инфляции в Республике Казахстан



Примечание: сезонно скорректированные данные.

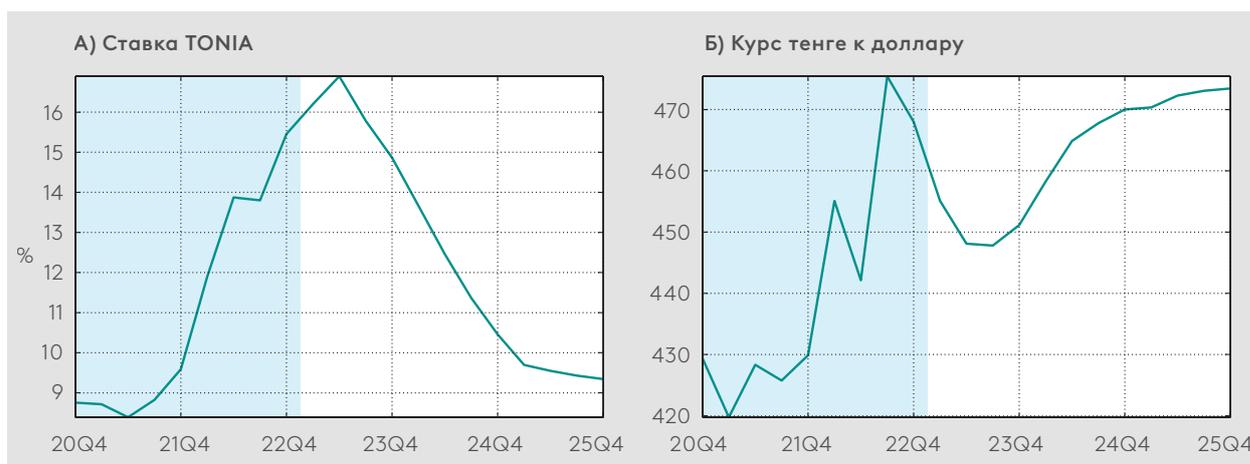
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс казахстанского тенге

Постепенное снижение базовой ставки НБ РК начиная со второго полугодия 2023 г. Актуальность снижения проинфляционных рисков сохраняется в повестке денежно-кредитного регулятора. Повышение тарифов может повлиять на инфляционные ожидания и обусловить более медленное снижение базовой ставки НБ РК, чем [прогнозировалось ранее](#). Инфляционные риски со стороны внешнего сектора сохраняют актуальность. По оценке ЕАБР, до конца 2023 г. базовая ставка имеет потенциал снижения до 15%. В случае ослабления инфляционного давления со стороны внешнего сектора возможно ее снижение до 11–12% на конец 2024 г. В среднесрочной перспективе денежно-кредитная политика будет нацелена на приведение инфляции в целевой диапазон 3–4%. Ставки на депозиты могут сохраняться на текущем уровне в течение 2023 г. Стоимость кредитных ресурсов отчасти будет формироваться под действием льготных программ финансирования, реализуемых органами власти ([рисунок 10.А](#)).

Умеренное ослабление тенге в среднесрочном периоде. Курс национальной валюты Казахстана укрепился с начала 2023 г. Высокая базовая ставка увеличила привлекательность казахстанских финансовых активов. Аналитики ЕАБР полагают, что во II и III кварталах 2023 г. данная тенденция сохранится. По мере снижения базовой ставки можно ожидать разворота в динамике курса тенге. Курс тенге в среднем в 2024 г. прогнозируется на уровне 465,3 ([рисунок 10.Б](#)).

↓ **Рисунок 10. Курс казахстанского тенге и ставка TONIA**



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Более длительная и глубокая рецессия в ключевых торговых партнерах Казахстана. Факторы финансовой нестабильности в еврозоне и США создают напряжение в отношении перспектив глобального роста. В региональном аспекте повысилась вероятность введения ограничений по отношению к компаниям, связанным с реэкспортом товаров в РФ. Другим риском, ограничивающим экономическую активность, может стать длительная приостановка работы Каспийского трубопроводного консорциума. Все это как по отдельности, так и в совокупности может замедлить темпы экономического роста Казахстана в течение прогнозного периода в рисковом сценарии.

Проинфляционные риски РК сохраняют свою актуальность. Фрагментация мировой экономики подкрепила и растянула во времени риски ускорения роста издержек производителей и, как следствие, повышения потребительских цен. Ситуация осложнена тем, что ключевые центральные банки в ожидании рецессии ограничены в возможностях агрессивного реагирования на нарастающее инфляционное давление. В этих условиях внутренние потребительские цены Казахстана могут расти быстрее базового сценария.

КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА



Источник: [midjourney.com](https://www.midjourney.com)

Промпт: Central Asian ornament carved in stone, against the background of the horizon with the rising sun and blue sky.



КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

В базовом сценарии прогнозируем рост ВВП Кыргызской Республики вблизи 4% в 2023–2024 гг. на фоне исчерпания эффектов миграционного шока. Инфляция по итогам 2023 г. замедлится до 7,1%, главным образом вследствие ослабления внешнего инфляционного давления, что отчасти компенсирует повышение тарифов. В 2025 г. темпы прироста потребительских цен могут находиться около 6%. Риски для экономики смещены в сторону ухудшения оценок.

Текущая ситуация

Замедление темпов экономического роста. ВВП Кыргызской Республики увеличился на 4,6% г/г по итогам I квартала 2023 г. — после 13,1% г/г в IV квартале 2022 г.⁵ Возврату к равновесным уровням роста экономики способствовало исчерпание эффектов миграционного шока. Так, вклад сектора услуг в динамику ВВП снизился до 2,0 п.п. в I квартале 2023 г. — кварталом ранее было около 12 п.п. Внешний спрос ослаб в оптовой и розничной торговле, секторе транспорта, гостиничном и ресторанном бизнесе, операциях с недвижимостью. Поддержку экономике в I квартале 2023 г. оказал промышленный сектор, где рост был сосредоточен в добыче металлических руд (27,5% г/г) и выпуске основных металлов, преимущественно золота (13,6% г/г). Дополнительный импульс придал сельскохозяйственный сектор, выпуск которого вырос на 1,9% г/г в I квартале 2023 г. после спада на 5,6% г/г кварталом ранее. Инвестиционная активность увеличилась на 3,5% г/г — во многом за счет реализации программ государственного инвестирования в секторах энергетики, транспорта и водоснабжения, финансируемых по большей части международными институтами развития. В январе — апреле 2023 г. замедление экономической активности продолжилось: ВВП вырос на 4,4% г/г.

С начала 2023 г. инфляция замедлилась и в апреле составила 10,7% г/г после 12,7% г/г в марте и 16,2% г/г в феврале. Динамика индекса потребительских цен во многом определялась выходом из расчетов всплеска инфляции в марте — апреле предыдущего года. Дополнительное понижательное влияние оказали снижение мировых цен на продовольствие и постепенная нормализация работы глобальных цепей поставок. Проинфляционные факторы с начала года в основном связаны с повышением акцизов и динамикой валютного курса (к середине апреля сом ослаб к доллару на 2,0% по сравнению с началом года). Также подстройка цен в секторе услуг (цены в неторгуемом секторе повышаются до нового уровня цен в торгуемом секторе) пока еще не завершена.

Увеличение внешнеторгового оборота на 25,4% г/г в январе — марте 2023 г. Повышению показателя способствовал рост стоимостного объема импорта на 27,4% г/г и экспорта на 15,6% г/г. Нарращивание экспортных доходов преимущественно связано с увеличением физических и стоимостных объемов поставок руды и концентратов драгоценных металлов в Казахстан, а также машин в Россию. Активизация импортной деятельности отчасти обусловлена снятием эпидемиологических ограничений в Китае (+35,8% рост импортных поставок по сравнению с январем — мартом 2022 г.). Вырос ввоз машин и оборудования, а также трикотажного полотна. Дефицит торгового баланса увеличился на 0,4 млрд долл. и составил 1,9 млрд долл. по итогам трех месяцев 2023 г. Чистый приток трансфертов⁶ по системам денежных переводов сократился на 88,9 млн долл. и составил 318,3 млн долл. в январе — марте 2023 г. Этому способствовал рост

⁵ ВВП за IV квартал 2022 г. здесь и далее — оценки аналитиков ЕАБР.

⁶ Чистый приток = валовой приток – валовой отток.

на 35,0% г/г объема переводов за рубеж, преимущественно в Турцию (в 24 раза). Валовой приток трансфертов за этот же период снизился на 9,7% г/г, главным образом из России (минус 14,8% г/г).

НБ КР удерживал учетную ставку на уровне 13,0% с начала 2023 г. Замедление годовой инфляции в марте — апреле отчасти связано со статистическими эффектами (выход из расчета высоких показателей аналогичных месяцев предыдущего года). Среди фундаментальных факторов — наметилось ослабление давления со стороны внешнего сектора. С другой стороны, проинфляционные риски сохранили актуальность: планируемое повышение тарифов на электроэнергию, ослабление курса сома, рост потребительского кредитования (+53,6% по сравнению с I кварталом 2022 г.). Сохранение учетной ставки на уровне 13% несмотря на замедление инфляции поможет стабилизировать инфляционные ожидания и снизить вероятность реализации проинфляционных рисков. Ставки по принятым депозитам в национальной валюте в марте 2023 г. составили 1,13%, что на 0,05 п.п. меньше, чем в декабре 2022 г. Стоимость кредитования за указанный период повысилась на 1,1 п.п. и в марте 2023 г. составила 18,92%.

Профицит государственного бюджета в январе — марте 2023 г. составил 0,1% ВВП (4,6% ВВП годом ранее). Темпы роста доходов замедлились до 24,9% г/г с 54,8% г/г в январе — марте 2022 г., а расходов — повысились до 50,1% г/г против 14,2% г/г годом ранее. В формировании доходной части бюджета ключевую роль сыграло увеличение сборов налога на добавленную стоимость на фоне роста импорта товаров, а также рост неналоговых поступлений. Операционные расходы в январе — марте 2023 г. повысились по всем ключевым статьям, при этом наиболее значимое влияние оказало увеличение расходов в сфере образования и государственной службы общего назначения из-за повышения заработной платы.

Прогноз

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

Показатель	2021	2022	2023П	2024П	2025П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	6,2	7,0	4,2	4,1	3,6
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	11,2	14,7	7,1	6,3	6,3
Ставка РЕПО — 7 дней (% годовых в среднем за год)	5,6	12,1	10,1	9,4	9,5
Курс кыргызского сома к доллару США (в среднем за год)	84,6	84,1	87,1	88,8	91,8

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

Рост ВВП в 2023 г. прогнозируется на уровне 4,2%. По сравнению с предыдущим прогнозом показатель повышен на 0,7 п.п. Оценка улучшена из-за сильных результатов по итогам 2022 г., в конце которого наблюдался всплеск роста спроса со стороны нерезидентов. После исчерпания стимулирующего эффекта миграционного шока рост ВВП Кыргызской Республики стабилизируется на уровне около 4% в среднесрочной перспективе. Поддержку может оказать снятие ограничений в Китае, что увеличит

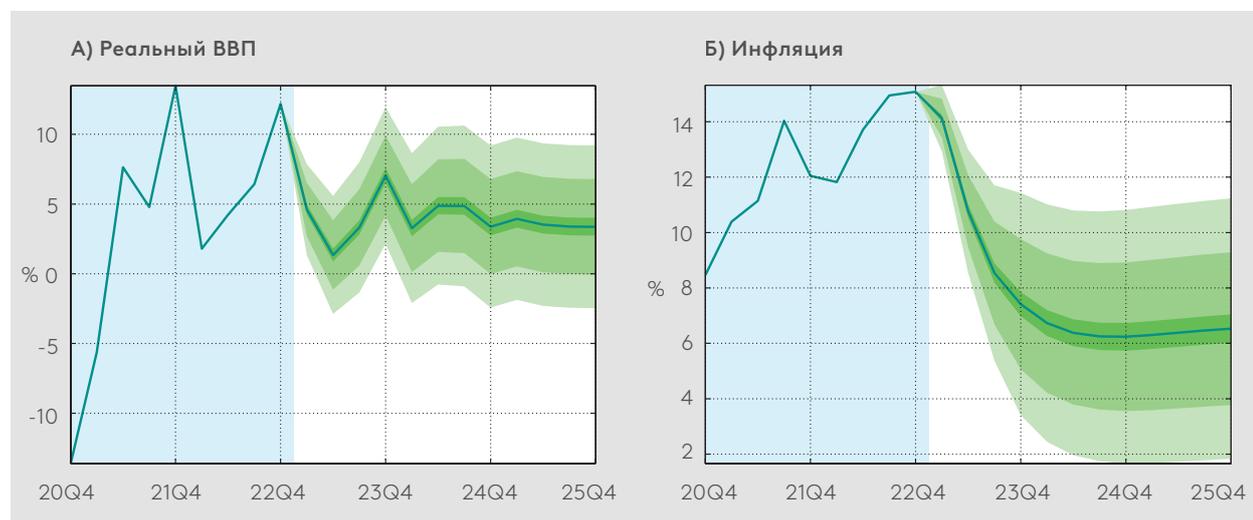
внешнеэкономическую активность республики. В частности, ожидается повышение экспорта товаров в страны ЕАЭС. Аналитики ЕАБР полагают, что деловая активность в секторе услуг повысится из-за роста спроса со стороны нерезидентов, особенно в период туристического сезона (II–III кварталы). Повышение заработной платы работникам бюджетной сферы укрепит внутренний потребительский спрос. Инвестиции останутся сдержанными. Аналитики ЕАБР прогнозируют рост выпуска золота на 3,3% в 2023 г., что может добавить 0,2–0,4 п.п. роста ВВП. При этом предпосылки по прогнозу золота сопряжены с высокой степенью неопределенности (таблица 6).

В среднесрочной перспективе темпы экономического роста составят 3,6%. Экономика вернется к равновесной траектории роста в 2025 г. Объемы производства золота стабилизируются и будут оказывать нейтральное влияние на динамику ВВП. Выход мировой экономики из рецессии будет стимулировать экспорт (рисунок 11.А).

Инфляция замедлится до 7,1% г/г на конец 2023 г. Более сдержанная по сравнению с предыдущим прогнозом динамика замедления роста индекса потребительских цен связана с планами правительства повысить тарифы на электроэнергию во II квартале 2023 г. С другой стороны, снижение цен на мировых рынках продовольствия и нефти, а также решение проблем в глобальных цепях поставок будут оказывать понижающее давление на внутренние цены КР во втором полугодии 2023 г.

Стабилизация инфляции в пределах целевого ориентира 5–7% в 2024–2025 гг. В среднесрочном периоде ЕАБР прогнозирует замедление темпов роста потребительских цен до 6%. Ситуация на мировых рынках продовольствия окажет близкое к нейтральному влияние на динамику внутренних цен. Давление со стороны рынка нефти также ослабнет в среднесрочной перспективе. Однако инфляционные ожидания останутся повышенными вследствие высокой неопределенности во внешнеэкономической среде, что будет сдерживать снижение инфляции (рисунок 11.Б).

↓ Рисунок 11. Экономическая активность и инфляция в Кыргызской Республике



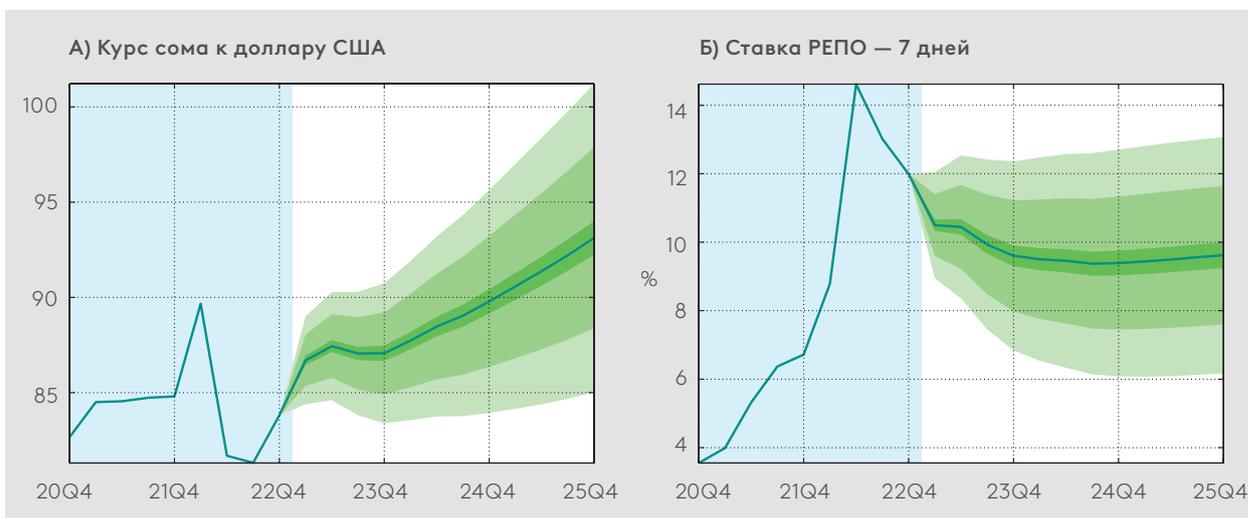
Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Снижение учетной ставки в 2023 г. Учетная ставка, по базовому сценарию прогноза ЕАБР, начнет снижаться со второго полугодия и к концу года составит 11–12%. Инфляционные ожидания закрепились на повышенном уровне, что может препятствовать нисходящей динамике инфляции. Это, в свою очередь, может потребовать удержания учетной ставки на уровне выше 9% более продолжительное время (рисунок 12.Б).

Ослабление сома в среднесрочном периоде. В базовом сценарии аналитики ЕАБР прогнозируют курс сома на уровне 87–89 в 2023 г. Этому отчасти будет способствовать валютная политика НБ КР, направленная на сглаживание резких колебаний в динамике курса сома. В долгосрочном периоде более высокая инфляция в Кыргызской Республике по сравнению со странами — торговыми партнерами обусловит обесценение сома примерно на 2% в год (рисунок 12.А).

↓ Рисунок 12. Курс кыргызского сома и ставка РЕПО



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Риски экономического роста сдвинуты в сторону его снижения. Перестройка торгово-логистических связей в мире и повышение рисков финансовой дестабилизации в США и еврозоне несут в себе угрозы более затяжной рецессии в глобальной экономике. Страны Запада усилили контроль над внешнеторговыми операциями России и решительно настроены применять санкции в отношении стран, участвующих в реэкспортных поставках в РФ. Производство золота на руднике Кумтор также сопряжено с высокой степенью неопределенности. При реализации этих рисков рост экономики КР будет ограничен из-за более глубокого снижения экспорта и ослабления внутреннего спроса.

Риски ускорения инфляции преобладают. Траектория замедления роста индекса потребительских цен может застопориться в случае развития рисков, связанных с фрагментацией мировой экономики или неспособностью ключевых центральных банков мира взять инфляцию в США или еврозоне под контроль. В этом случае издержки производителей товаров и услуг останутся под давлением и будут влиять на повышение внутренних потребительских цен в КР.

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ



Источник: [midjourney.com](https://www.midjourney.com)

Промпт: Six round sea stones on top of each other against the background of the horizon with the rising sun and blue sky, land with small stones.



РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Российская экономика продолжит адаптироваться к изменившимся условиям функционирования в 2023–2025 гг. В базовом сценарии прогнозируем восстановительный рост ВВП на 1% в 2023 г. и на 1,3% в 2024–2025 гг. Инфляция замедлится с 11,9% в 2022 г. до 6,1% по итогам 2023 г. и приблизится к целевому параметру Банка России 4% в 2025 г. Банк России будет поддерживать ключевую ставку в диапазоне 7,0–7,5% в 2023–2024 гг. в условиях превалирования проинфляционных рисков. Снижение ставки до 6–6,5% прогнозируется в 2025 г. при условии замедления инфляции.

Текущая ситуация

Российская экономика сократилась на 1,9% г/г по итогам I квартала 2023 г. — после снижения на 2,7% г/г в IV квартале и на 3,5% г/г в III квартале 2022 г. Годовые темпы снижения ВВП замедлились во многом за счет сокращения спада в промышленности до 0,9% г/г — этот показатель равнялся 3,0% г/г в IV квартале 2022 г. Грузооборот транспорта сократился в I квартале 2023 г. на 2,1% г/г с 5,6% г/г в предыдущем квартале. Отмечается сокращение спада и в торговле: в I квартале 2023 г. розничная торговля сократилась на 5,1% г/г, оптовая — на 8% г/г, в IV квартале 2022 г. падение было на 9,6% г/г и 20,9% г/г соответственно. Восстановительная динамика поддерживается положительными темпами роста в строительстве (8,8% г/г), общественном питании (10,7% г/г), предоставлении платных услуг населению (3,9% г/г).

Постепенная адаптация экономики России к введенным ограничениям со стороны стран Запада подтверждается квартальной динамикой ВВП. С устранением сезонности ВВП увеличился на 0,4% в I квартале 2023 г. к уровню IV квартала 2022 г. после роста на 2,4% и 1,5% кв/кв в III–IV кварталах 2022 г. Сохранение положительной квартальной динамики приведет к росту показателя в годовом выражении во II квартале 2023 г. примерно на 3,7% г/г.

Профицит текущего счета платежного баланса России сократился до 18,8 млрд долл. в I квартале 2023 г. (69,8 млрд долл. в аналогичном периоде предыдущего года), достигнув минимального с 2016 г. сезонного значения. Существенное негативное влияние на динамику профицита оказало сокращение стоимостного объема экспорта на 35% г/г на фоне падения цен на энергоносители и введения ограничений (эмбарго ЕС и ценовых потолков) на поставки российской нефти и нефтепродуктов за рубеж. Кроме того, импорт вернулся к объемам годичной давности благодаря идущей перенастройке производственно-логистических цепочек и восстановлению внутреннего спроса. Профицит текущего счета может увеличиться в дальнейшем при отсутствии дополнительных шоков и развитии процессов импортозамещения, а также при условии сохраняющейся тенденции сокращения дисконта российской нефти к мировым сортам.

Российский рубль ослаб к иностранным валютам в I квартале 2023 г. На конец марта 2023 г. российский рубль подешевел к доллару США на 8,8%, а к евро — на 9,7%. Ослабление рубля во многом стало следствием снижения профицита платежного баланса. Реальный эффективный курс российского рубля к иностранным валютам (параметр, отражающий соотношение цен между товарами и услугами, произведенными в России и в странах — торговых партнерах) в марте 2023 г. по сравнению с декабрем 2022 г. ослаб на 14,7%. Ослабление реального курса способствовало выходу рубля из области переоцененности. В результате ценовая конкурентоспособность российских производителей повысилась в сравнении со второй половиной прошлого года.

Потребительская инфляция в апреле 2023 г. замедлилась и составила 2,6% г/г по сравнению с 3,5% г/г в марте и 11% г/г в феврале. Торможение роста потребительских цен во многом стало следствием снижения инфляционных ожиданий, налаживания цепочек поставок товаров, сохранения дезинфляционного влияния высокого урожая 2022 г. и курсового фактора. Сезонно-сглаженные месячные показатели инфляции вернулись к уровням, формирующим годовую инфляцию близкой к целевому параметру регулятора (около 4%).

Условия банковского кредитования в I квартале 2023 г. не претерпели значительных изменений. После снижения ключевой ставки в сентябре 2022 г. до 7,5% ЦБ сохраняет ее неизменной на протяжении семи месяцев. Средние ставки по долгосрочным кредитам для юридических лиц стабилизировались на уровне 9–10%. Снижение волатильности на финансовых рынках положительно сказалось на динамике кредитования экономики: со второй половины 2022 г. сохраняется устойчивый рост выданных кредитов.

Федеральный бюджет за январь — апрель 2023 г. исполнен с дефицитом в размере 3,4 трлн рублей по сравнению с профицитом на уровне 1,16 трлн рублей в январе — апреле 2022 г. Расширение дефицита бюджета произошло вследствие снижения доходов на 22,4% г/г при одновременном увеличении расходов на 26,3% г/г. Сокращение доходов обусловлено падением на 52,3% г/г нефтегазовых доходов из-за введения ограничений (эмбарго и ценовых потолков) на поставки российской нефти и нефтепродуктов за рубеж. Рост расходов объясняется ускоренным финансированием в начале 2023 г. отдельных контрактруемых расходов.

Прогноз

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

Показатель	2021	2022	2023П	2024П	2025П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	5,6	-2,1	1,0	1,3	1,3
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	8,4	11,9	6,1	4,9	4,0
Ключевая ставка (% годовых в среднем за год)	5,8	10,5	7,5	7,1	6,4
Курс российского рубля к доллару (в среднем за год)	73,6	68,4	77,4	79,5	80,6

Источники: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

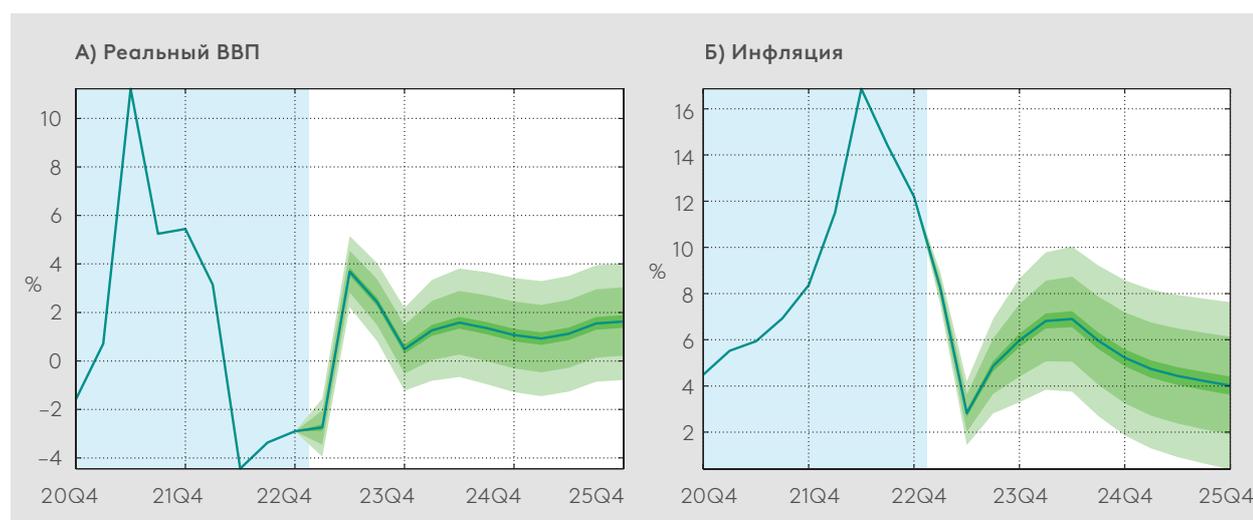
В 2023 г. прогнозируется рост экономики России на 1%. Базовый сценарий предполагает поступательную адаптацию российской экономики к введенным ограничениям. С учетом меньшего, чем оценивалось в рамках [ноябрьского прогноза ЕАБР](#), влияния санкций на рост ВВП в 2022 г. мы ожидаем более быстрого восстановления ВВП. Этому будет способствовать перестройка логистики внешней торговли и постепенное восстановление ненефтегазового экспорта. В прогноз заложено сокращение добычи и переработки нефти в пределах 5% в текущем году, которое подразумевает отрицательный вклад нефтегазового сектора в рост ВВП на уровне до 1 п.п. в 2023 г.

Согласно базовому прогнозу, ВВП страны повысится на 1,3% в 2024 и 2025 гг. Росту экономической активности будет способствовать сохранение производственно-логистических цепочек, а также системы внешнеторговых расчетов и других трансграничных финансовых услуг. Кроме того, благодаря росту доходов от экспорта в условиях сокращения дисконтов на российские нефть и нефтепродукты, а также вследствие роста физических объемов экспорта увеличится внутренний спрос — как потребительский, так и инвестиционный. Вместе с тем на росте экономики продолжают отрицательно сказываться санкции, ограничивающие импорт технологий и доступ на внешние рынки для российских производителей. Их сохранение ожидается на протяжении всего прогнозного периода.

В 2023 г. в базовом прогнозе закладывается расширение дефицита бюджета до 3,5% ВВП — после 2,3% ВВП в 2022 г. Несмотря на существенное увеличение дефицита бюджета в первые месяцы 2023 г., дальнейшая динамика предполагает более сдержанное расширение расходов и дефицита бюджета в последующие месяцы. Предположения базового сценария включают поэтапное сокращение дефицита бюджета федерального правительства в 2024–2025 гг. по сравнению с 2023 г. По итогам 2025 г. дефицит уменьшится до 1,0% ВВП. Доходы государства в 2024–2025 гг. возрастут благодаря частичному восстановлению экспорта и росту экономики в целом. При этом в условиях отсутствия дополнительных дестабилизирующих экономику событий темпы повышения расходов могут стать более сдержанными, чем в 2023 г.

Инфляция в 2023 г. составит 6,1% г/г. После временного замедления до уровня ниже 3% г/г во II квартале 2023 г. рост цен ускорится на фоне восстановления потребительской активности, роста заработных плат, эффектов от снижения стоимости рубля и роста расходов бюджета. Инфляция **достигнет пика на уровне 6–7% г/г в первой половине 2024 г. (рисунок 13.Б).** В этот период на росте цен все еще будут сказываться налогово-бюджетное стимулирование 2023 г. и рост зарплат из-за перегретого рынка труда. В то же время снижение транспортных и логистических издержек в условиях адаптации механизма внешней торговли к условиям санкций продолжит сдерживать инфляцию. С середины 2024 г. действие этого фактора, сокращение бюджетного дефицита и стабилизация инфляционных ожиданий обеспечат постепенное уменьшение инфляции. В 2025 г. она выйдет на целевой уровень — 4%.

↓ Рисунок 13. Прогноз экономической активности и инфляции в России



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

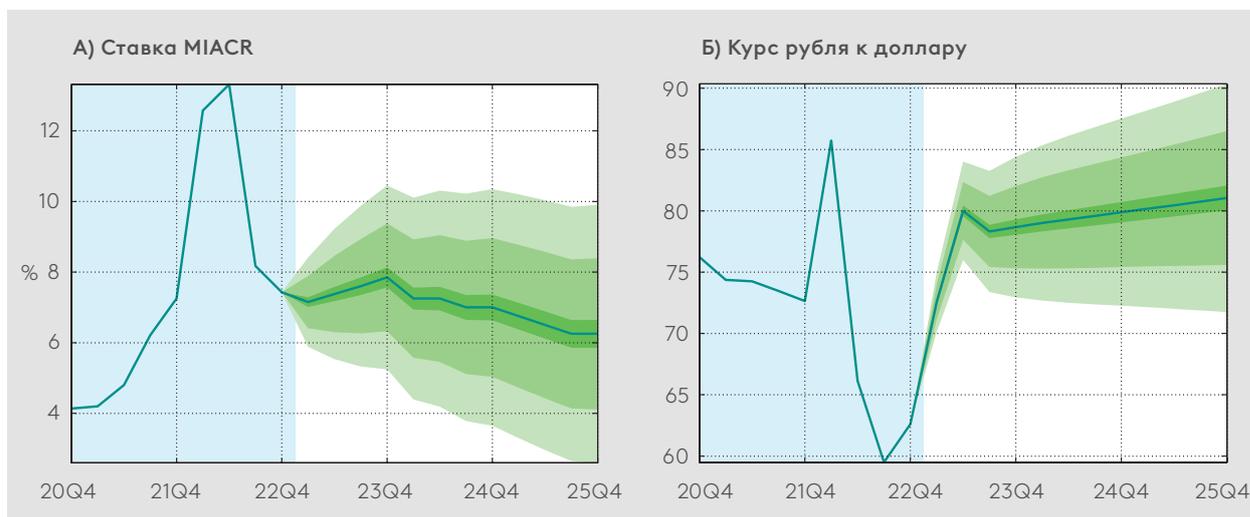
Денежно-кредитная политика и курс российского рубля

Мы ожидаем, что ЦБ сохранит нейтральную денежно-кредитную политику в 2023 г. В базовом сценарии мы исходим из неизменности ключевой ставки в этом году, соответственно, сохранятся ставки и по долгосрочным кредитам. При этом нельзя исключать и повышение ключевой ставки в текущем году в случае ускоренного роста цен на фоне расширения дефицита бюджета.

Центральный банк сможет вновь начать снижать ключевую ставку в 2024 г. В рамках базового прогноза влияние проинфляционных факторов в 2024 г. ослабнет и инфляционные ожидания на этом фоне стабилизируются, и тогда поддержание нейтральных денежно-кредитных условий потребует более низкой ставки, чем текущая. Во второй половине 2024 г. и в 2025 г. Центральный банк продолжит поэтапное снижение ключевой ставки, и к концу прогнозного периода она будет находиться около 6–6,5% (рисунок 14.А). Политика ЦБ РФ останется компромиссной, позволяя минимизировать вероятность нового всплеска инфляции и создавать благоприятные условия для процесса трансформации экономики.

Среднегодовой курс рубля к доллару в 2023 г. составит 77,4 рубля за доллар США, а на конец текущего года — около 79. Ослабление рубля в конце 2022 г. и начале 2023 г. устранило его переоцененность, сформировавшуюся в 2022 г. В условиях крайне ограниченного влияния финансовых потоков на динамику курса его значение во многом будет определяться состоянием текущего счета платежного баланса. При прогнозируемом нами сокращении дисконтов на российскую нефть и нефтепродукты на международных рынках и восстановлении ненефтяного экспорта торговый профицит российской экономики может стабилизироваться вблизи среднего уровня 2016–2021 гг. (8,8% ВВП). Таким образом, базовый прогноз не предполагает существенного ослабления российской валюты в этот период (рисунок 14.Б). По нашим оценкам, **в 2024 г. курс рубля к доллару США составит 79,5 рубля, в 2025 г. — 80,6 рубля.**

↓ Рисунок 14. Прогноз процентной ставки и курса российского рубля



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Основные риски, с которыми российская экономика может столкнуться в 2023–2025 гг., являются внешними по происхождению. Они могут стать актуальными в рамках ряда сценариев развития экономической ситуации в мире, частично взаимоисключающих, но для российской экономики чреватых одинаково негативными последствиями. Стать

«спусковым крючком» реализации таких рисков могут следующие события: резкое сокращение поставок нефти на мировой рынок со стороны России и формирование дефицита предложения на мировом энергетическом рынке в результате увеличения дисконта Urals к Brent, вызванного политическими решениями США и стран ЕС; выход кризисных явлений в банковском секторе развитых стран из-под контроля правительств и центральных банков; избыточное повышение процентных ставок ведущими центральными банками — ФРС и ЕЦБ; незапланированное ужесточение налогово-бюджетной политики в развитых странах, связанное прежде всего с внутривнутриполитическими процессами в США.

Негативные события во внешнем секторе, перечисленные выше, будут иметь во многом схожее влияние на российскую экономику. Вне зависимости от того, как они повлияют на мировые цены на нефть, они приведут в рисковом сценарии к падению доходов России от экспорта (в результате либо увеличения дисконтов, либо падения мировых цен) и ухудшению состояния бюджета. Его дефицит не сможет снизиться в 2024–2025 гг., как предполагается в базовом сценарии. Процесс сокращения ФНБ в рисковом сценарии ускорится, а возможности правительства по поддержке экономики сузятся.

В этой ситуации в рисковом сценарии в 2024 г. последует новая волна торможения в экономике с последующим частичным восстановлением в 2025 г. Тогда в 2023 г. рост ВВП составит 0,6% с дальнейшим выходом на траекторию роста на уровне около 1% в 2025 г. Снижение нефтегазового экспорта обусловит новый цикл ослабления рубля — его курс в рисковом сценарии закрепится выше уровня 80 рублей за доллар. Ослабление рубля поддержит темпы инфляции, которая в рисковом сценарии составит 5,7% на конец 2024 г. и 4,2% в 2025 г. С целью сдерживания роста цен Центральный банк повысит ключевую ставку в 2023 г. до 8,0% годовых и сохранит ее на этом уровне в 2024 г. Снижение ставки по мере ослабления инфляционного давления в рисковом сценарии станет возможным только в 2025 г.

Кроме того, остается риск сохранения ускоренных расходов бюджета в 2023 г., как это было в январе — феврале 2023 г. Это может привести к расширению дефицита бюджета до уровня около 5% ВВП, что окажет влияние на внутренний спрос и может ускорить рост ВВП в 2023 г. на 0,5 п.п. по сравнению с базовым прогнозом. Одновременно это вызовет рост инфляционного давления, которое будет усилено последующим ослаблением курса российского рубля. Центробанк будет вынужден реагировать повышением процентных ставок, что негативно скажется на динамике экономического роста в 2024–2025 гг., прирост ВВП в этом случае будет ниже 1%.

РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН



Источник: [midjourney.com](https://www.midjourney.com)

Промпт: Central Asian ornament carved in stone, against the background of the horizon with the rising sun and blue sky, the land with stones.



РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН

В базовом сценарии ВВП Таджикистана увеличится на 7,9% в 2023 г. и на 5,8% в 2024 г. Быстрый рост экономики в текущем году обеспечивает сильная динамика внутреннего спроса. Инфляция прогнозируется на уровне 6,6% на конец 2023 г. под влиянием ослабления сомони и снижения ставки рефинансирования. В 2024 и 2025 гг. политика НБТ обеспечит рост потребительских цен в 2024 и 2025 гг. вблизи середины целевого интервала ($6\pm 2\%$).

Текущая ситуация

Рост экономики Таджикистана остается высоким — 8,2% г/г в I квартале 2023 г. Промышленность увеличила производство на 8,8% г/г по итогам января — марта 2023 г. Позитивная динамика определялась обрабатывающей промышленностью и энергетикой. В первом из этих секторов рост составил 14,4% г/г на фоне расширения выпуска в таких отраслях, как пищевая — на 32,0% г/г — и текстильная — на 16,3% г/г. Энергетика в I квартале выросла на 19,7% г/г, а сельское хозяйство — на 6,2% г/г. Рост инвестиций на 20,8% г/г и розничных продаж на 8,1% г/г указывает на сохранение сильной динамики внутреннего спроса. Мы ожидаем, что во II квартале текущего года ВВП повысится еще более значительно, чем в I квартале. Этому будет способствовать тот факт, что в аналогичном периоде 2022 г. экономическая активность в стране испытывала негативное влияние региональной нестабильности.

Дефицит баланса внешней торговли товарами продолжает расширяться. По итогам января — марта 2023 г. он составил 891 млн долл. (737 млн долл. за тот же период прошлого года). По сравнению с 2022 г. отмечается рост импорта и сокращение экспортных поставок. Импорт увеличился на 2,3% г/г, до 1235 млн долл., благодаря быстрому росту внутреннего спроса — влияние этого фактора перевесило эффект падения мировых цен на ввозимые из-за границы товары, такие как энергоносители и продовольствие. Экспорт составил 344 млн долл. — на 26,7% г/г меньше, чем в январе — марте 2022 г. Причиной его сокращения стало отсутствие поставок на внешние рынки золота в течение первых трех месяцев текущего года, а также падение экспорта текстиля (на 37,2% г/г) и недрагоценных металлов (на 10,3% г/г).

Национальная валюта снизилась в цене с 10,2 сомони за доллар на начало текущего года до 10,9 на середину мая 2023 г. Плавное и контролируемое Национальным банком Таджикистана ослабление соответствовало [нашим ожиданиям](#). В условиях снижения цен на экспортируемые страной товары и ослабления российского рубля умеренное снижение стоимости сомони способствует сохранению устойчивости платежного баланса страны и ограничивает негативное влияние внешних шоков на экономику.

Инфляция снизилась с 4,2% г/г на конец 2022 г. до 3,4% г/г по итогам апреля 2023 г. Рост цен на товары и услуги для потребителей стал минимальным с сентября 2018 г. и находится ниже целевого интервала НБТ ($6\pm 2\%$). Этому способствовали: денежно-кредитная политика НБТ, сохранявшего ставку рефинансирования ощутимо выше инфляции с осени 2021 г., укрепление сомони к доллару на 9,7% по итогам 2022 г., прекращение роста цен на импортируемые Таджикистаном товары, особенно на энергоносители и продукцию сельского хозяйства, а также выход из расчета инфляции резкого повышения цен весной 2022 г. Между тем, мы считаем, что текущая инфляция может стать минимальной в этом году. Среднемесячный рост цен с января по апрель — на 0,6% м/м — согласуется с нашими ожиданиями повышения годовой инфляции до уровней вблизи 6% к концу 2023 г.

Национальный банк Таджикистана снизил ставку рефинансирования с 13,0% на начало года до 10,0% в начале мая 2023 г. Таким образом, регулятор постепенно смягчает денежно-кредитные условия. Можно ожидать, что это, наряду с ослаблением сомони с начала текущего года, приведет к постепенному возвращению инфляции в пределы целевого интервала НБТ ($6\pm 2\%$).

Государственный бюджет в начале 2023 г. продолжал формироваться с профицитом, составившим 0,9 млрд сомони по итогам января — февраля. Показатель снизился по сравнению с тем же периодом прошлого года (1,1 млрд сомони). Такой итог отразил повышение доходов с 4,5 до 6,0 млрд сомони, а расходов с 3,5 до 5,1 млрд сомони. Среди основных статей бюджета по сравнению с январем — февралем 2022 г. существенно выросло финансирование секторов транспорта и связи. Финансирование развития топливно-энергетического комплекса опережало бюджетный план. Ускорение реализации расходной части бюджета в течение 2023 г. может стать одним из факторов, поддерживающих высокие темпы роста экономики. При этом государственный бюджет на текущий год спланирован с небольшим дефицитом.

Прогноз

↓ Таблица 8. Основные макроэкономические показатели (базовый сценарий)

Показатель	2021	2022	2023П	2024П	2025П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	9,2	8,0	7,9	5,8	6,7
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	8,0	4,2	6,6	5,6	6,2
Ставка рефинансирования (% годовых в среднем за год)	12,2	13,3	10,3	10,0	9,3
Курс сомони к доллару США (в среднем за год)	11,3	11,0	10,8	11,0	11,3

Источники: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

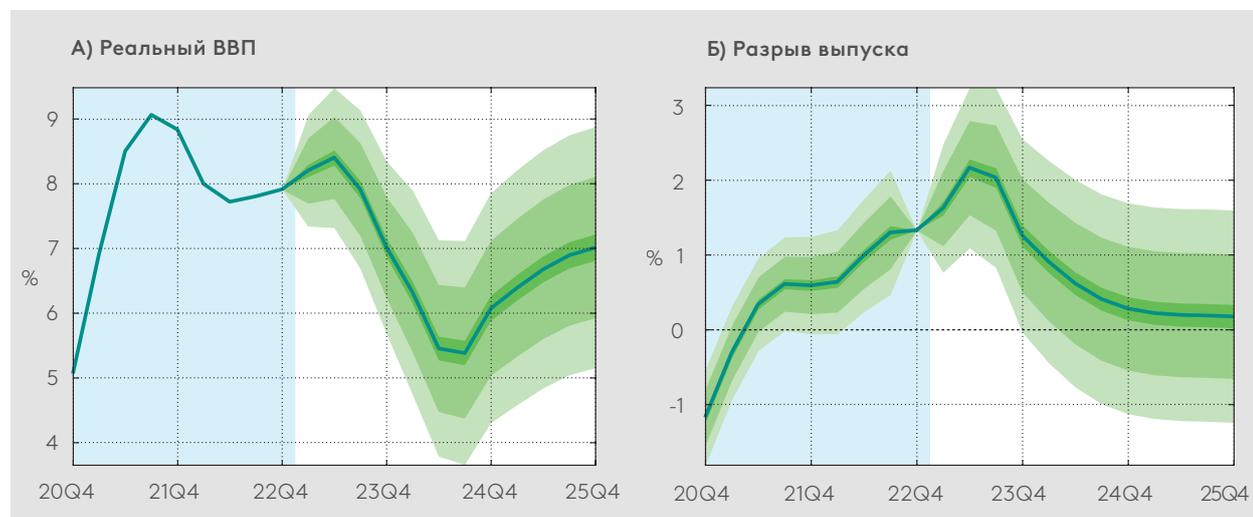
Экономическая активность и инфляция

Итоги I квартала 2023 г. дают основания ожидать роста ВВП страны в 2023 г. на уровне 7,9% — выше, чем прогнозировался в ноябре 2022 г. В IV квартале рост экономики составит около 7,0% г/г, став немного ниже текущего под влиянием уменьшения притока денежных переводов (в частности, в связи с ослаблением российского рубля) и статистического эффекта (сильной активности в III–IV кварталах 2022 г.).

Наш прогноз предполагает сохранение высоких темпов роста ВВП Таджикистана в 2024–2025 гг. — на уровне 6–7% (таблица 8). В этом отношении ожидания аналитиков ЕАБР не изменились с ноября прошлого года. Замедление будет объясняться тем, что период быстрого посткоронавирусного восстановления в мировой экономике окончательно останется позади. Поддержку росту экономики продолжают оказывать расширение мощностей в ведущих отраслях промышленности (металлургии, энергетике, текстильной и пищевой отраслях) и сопутствующая ему инвестиционная активность, в том числе в рамках реализации программ правительства по развитию экономики.

В 2025 г. рост ВВП составит 6,7%. Эти темпы примерно соответствуют потенциальным для Таджикистана (рисунок 15.Б). Они выше средних для региона благодаря поддержке структурных факторов: быстрого роста населения и догоняющего характера развития экономики.

↓ Рисунок 15. Прогноз экономической активности в Таджикистане

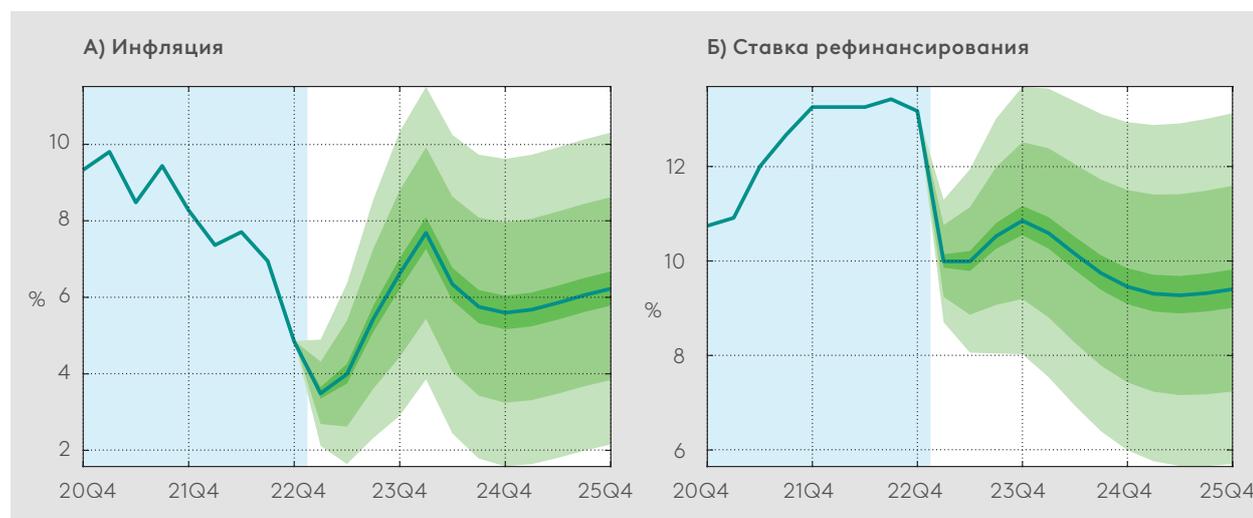


Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

К концу 2023 г. рост потребительских цен ускорится до 6,6% г/г. Динамика курса сомони и снижение ставки рефинансирования с конца 2022 г. по начало 2023 г. оказали влияние на месячные темпы инфляции в стране к текущему моменту — мы ожидаем, что в ближайшие месяцы они будут превышать прошлогодние и это обеспечит восстановление годовой инфляции до принятых НБТ целевых параметров.

В 2024–2025 гг. инфляция сложится на уровнях 5,5–6,5%, что является серединой целевого диапазона НБТ $6 \pm 2\%$ (рисунок 16.А). Это станет результатом последовательной политики Национального банка по контролю над ростом потребительских цен в стране. Стабилизация мировых цен на сырье создаст благоприятный фон для решения Национальным банком данной задачи.

↓ Рисунок 16. Прогноз инфляции и ставки рефинансирования



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс национальной валюты

Мы ожидаем, что к концу 2023 г. курс таджикской валюты останется вблизи текущего уровня 10,9 сомони за доллар. Ослабление сомони, имевшее место в первые месяцы 2023 г., должно было оказать укрепляющее влияние на платежный баланс страны. По нашей оценке, достигнутое в этих условиях валютным рынком равновесие сохранится в течение оставшейся части года. **В 2024–2025 гг. плавное ослабление национальной валюты возобновится.** Главным фактором, определяющим темпы этого процесса, станет разница в темпах инфляции между Таджикистаном и его торговыми партнерами.

Стабилизация темпов инфляции в стране создает предпосылки для возобновления движения к более мягкой денежно-кредитной политике со следующего года. Можно ожидать, что в 2024–2025 гг. ставка рефинансирования закрепится на уровнях ниже 10% годовых (рисунок 16.Б).

Риски

Развитие ситуации в экономике Таджикистана в 2023–2024 гг. может принять менее благоприятный характер, чем предполагает наш базовый прогноз, в случае глубокого спада в экономике мира и региона. В этих условиях сократится приток в страну денежных переводов и снизятся доходы Таджикистана от экспорта. В рамках пессимистического сценария мы допускаем, что рост экономики страны в 2023 г. может замедлиться до 6,1%. Негативные эффекты более слабого внешнего спроса и более существенного сокращения переводов частично компенсируются более мягкой денежно-кредитной политикой НБТ. Более дешевые энергоносители и продовольствие также могут компенсировать негативные шоки.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

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

ЕАБР (2016) *Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза*. Москва: ЕЭК, Санкт-Петербург: ЦИИ ЕАБР. Доступно на: https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/sistema-analiza-i-makroekonomicheskogoprognozirovaniya-evraziyskogo-ekonomicheskogo-soyuza/?sphrase_id=131813 (Просмотрено 17 мая 2023).

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

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

Attinasi, M.-G., Boeckelmann, L., Meunier, B. (2023) *Friend-Shoring Global Value Chains: A Model-Based Assessment*. ECB Economic Bulletin, 2. Available at: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202302_03~d4063f8791.en.html (Accessed 15 May 2023).

McKinsey (2022) Network Resilience: Footprints on the Move. Available at: <https://www.mckinsey.com/capabilities/operations/our-insights/taking-the-pulse-of-shifting-supply-chains> (Accessed 15 May 2023).

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

ВВП	валовой внутренний продукт
ЕАБР, Банк	Евразийский банк развития
ЕАЭС, Союз	Евразийский экономический союз
ЕС	Европейский союз
ЕЦБ	Европейский центральный банк
КР	Кыргызская Республика
МБК	межбанковский рынок кредитования
НБ КР	Национальный банк Кыргызской Республики
НБ РК	Национальный банк Республики Казахстан
НБТ	Национальный банк Таджикистана
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)
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
г.	год
гг.	годы
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.



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.



Макроэкономический прогноз (RU/EN)

Макроэкономический прогноз ЕАБР 2023

В материале резюмированы итоги экономического развития государств — участников Банка в 2022 г. и представлен прогноз основных макроэкономических показателей стран региона на 2023 и 2024 гг.



Доклад 21/1 (RU)

Повышение роли национальных валют ЕАЭС в международных расчетах

Доля национальных валют ЕАЭС в обслуживании мировой торговли составляет около 2%, но внутри ЕАЭС достигнуты весомые успехи — уже 74% взаимной торговли осуществляется в национальных валютах.



Доклад 21/2 (RU/EN)

Узбекистан и ЕАЭС: перспективы и потенциальные эффекты экономической интеграции

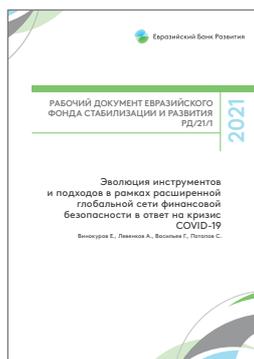
В докладе представлены оценки потенциальных эффектов от интеграции Республики Узбекистан с ЕАЭС, а также перспективные направления сотрудничества действующих стран — членов Союза с Узбекистаном.



Доклад 21/3 (RU/EN)

Инвестиции в водно-энергетический комплекс Центральной Азии

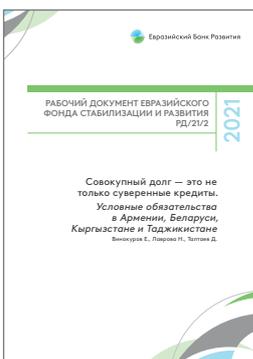
Авторы доклада проанализировали сложившуюся ситуацию в водно-энергетическом комплексе Центральной Азии (ВЭК ЦА) по итогам 30 лет независимости пяти республик (Казахстан, Кыргызстан, Таджикистан, Туркменистан и Узбекистан), оценили уровень сотрудничества между странами в ВЭК.



Рабочий документ РД/21/1 (RU/EN)

Эволюция инструментов и подходов в рамках расширенной сети финансовой безопасности в ответ на кризис COVID-19

Авторы проанализировали реакцию элементов ГСФБ на кризис, вызванный пандемией COVID-19, в масштабе мировой экономики и на уровне региона операций ЕФСР.



Рабочий документ 21/2 (RU/EN)

Совокупный долг — это не только суверенные кредиты. Условные обязательства в Армении, Беларуси, Кыргызстане и Таджикистане

Исследование отвечает на вопрос о потенциальных рисках реализации прямых и косвенных условных обязательств и их влиянии на бюджетные и долговые позиции четырех стран — получателей средств ЕФСР.



Доклад 21/4 (RU/EN)

Мониторинг взаимных инвестиций ЕАБР

Объем рассчитанных по новой методологии взаимных инвестиций в Евразийском регионе достиг 46 млрд долл. США. ПИИ устойчиво растут с 2016 г.



Доклад 21/5 (RU/EN)

Международный транспортный коридор «Север — Юг»: создание транспортного каркаса Евразии

Сопряжение МТК «Север — Юг» с евразийскими широтными коридорами может обеспечить порядка 40% контейнерного грузопотока.



Совместный доклад ЕАБР и Ассоциации «Глобальная энергия» (RU/EN)

Чистые технологии для устойчивого будущего Евразии

Доклад подготовлен при участии ключевых международных отраслевых экспертов и молодых ученых. Содержит результаты технических исследований, направленных на решение современных вызовов в энергетике и содействующих снижению углеродного следа в Евразии.



Доклад 22/1 (RU/EN)

Интеграционный бизнес-барометр ЕАБР

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



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 22/3 (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 22/4 (RU/EN)

Регулирование водно-энергетического комплекса Центральной Азии

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



Доклад 22/5 (RU/EN)

Мониторинг взаимных инвестиций ЕАБР — 2022

Доклад продолжает серию публикаций в рамках многолетнего исследовательского проекта, посвященного мониторингу взаимных прямых инвестиций в странах СНГ и Грузии.



Доклад 23/1 (RU/EN)

Продовольственная безопасность и раскрытие агропромышленного потенциала Евразийского региона

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



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).



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