



Евразийский
Банк Развития

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ
ПРОГНОЗ
2024–2026



Декабрь 2023





МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

ДЕКАБРЬ 2023

2023

Оценки роста экономик государств — участников Банка повышены

Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Таджикистан
8,3%	3,9%	4,8%	4,6%	3,1%	8,2%

прирост ВВП в 2023 г.

Замедление инфляции к однозначным значениям из-за ослабления давления со стороны внешнего сектора и предпринятых мер денежно-кредитной политики

7,8%

агрегированная инфляция в регионе на конец 2023 г.

Ужесточение денежно-кредитной политики ЦБ РФ и начало цикла снижения базовой ставки НБ РК

15%

ключевая ставка в России на конец 2023 г.

15,75%

базовая ставка в Казахстане на конец 2023 г.

2024

Замедление роста экономик после периода ускоренного восстановления

1,5%

рост ВВП России в 2024 г.

2,0%

рост ВВП Беларуси в 2024 г.

Уверенный рост в Казахстане и его стабилизация в остальных странах — участницах ЕАБР

5,0%

прирост ВВП Казахстана в 2024 г.

5,8%

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

Постепенное приближение инфляции к целевым значениям при отсутствии дополнительных шоков

5,8%

агрегированная инфляция в регионе на конец 2024 г.

Начало снижения ключевой ставки ЦБ РФ, дальнейшее ослабление денежно-кредитных условий в Казахстане

10,5%

ключевая ставка в России на конец 2024 г.

10%

базовая ставка в Казахстане на конец 2024 г.



ВВП 5,7%



ВВП 2,0%



ВВП 5,0%



ВВП 4,5%



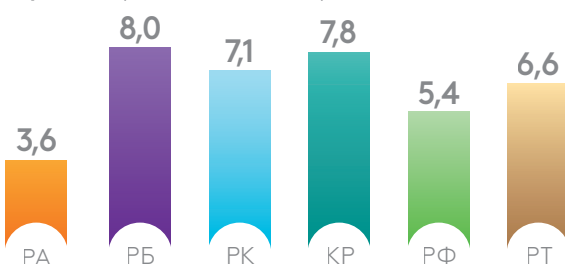
ВВП 1,5%



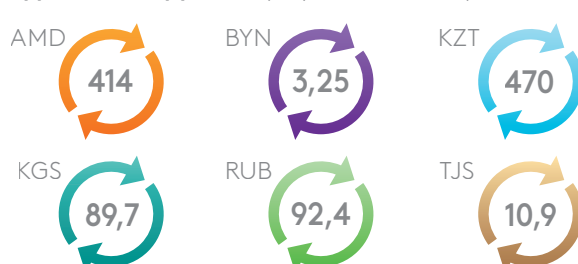
ВВП 7,3%



Инфляция (на конец года, %)



Курс к доллару США (в среднем за год)



Винокуров, Е., Кузнецов, А., Мелихова, М., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (2023) *Макроэкономический прогноз 2024–2026. Декабрь 2023*. Алматы: Евразийский банк развития.

Авторы

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Электронная версия документа доступна на сайте Евразийского банка развития: <https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews>.

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

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
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

РЕЗЮМЕ

Рост глобальной экономики будет замедляться. Текущий цикл ужесточения денежно-кредитной политики ведущими центральными банками удлинился, но подошел к завершению. Инфляция в развитых странах замедлилась, однако темпы роста цен останутся на повышенном уровне продолжительное время из-за ограничений на стороне предложения. Это создает предпосылки для длительного поддержания жестких финансовых условий. В результате прирост ВВП США в 2024 г. прогнозируется низким — 1,0% — с вероятностью неглубокой рецессии в начале 2024 г. В среднесрочной перспективе темпы роста американской экономики останутся ниже 2% в год. В еврозоне экономика вырастет на 0,9% в 2024 г. и примерно на 1,5% в год в 2025–2026 гг. В Китае динамика экономической активности ослабнет в среднесрочном периоде из-за низкого мирового спроса и внутренних структурных проблем. Прирост ВВП Китая снизится с 5,6% в 2023 г. до около 4% в год в 2024–2026 гг.

Благодаря внутренним источникам роста ВВП региона операций ЕАБР увеличится на 3,4% по итогам 2023 г. Прогноз экономики региона на 2023 г. улучшен вслед за повышением оценок роста во всех странах. Экономики России и Беларуси адаптировались к новым условиям, восстановив в III квартале 2023 г. объемы ВВП к докризисным уровням. Ожидаем, что ВВП в Беларуси вырастет на 3,9% в 2023 г., а России — на 3,1%. Прогноз роста экономики Казахстана повышен до 4,8%, Армении — до 8,3%, Кыргызстана — до 4,6%, Таджикистана — до 8,2%.

В 2024 г. рост экономики региона составит 2%. Это будет обусловлено возвратом экономик России и Беларуси к равновесию после высоких восстановительных темпов роста в 2023 г. В условиях сжатия внутреннего спроса экономика России вырастет на 1,5% в 2024 г. В свою очередь это в значительной степени окажет влияние на динамику ВВП в большинстве стран региона из-за более низких темпов экспорта из этих стран и сдержанного роста денежных переводов к ним из России. Замедление роста экономик ожидается в Армении до 5,7%, в Беларуси — до 2%, в Таджикистане — до 7,3%. В Казахстане темпы роста ВВП будут поддержаны стимулирующей инвестиционной политикой и составят 5,0%. Увеличение выпуска основных металлов в Кыргызстане обусловит рост ВВП на 4,5%.

Инфляция в регионе операций ЕАБР составит около 5,8% по итогам 2024 г. после 7,8% в 2023 г. В 2023 г. инфляция замедлилась до 7,8% с 13,1% в 2022 г. за счет сохранения жесткой денежно-кредитной политики центральными банками. Вместе с тем во второй половине 2023 г. в ряде стран региона сформировалось ценовое давление из-за перегрева на рынке труда и широкомасштабных экономических стимулов. В условиях политики регуляторов, направленной на охлаждение внутреннего спроса, это давление будет ослабевать в 2024 г., но инфляция все равно останется выше целевых ориентиров. Высокие процентные ставки приведут к замедлению роста потребительских цен в России до 5,4% в 2024 г. по сравнению с 7,9% в 2023 г. В Армении инфляция повысится к границам целевого коридора и составит 3,6%. Продолжится замедление роста цен в Казахстане и Кыргызстане, инфляция в этих странах в 2024 г. составит 7,1% и 7,8% соответственно. Накопленный инфляционный потенциал из-за ценового регулирования формирует условия для ускорения роста цен в Беларуси до 8%. В Таджикистане инфляция ускорится до 6,6% на фоне всплеска внутреннего спроса.

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	2026П
Республика Армения						
ВВП в сопоставимых ценах	5,8	12,6	8,3	5,7	5,3	5,0
Инфляция (на конец периода)	7,7	8,6	0,3	3,6	3,6	3,6
Ставка МБК (в среднем за год), %	6,4	9,0	10,0	8,6	8,0	8,0
Курс драма к доллару (в среднем за год)	504	436	392	414	420	426
Республика Беларусь						
ВВП в сопоставимых ценах	2,5	-4,7	3,9	2,0	0,8	1,0
Инфляция (на конец периода)	10,0	12,8	5,2	8,0	7,4	6,4
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	8,6	11,6	10,1	9,5	9,8	9,5
Курс бел. рубля к доллару (в среднем за год)	2,54	2,62	3,01	3,25	3,37	3,54
Республика Казахстан						
ВВП в сопоставимых ценах	4,3	3,2	4,8	5,0	5,1	5,1
Инфляция (на конец периода)	8,4	20,3	9,8	7,1	5,6	5,1
Ставка TONIA (в среднем за год), %	8,9	13,9	16,4	12,4	7,5	6,7
Курс тенге к доллару (в среднем за год)	426,0	460,5	456,9	470,4	486,3	507,0
Кыргызская Республика						
ВВП в сопоставимых ценах	5,5	6,3	4,6	4,5	3,5	3,4
Инфляция (на конец периода)	11,2	14,7	8,9	7,8	6,6	6,1
Ставка РЕПО — 7 дней (в среднем за год), %	5,6	12,1	11,2	10,4	9,6	9,4
Курс сом к доллару (в среднем за год)	84,6	84,1	87,9	89,7	92,1	95,6
Российская Федерация						
ВВП в сопоставимых ценах	5,6	-2,1	3,1	1,5	1,6	2,1
Инфляция (на конец периода)	8,4	11,9	7,9	5,4	4,0	3,9
Ключевая ставка (в среднем за год), %	5,8	10,6	9,9	12,7	7,8	6,0
Курс рос. рубля к доллару (в среднем за год)	73,6	67,5	85,9	92,4	93,4	95,1
Республика Таджикистан						
ВВП в сопоставимых ценах	9,2	8,0	8,2	7,3	6,3	7,1
Инфляция (на конец периода)	8,0	4,2	6,0	6,6	5,8	6,1
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	12,2	13,3	10,5	10,8	9,7	9,3
Курс сомони к доллару (в среднем за год)	11,3	11,0	10,8	10,9	11,1	11,4

Примечание: здесь и в остальных таблицах П — прогноз.

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

ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

ТРЕНДЫ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

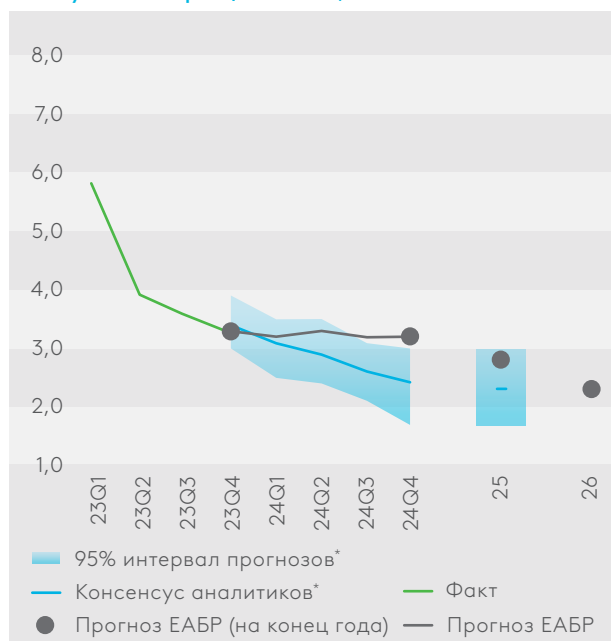
Глобальная экономика в 2023 г. развивалась в рамках обозначенных нами ранее трендов: замедление инфляции при сохранении ее на повышенном уровне, ужесточение денежно-кредитной политики и ослабление деловой активности.

Инфляция в развитых странах существенно замедлилась в 2023 г. Приверженность центральных банков развитых стран достижению целевых ориентиров инфляции позволила заметно снизить темпы роста потребительских цен. Квартальная инфляция в США во второй половине года замедлилась практически в два раза по сравнению с началом 2023 г. В еврозоне инфляция также продолжает уверенно замедляться. Давление на цены ослабло как со стороны спроса, так и со стороны предложения, тем не менее некоторые факторы продолжают оставаться проинфляционными. В первую очередь это напряженная ситуация на рынке труда из-за дефицита рабочей силы в отдельных секторах экономики и рост цен на энергоносители.

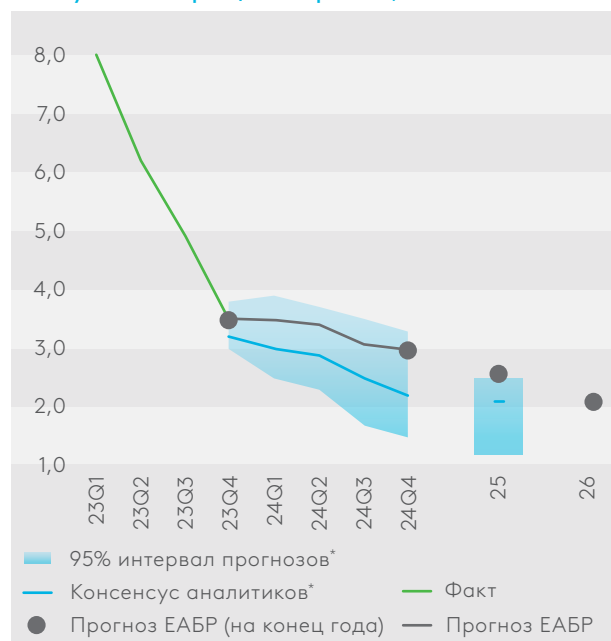
Мы прогнозируем, что инфляция в США и еврозоне останется выше целевого уровня в 2% на всем прогнозном горизонте. Только к концу 2026 г. рост цен стабилизируется вблизи цели. После достаточно быстрой дезинфляции в 2023 г. с исторически высоких значений дальнейшее замедление роста цен становится проблематичным: растущее давление высоких процентных ставок усложняет обслуживание заимствований как бюджетного, так и частного секторов. Дополнительными структурными факторами проинфляционного давления в развитых странах остаются последствия растущей фрагментации мировой экономики.

На рисунках 1 и 2 представлены наши прогнозы по инфляции в США и еврозоне в сравнении с прогнозами аналитиков. Мы ожидаем, что инфляция по итогам 2023 г. составит 3,3% и 3,5% по США и еврозоне соответственно. В 2024 г. темпы роста цен в еврозоне будут снижаться немного быстрее, чем в США, и по итогам года достигнут 3,0% против 3,1% для США. Наш прогноз более консервативен в сравнении с консенсусом аналитиков, которые ожидают инфляцию ниже 3% для США и еврозоны, но все еще выше таргетируемых уровней.

↓ Рисунок 1. Инфляция в США, % г/г



↓ Рисунок 2. Инфляция в еврозоне, % г/г

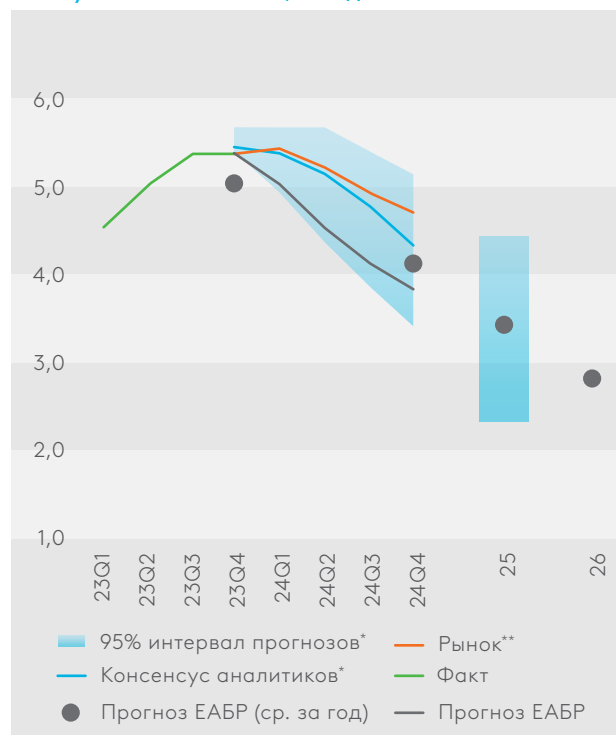


* На основе информации Bloomberg (оценки агентства и собственные расчеты).

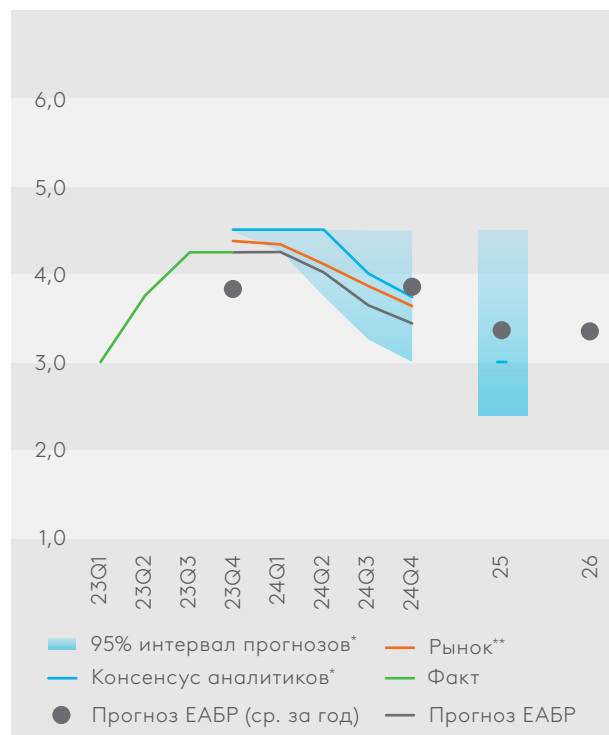
Тренд на повышение процентных ставок в США и еврозоне с высокой вероятностью завершен. В условиях ослабления инфляционных процессов ФРС на заседаниях в сентябре и ноябре приняла решение не менять ключевую ставку. ЕЦБ после десяти последовательных повышений также взял паузу на последнем заседании в октябре 2023 г. На фоне высокой вероятности рецессии в еврозоне и стагнации в США появляется все больше оснований для изменения направленности монетарной политики. Повышение ключевых процентных ставок центробанками развитых стран сказалось на **росте стоимости заимствований для населения и бизнеса.** Ставки по потребительским кредитам и ипотеке в еврозоне регулярно обновляют многолетние максимумы, а стоимость кредитования для бизнеса превышает уровни после глобального финансового кризиса 2008 г. В США ипотечные ставки также достигли максимальных значений за последние 20 лет и продолжают расти. Высокие процентные ставки по кредитам приводят к изменению экономического поведения населения: растет склонность к сбережению, что станет фактором охлаждения мировой экономики.

ФРС и ЕЦБ могут начать снижать ключевые ставки уже в первой половине 2024 г., однако их уровни останутся повышенными относительно значений предыдущего десятилетия. Прогнозы аналитиков в основном отражают тренд на снижение ставок в 2024 г. (рисунки 3 и 4), хотя и имеют широкий разброс оценок. Наш прогноз по США на следующий год менее консервативен по сравнению с консенсусом, так как мы предполагаем смягчение денежно-кредитной политики в угоду сглаживанию бизнес-цикла и с целью уменьшения рисков для долговой устойчивости. В дальнейшем снижение ставки будет более плавным, чтобы не допустить возобновления ускорения роста цен. В прогнозе по еврозоне мы ожидаем смягчения уже со II квартала 2024 г., что также обусловлено поддержкой экономической активности.

↓ Рисунок 3. Ставка ФРС, % годовых



↓ Рисунок 4. Ставка ЕЦБ, % годовых



* На основе информации Bloomberg (оценки агентства и собственные расчеты).

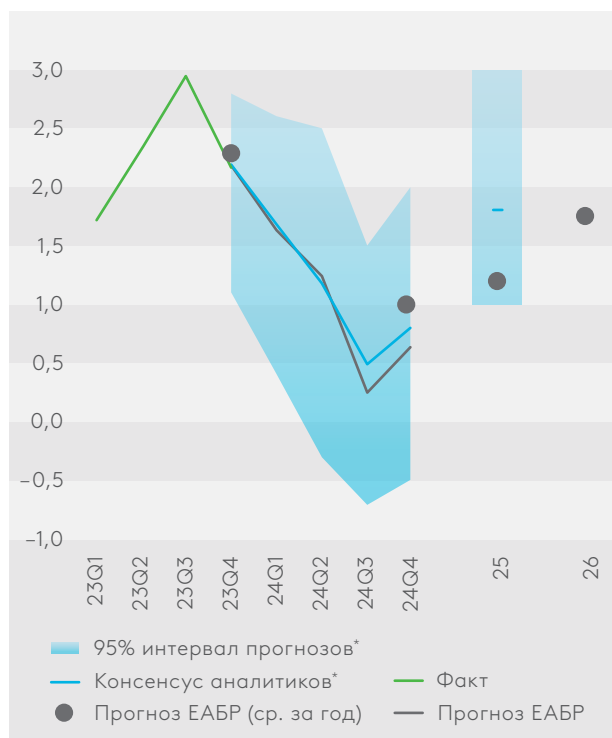
** Оценки Bloomberg на основе котировок срочного рынка.

Тренд на снижение экономической активности в мире не только не завершен, но и имеет предпосылки к усилению. Динамика ВВП в крупнейших экономиках мира была неоднородной в текущем году. В еврозоне ожидания в части торможения экономического роста полностью оправдались, квартальная динамика остается вблизи

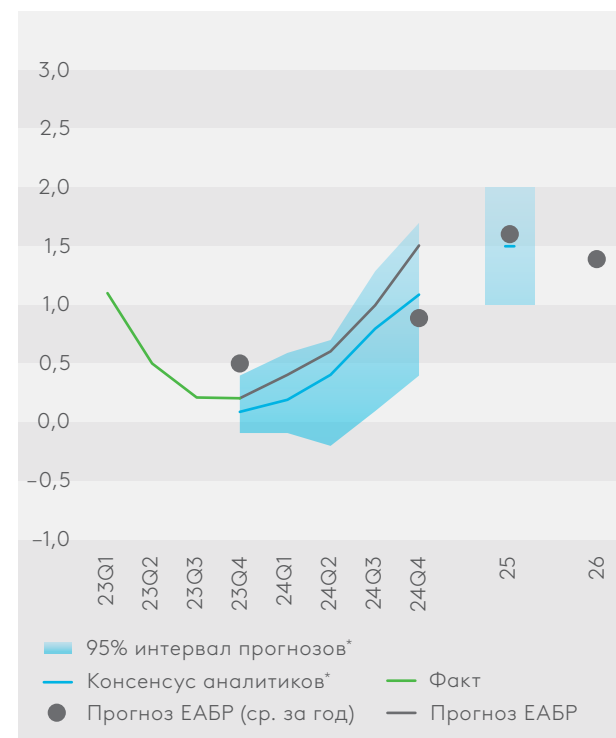
нуля, а в III квартале 2023 г. стали появляться признаки начала рецессии. Высокие процентные ставки заметно охладил деловую активность — показатель PMI сохраняется на уровне ниже нейтрального с июня текущего года, при этом его значения за август — октябрь являются минимальными с 2021 г. Экономика США, напротив, показывает уверенный рост с начала года. Экономическая активность обеспечивается высоким внутренним спросом, ключевым драйвером которого стало потребление. Расходы домохозяйств росли благодаря повышению реальных доходов на фоне роста заработных плат, устойчивому расширению потребительского кредитования вплоть до августа 2023 г., использованию накопленных в период пандемии сбережений. Но мы ожидаем увидеть замедление уже в IV квартале 2023 г. как следствие ужесточения денежно-кредитных условий. В III квартале в США уже наблюдалось уменьшение объема выданных кредитов домохозяйствам, сокращалось число вакансий, начали снижаться реальные располагаемые доходы. Сокращение потребления будет трансформироваться в существенное замедление роста, однако рецессии США, по-видимому, избежать удастся.

Жесткие финансовые условия станут одной из ключевых причин низких темпов роста экономик США и еврозоны. В базовом сценарии ожидаем годовой прирост ВВП США на 1,0% в 2024 г., а в еврозоне — на 0,9% (рисунки 5 и 6). Мы, как и консенсус аналитиков, прогнозируем замедление темпов роста ВВП США в начале 2024 г. Неопределенность прогноза экономического роста очень велика, что отражает риски возможной рецессии. В прогнозе по еврозоне мы близки к оценкам консенсуса аналитиков, хотя и разделяем опасения насчет перспектив развития экономики в ближайший год.

↓ Рисунок 5. ВВП США, % г/г



↓ Рисунок 6. ВВП еврозоны, % г/г



* На основе информации Bloomberg (оценки агентства и собственные расчеты).

Отдельным негативным фактором ослабления мировой экономики со следующего года станет замедление экономического роста в Китае. В 2023 г. Китай демонстрирует уверенные темпы роста ВВП (таблица 2), но уже в начале следующего года мы ожидаем постепенного замедления. Наш прогноз ВВП Китая на 2024 г. — 4,3%, что отражает структурные проблемы в китайской экономике, такие как риски банкротств в строительном секторе, сокращение притока ПИИ и ограниченные возможности роста внутреннего

спроса. Мы ожидаем, что в 2025–2026 гг. китайская экономика все еще будет находиться в цикле восстановления, но темпы роста продолжат замедляться и составят около 4,0%. Несмотря на это, Китай все равно имеет возможности для достижения высоких показателей экономической активности — лучше, чем у большинства других стран.

В базовом сценарии мы исходим из того, что цены на продовольствие продолжают снижаться в 2024 г. Восстановление логистических цепочек, замедление мировой экономики и жесткие денежно-кредитные условия в США окажут умеренное понижающее давление на цены. Мы ожидаем, что на среднесрочном горизонте они продолжат снижаться темпами 2–3% в год. **Цены на металлы будут относительно стабильными после снижения на 3,5% в 2024 г.** Сдержанный рост мировой экономики не будет создавать предпосылок для роста спроса на сырьевые товары. При этом не ожидается и увеличения предложения на фоне фрагментации мировой экономики, что ведет к усложнению поставок. **Цена на нефть марки Brent будет снижаться темпами 2–5% в год.** Основным фактором — охлаждение глобальной экономики. С учетом прекращения действия соглашения о добровольном ограничении добычи нефти мы ожидаем снижения цен на нефть марки Brent с 83 долл. за баррель в начале 2024 г. до 74 долл. в 2026 г. Дисконт на российскую нефть Urals к ценам Brent оценивается в среднем на уровне около 12 долл. на конец 2023 г. с дальнейшим сокращением до 4 долл. к концу 2026 г.

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

Показатель	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
Цена нефти (\$/bbl в среднем за год)					
Brent	100	83	81	77	74
Urals	76	61	72	72	70
Рост ВВП (%)					
США	2,1	2,3	1,0	1,2	1,8
Еврозона	3,3	0,5	0,9	1,6	1,4
Китай	3,0	5,1	4,3	4,1	3,9
Инфляция (% в среднем за год)					
США	8,0	4,2	3,2	2,9	2,4
Еврозона	8,4	5,6	3,3	2,7	2,3
Ключевые процентные ставки (% в среднем за год)					
ФРС	1,7	5,0	4,4	3,4	2,8
ЕЦБ	0,7	3,8	3,9	3,4	3,4

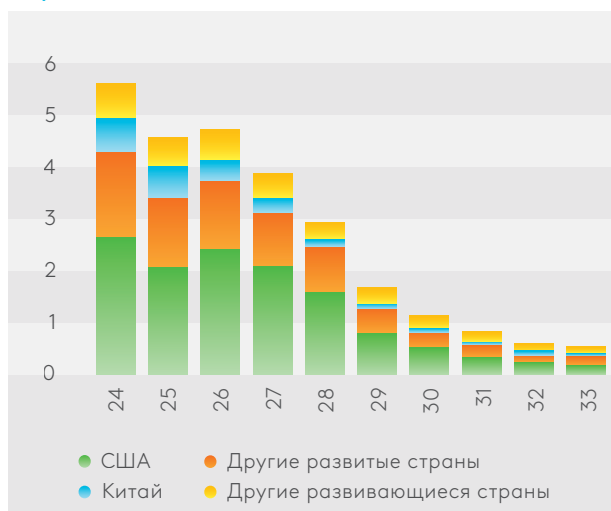
Источники: 2022 г. — данные МВФ, Всемирного банка, ФРС США, 2023–2026 гг. — прогнозы аналитиков ЕАБР.

Резюмируя базовую оценку развития, хотим отметить, что последовательная политика центральных банков, направленная на достижение цели по инфляции, уже замедляет темпы роста цен, хотя они будут сохраняться на повышенном уровне еще продолжительное время. Ценой этому будет **замедление роста мировой экономики на ближайшие несколько лет.** Поскольку банки, компании и правительства развитых стран в большинстве своем отвыкли функционировать в условиях высоких процентных ставок и жестких бюджетных ограничений, **экономический рост будет крайне хрупким,** и любые новые

шоки могут заметно продлить период его замедления или развернуть тренд инфляции в сторону повышения. Чтобы учесть высокую неопределенность относительно обозначенных факторов, формирующих различные векторы развития мировой экономики, мы рассмотрели **наиболее существенные риски и их возможные последствия для экономик региона операций ЕАБР**.

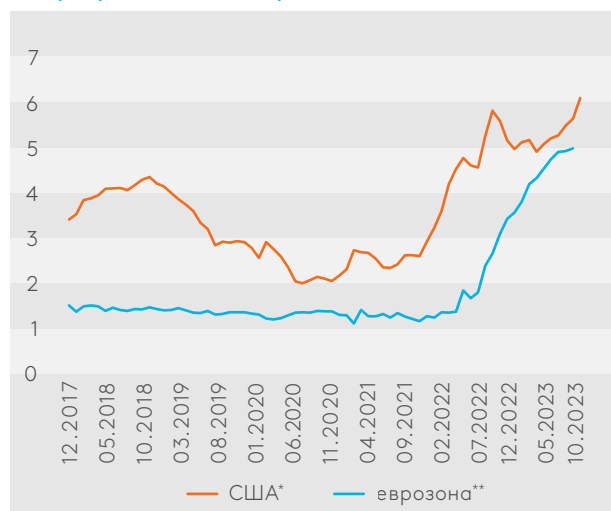
Повышение процентных ставок увеличило нагрузку на обслуживание и рефинансирование долга почти для всех категорий заемщиков в мире. Это особенно актуально для корпоративного сектора. Растут опасения, что вскоре заемщикам придется столкнуться со значительными объемами погашений облигаций в кратчайшие сроки, без возможности новых выгодных размещений для рефинансирования. По оценкам МВФ, мировой уровень погашений корпоративного долга достигнет пика в 2024 г., составляя порядка 6 трлн долл. (IMF, 2023) (рисунок 7). Более того, заимствованный по прежним комфортным условиям долг будет рефинансирован по более высоким ставкам, которые сложились уже сейчас (рисунок 8).

↓ Рисунок 7. Объем погашений корпоративного долга, трлн долл. США



Источник: IMF, 2023.

↓ Рисунок 8. Стоимость заемных ресурсов для корпоративного сектора, % годовых



Источники: FRED, 2023; ECB, 2023.

* — Спотовая стоимость 10-летних корпоративных ценных бумаг (FRED, 2023).

** — Стоимость новых корпоративных кредитов (ECB, 2023).

В случае реализации такого альтернативного сценария высокие процентные ставки сохранятся на более длительном горизонте по сравнению с базовым сценарием. В условиях низких темпов экономического роста могут возникнуть **проблемы с долговой устойчивостью**. Большое количество предприятий с низким ростом доходов обанкротится. Сокращение потребительской и инвестиционной активности приведет к затяжной рецессии в развитых экономиках. Экономический спад вместе с замедлением инфляции обусловит уменьшение налоговых поступлений. Возможности большинства правительств для привлечения нового долга, рефинансирования накопленных обязательств и бюджетной поддержки экономики будут ограничены. В результате сокращения глобального спроса снизятся цены на ресурсы, в первую очередь нефть и недргоценные металлы, негативно влияя на экономики стран — экспортеров сырья.

Риск усиления геополитической напряженности. Напряженная ситуация на Ближнем Востоке может привести к сокращению поставок нефти и повышению ее стоимости на мировом рынке. На фоне уже формирующихся перебоев поставок газа это создает условия для существенного повышения цен на энергоносители. Негативным последствием станет снижение темпов роста мировой экономики, и наиболее заметно это скажется

на еврозоне как крупном импортере сырой нефти, создавая риски затяжной рецессии в регионе в 2024 г. Рост цен на энергоносители нивелирует достигнутые успехи центральных банков в борьбе с инфляцией, вызванной ростом издержек производителей, и инфляция вернется на траекторию роста. Сохраняющееся проинфляционное давление заметно удлинит период действия высоких процентных ставок, что дополнительно будет угнетать темпы экономического роста. При самом неблагоприятном развитии событий существенно усилится фрагментация мировой экономики, что приведет к сокращению инвестиций в страны с развивающимися рынками. Повысятся премии за риск и вырастут транзакционные издержки, усугубляя проблемы, вызванные непосредственно ростом цен на энергоносители. Это приведет к стагфляции сначала в развитых странах с дальнейшим ее распространением на остальную мировую экономику из-за снижения глобального спроса. Несмотря на высокие риски негативных сценариев для мировой экономики, наши альтернативы включают возможность более оптимистичного варианта развития событий по сравнению с базовым сценарием.

Ускоренное восстановление глобальной экономики. Скорое урегулирование конфликта на Ближнем Востоке и снижение напряженности между Китаем и США могут придать положительный импульс для развития. Стабильность глобальных поставок энергоносителей и прогнозируемое изменение мировых цен приведут к снижению неопределенности для бизнеса и сокращению давления на бюджеты стран в части расходов на энергоресурсы. Расширение внешнеэкономических отношений с Китаем позволит нарастить экспорт в США и зону евро, что заметно ускорит восстановительную динамику в этих странах. Одновременно будут формироваться условия для роста трансграничных инвестиций, сокращая издержки на релокацию производств и затраты на рабочую силу, что также снизит инфляционное давление. Формирующиеся предпосылки для замедления инфляции позволят смягчать денежно-кредитную политику более решительно, создавая условия для расширения деловой активности. В рамках данного сценария период низких темпов экономического роста сократится, позволяя странам еврозоны и США выйти на траекторию равновесных темпов экономического роста в 2026 г.

РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ



Источник: leonardo.ai

Промпт: As the sun rises over the clouded sky, a crossroad appears at the base of the majestic Ararat mountain



РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ

В базовом сценарии рост ВВП Армении прогнозируется на уровне 5,7% в 2024 г. и 5,3% в 2025 г. Инфляция по итогам 2024 г. ускорится до 3,6% в условиях сохранения высокого уровня внутреннего спроса, умеренного ослабления национальной валюты и продолжения цикла снижения ставки рефинансирования. В 2024 г. в базовый прогноз закладываем стимулирующее влияние налогово-бюджетной политики на экономику.

Текущая ситуация

Темпы роста экономики Армении ослабли после прошлогоднего всплеска, но остались высокими. По итогам десяти месяцев 2023 г. показатель экономической активности увеличился на 9,2% г/г. Основную роль сыграл сектор услуг на фоне расширения выпуска отраслями информационных технологий, воздушного транспорта и общественного питания¹. В финансовой деятельности и обрабатывающей промышленности² сформировался спад в январе — октябре после прошлогоднего существенного увеличения в этих секторах. При этом рост строительства (+16,4% г/г в январе — октябре) остается устойчивым на фоне высокого уровня ипотечного кредитования³. Поддержку экономике продолжают оказывать значительные объемы денежных поступлений — приток трансграничных переводов физических лиц за январь — октябрь текущего года увеличился на 17,8% г/г и составил 4,8 млрд долл., оставаясь на исторически высоких уровнях, как и в прошедшем году (по итогам 2022 г. приток составил 5,1 млрд долл. против 1,9 млрд долл. в среднем за год в 2018–2021 гг.). Сохранялась также высокая туристическая активность — в январе — сентябре 2023 г. число посетивших страну туристов увеличилось на 48,8% г/г (+90% в 2022 г.). Внутренний спрос в течение года укрепился благодаря повышению общего уровня кредитования населения (+22,5% г/г в октябре) и снижению потребительских цен в стране.

Темпы роста экономики Армении останутся высокими до конца текущего года. Экономика увеличится больше, чем **ожидалось** ранее, — рост по итогам 2023 г. составит 8,3% г/г. Прогноз повышен с учетом более сильных экономических показателей девяти месяцев текущего года, улучшения экономической ситуации в России, увеличения потребительского спроса в условиях переселения в Армению населения Карабаха и возможного повышения уровня бюджетных расходов в IV квартале.

Дефицит внешней торговли расширился до 3,8 млрд долл. в январе — октябре текущего года (2,6 млрд в аналогичном периоде прошлого года). За январь — октябрь 2023 г. экспортные поставки увеличились на 38,5% г/г. В динамике экспорта товаров главную роль играют драгоценные камни и металлы, машины, оборудование и транспортные средства. Объемы импорта в январе — октябре выросли (+42,9% г/г) по всем товарным группам. Темпы роста импорта начали опережать экспорт, что связано с сохранением высокого уровня внутреннего потребления и инвестиций, а также с увеличением покупательной способности армянского драма⁴ по сравнению с валютами основных торговых партнеров.

¹ Рост услуг составил 12,1% г/г в январе — октябре (информация и связь +44,1% г/г, транспорт +23,8% г/г, проживание и общественное питание +20,1% г/г в январе — октябре).

² Соответственно минус 8,3% г/г и минус 0,2% г/г против роста на 49% г/г и на 18,1% г/г в январе — октябре прошлого года.

³ Этому способствовало строительство, финансируемое за счет средств организаций (+31,2% г/г в январе — октябре), более половины объемов работ в секторе приходится на строительство жилья на фоне высоких темпов роста ипотечного кредитования (+28,2% г/г по состоянию на октябрь).

⁴ Подробнее см. [Макроэкономический обзор ЕАБР. Август 2023](#), врезка 1.

Инфляционное давление в Армении оставалось на низком уровне в течение всего года. Это связано с динамикой цен на продукты питания и непродовольственные товары — в том числе со снижением стоимости импортируемого продовольствия и топлива для транспортных средств. На ослабление инфляции повлиял также прошлогодний всплеск стоимости продуктов питания — из-за повышения международных цен и услуг в условиях высокого спроса⁵. Ключевыми факторами, ограничивающими рост цен в течение десяти месяцев 2023 г., выступали укрепление армянского драма и ослабление внешнего ценового давления. Снижению инфляции способствовали также жесткие денежно-кредитные условия. К концу года инфляция несколько ускорится по сравнению с текущим слабым уровнем (–0,5% г/г в октябре), однако останется значительно ниже целевого интервала (4±1,5%) Центрального банка РА и, по нашим оценкам, составит 0,3% г/г.

Центральный банк Армении на заседании 12 декабря в пятый раз подряд принял решение снизить ставку рефинансирования — на 0,25 п.п. до 9,25%. Решение было принято на фоне замедления инфляции и ослабления внешнего ценового давления. За второе полугодие суммарное снижение ставки рефинансирования составило 1,5 п.п. Проинфляционные риски, которые возникли в конце сентября — начале октября текущего года на фоне девальвационных ожиданий и расширения внутреннего потребительского спроса, ограничивают масштабы смягчения монетарной политики.

Государственный бюджет в январе — сентябре текущего года исполнен с профицитом в размере 0,8% ВВП (против 0,6% ВВП в аналогичном периоде 2022 г.). Профицит бюджета образовался на фоне увеличения доходов на 13,8% г/г в январе — сентябре в условиях роста деловой активности и более сдержанного роста расходов — на 12,7% г/г. Вместе с тем расходы в течение всех девяти месяцев были меньше, чем планировалось бюджетом текущего года (на 2023 г. властями был запланирован дефицит в размере 2,5% ВВП), что дает основания думать о вероятном ускорении выделения средств в IV квартале и усиленном стимулировании экономики к концу года.

Прогноз

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

Показатель	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	12,6	8,3	5,7	5,3	5,0
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	8,6	0,3	3,6	3,6	3,6
Ставка МБК (%, в среднем за год)	9,0	10,0	8,6	8,0	8,0
Курс армянского драма к доллару (в среднем за год)	436	392	414	421	426

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

⁵ Подробнее см. [Макроэкономический обзор ЕАБР. Октябрь 2023](#), врезка 1.

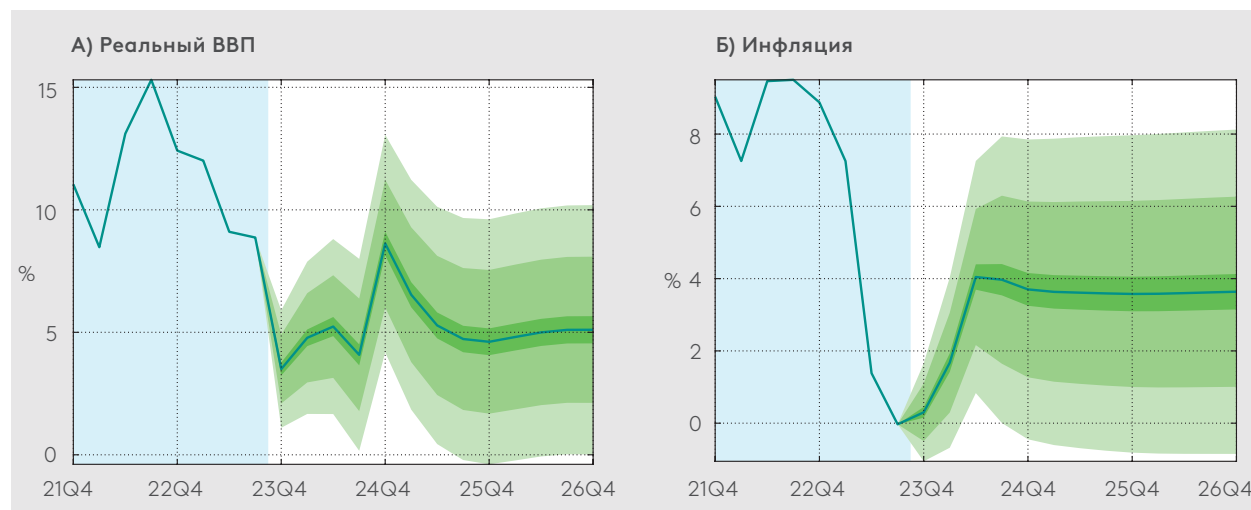
Экономическая активность и инфляция

ВВП Армении увеличится на 5,7% в 2024 г. в базовом сценарии прогноза. Рост экономики приблизится к сбалансированным темпам по мере стабилизации спроса после высоких показателей 2022–2023 гг. (рисунок 9.А). Денежно-кредитные условия будут влиять на спрос в 2024 г. нейтрально, а воздействие налогово-бюджетной политики оценивается как стимулирующее. Строительные работы на Амулсарском месторождении, приток инвестиций и доходы в связи с дальнейшей эксплуатацией месторождения положительно повлияют на динамику ВВП, а также повысят потенциал роста экономики⁶. В 2025 и 2026 гг. экономический рост сложится вблизи долгосрочных темпов — соответственно 5,3% и 5,0% (таблица 3).

Со стороны внешнего спроса по-прежнему есть одновременно положительные и отрицательные факторы, которые повлияют на экономику Армении. Замедление деловой активности в мире в 2024 г. в целом может оказать неблагоприятное воздействие, став причиной слабого внешнего спроса на экспортируемые товары и снижения объемов денежных переводов, в том числе из США. Вместе с тем потери будут компенсированы экспортом в Россию и притоком денежных переводов из России на фоне изменений страновой структуры экспорта и денежных переводов в 2022–2023 гг.

В базовом сценарии инфляция прогнозируется в размере 3,6% г/г на конец 2024 г. (рисунок 9.Б). Смягчение денежно-кредитных условий ЦБ РА, стимулирующая налогово-бюджетная политика, укрепление внутреннего спроса, дополнительный потребительский спрос со стороны переселенцев из Нагорного Карабаха и некоторое снижение стоимости курса драма по сравнению с 2023 г. станут проинфляционными факторами в 2024 г. Вместе с тем дезинфляционное влияние международных цен на товары и сырье, а также снижение инфляционных ожиданий будут ограничивать рост цен. В 2025–2026 гг. инфляция сформируется в целевом диапазоне ЦБ РА.

↓ Рисунок 9. 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 доверительным интервалам 10%, 50% и 75%.

Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

⁶ По оценке властей, это может обеспечить до 1 п.п. роста в год.

Денежно-кредитная политика и курс армянского драма

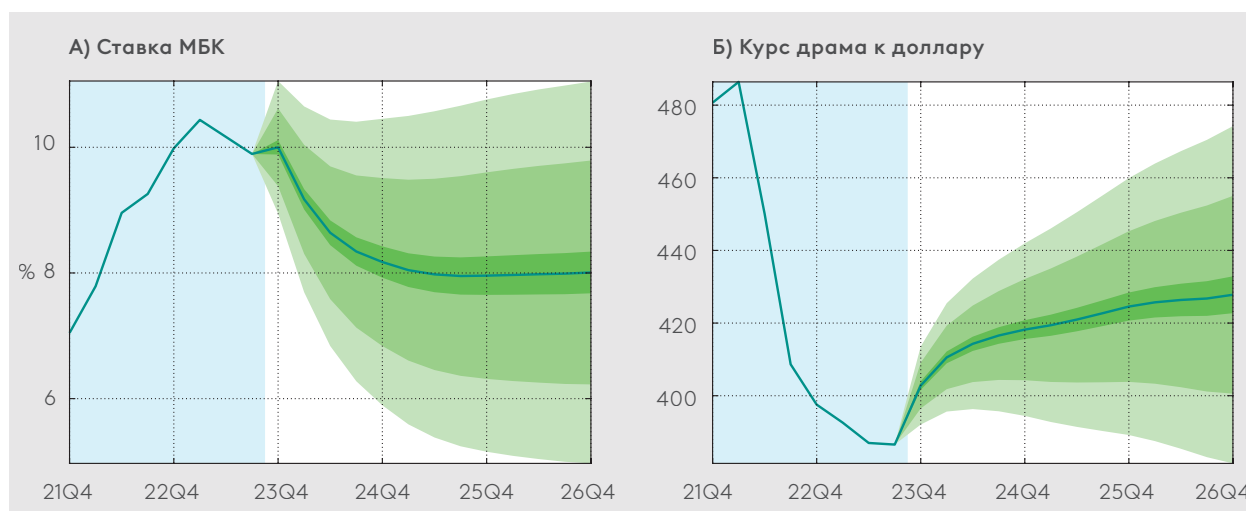
Ставка МБК, по базовому сценарию прогноза, постепенно снизится вслед за ставкой рефинансирования и составит 8,6% в среднем за 2024 г. (рисунок 10.А). С учетом устойчивого замедления роста цен, постепенной стабилизации потребительского спроса после высоких показателей 2023 г., а также нахождения инфляции в целевом диапазоне ЦБ РА ($4 \pm 1,5\%$) мы допускаем, что ставка рефинансирования продолжит снижаться в 2024 г. Вместе с тем, по нашим оценкам, денежно-кредитная политика окажет нейтральное влияние на спрос в течение года. В 2025 г. ставка МБК сформируется вблизи 8,0%, что будет соответствовать стабильному нахождению инфляции в целевом диапазоне ЦБ РА.

Среднегодовой курс драма к доллару прогнозируется на уровне 414 в 2024 г. (рисунок 10.Б). Несколько факторов будут способствовать постепенному обесцениванию армянского драма по сравнению с текущим годом. Среди них — корректировка темпов роста экспорта товаров и услуг в 2024 г. после сильных показателей 2022–2023 гг., опережающая динамика роста импорта в условиях сохранения высокого уровня внутреннего потребительского и инвестиционного спроса, девальвационные ожидания в связи с геополитической обстановкой, снижение ставок на денежном рынке и более медленные темпы роста экономики. Приток денежных переводов, иностранного капитала и устойчивый рост туристической активности окажут поддержку национальной валюте. В результате стоимость армянского драма несколько снизится в 2024 г.

Стимулирующий характер фискальной политики в среднесрочной перспективе.

Влияние налогово-бюджетной политики на спрос в 2024 г., по нашей оценке, будет иметь стимулирующий характер с учетом планов правительства по расширению дефицита бюджета до 3,2% ВВП после 2,5% в 2023 г. Это связано с увеличением уровня расходов на 1,1 п.п. до 28,7% ВВП. Правительство планирует увеличить уровень капитальных затрат на 0,6 п.п. до 6,6% ВВП в 2024 г. и поддерживать их на этом уровне до 2026 г. Имплементация этого плана будет способствовать повышению производительности и увеличению потенциального роста экономики Армении в среднесрочном периоде. В рамках «Среднесрочной программы расходов Правительства РА на 2024–2026 гг.» предусмотрено, что уровень расходов стабилизируется вблизи 28% ВВП, а налоговые доходы будут расти на 0,6 п.п. в год.

↓ Рисунок 10. Прогноз процентной ставки и курса армянского драма



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Ухудшение геополитической обстановки в регионе. Это повышает неопределенность прогнозов основных макроэкономических показателей. В случае реализации неблагоприятных сценариев увеличатся проинфляционные риски, риски ослабления внешнего спроса на услуги и повысится страновая премия за риск.

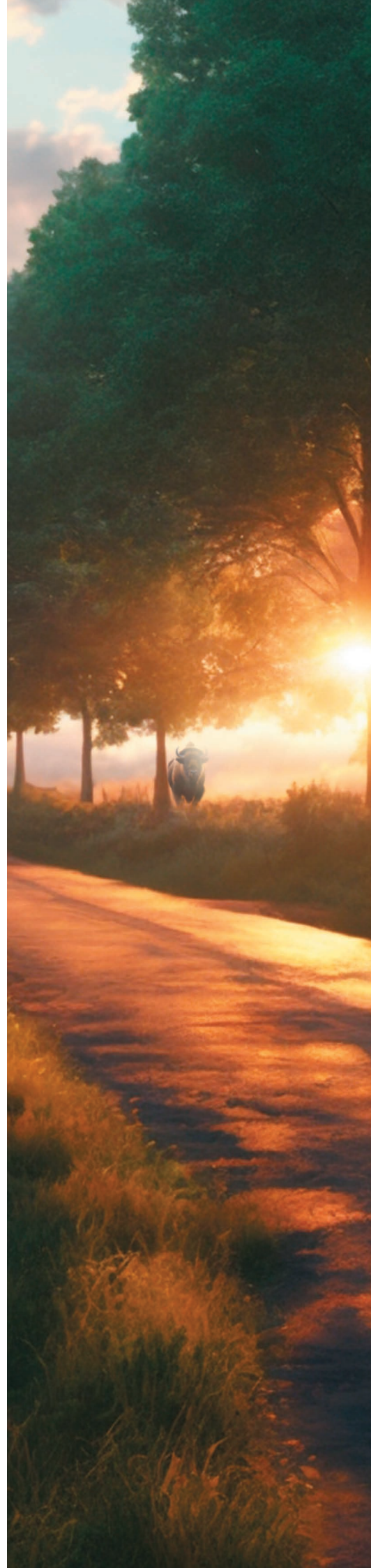
Риском со стороны внешнего сектора является вероятность более глубокой и затяжной рецессии в крупнейших мировых экономиках. Реализация неблагоприятного сценария внешних условий приведет к более медленному экономическому росту Армении в 2024 г. В условиях слабого внешнего спроса замедлятся экспорт и приток денежных переводов.

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

РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ



Источник: leonardo.ai
Prompt: Belovezhskaya Pushcha, bison, sunrise through clouds,
road with trees, skyline



РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

ВВП Беларуси увеличится на 2% в 2024 г. при сохранении настроенных производственно-логистических цепочек и поддержки со стороны внутренней экономической политики. Следствием расширения внутреннего спроса станет повышение инфляции с 5,2% в 2023 г. до 8% в 2024 г. В базовом сценарии ожидаем сохранения ставки рефинансирования на уровне, близком к текущему (9,5%), на всем прогнозном горизонте.

Текущая ситуация

Рост ВВП Беларуси составит 3,9% по итогам 2023 г. Белорусская экономика показала крайне высокую степень адаптивности к изменившимся в прошлом году условиям функционирования. По итогам десяти месяцев текущего года ВВП страны вырос на 3,8% г/г. Частично рост экономики носит восстановительный характер после спада на 4,7% в 2022 г. и поддержан выстраиванием альтернативных логистических цепочек, переориентацией на новые рынки и усилением спроса в России. Значимое влияние на расширение выпуска оказала стимулирующая внутренняя экономическая политика — смягчение условий кредитования и рост бюджетных расходов. Внутренние факторы и сохранение высокого спроса в России продолжают поддерживать белорусскую экономику в IV квартале, и рост ВВП по итогам 2023 г. может составить 3,9%. Оценка роста на текущий год повышена на 1,7 п.п., а основной причиной пересмотра стал более сильный внешний спрос со стороны основного торгового партнера — России.

Основу экономического роста в отраслевом разрезе обеспечивает промышленное производство. Вклад промышленности в прирост ВВП составил 2,3 п.п. по итогам января — октября 2023 г. при расширении выпуска сектора на 8,0% г/г за аналогичный период. При этом обрабатывающие отрасли увеличили производство на 9,8% г/г, что в значительной степени связано с ростом спроса со стороны России. Существенный вклад в прирост ВВП (1,1 п.п. в январе — октябре 2023 г.) обеспечен расширением оптовой и розничной торговли на 13,2 и 7,6% г/г соответственно. После спада в 2021–2022 гг. увеличилась на 12,4% г/г добавленная стоимость строительства, обеспечив вклад в прирост ВВП на уровне 0,5 п.п. Сдерживающее воздействие на динамику ВВП в январе — октябре оказали сельское хозяйство, транспортная деятельность (минус 0,1 п.п.) и сектор информации и связи (минус 1 п.п.). На сельском хозяйстве негативно отразилось снижение урожая зерновых культур на 10,8% г/г. В транспортном секторе сохраняется спад грузоперевозок под влиянием внешних ограничений. Сокращение в секторе информации и связи объясняется введенными ограничениями со стороны стран ЕС и США и релокацией части белорусских компаний и специалистов данного сектора.

Внутренний спрос существенно вырос в текущем году. Увеличение потребления домашних хозяйств было поддержано ростом реальных доходов населения на 5,8% г/г в январе — сентябре и расширением потребительского кредитования в среднем на 2,8% в месяц в январе — сентябре 2023 г. Инвестиционная активность также заметно возросла — во многом благодаря поддержке со стороны государства: более половины прироста инвестиций было обеспечено за счет бюджетного финансирования и льготного кредитования.

Инфляция в текущем году несколько раз обновила исторические минимумы. Рост потребительских цен замедлился до 3,7% г/г в октябре 2023 г. с 12,8% г/г в декабре 2022 г. На снижение инфляции в текущем году сильнее всего повлияла введенная в октябре прошлого года система регулирования цен практически всей потребительской корзины, ограничившая торговые надбавки. Ценовой контроль сдерживает перенос

в потребительские цены усилившегося в текущем году проинфляционного давления со стороны внутреннего спроса и заработных плат, что ведет к формированию инфляционного навеса. К числу проинфляционных факторов относится также заметное ускорение роста цен в России. Принимая во внимание, что из расчета годовой инфляции в ноябре 2023 г. будет выведено снижение цен октября 2022 г., прогнозируем, что инфляция может ускориться до 5,2% к концу текущего года.

Внешняя торговля товарами и услугами перестала быть профицитной из-за роста внутреннего спроса, спада в ИТ-секторе и грузоперевозках. В январе — сентябре текущего года профицит внешней торговли товарами и услугами составил 0,54 млрд долл., в то время как за аналогичный период прошлого года профицит составлял 4,14 млрд долл. Основа ухудшения сформировалась по операциям с товарами: сальдо торговли ими сложилось дефицитным на уровне 1,58 млрд долл. после профицита 0,96 млрд долл. годом ранее. Причиной стали заметно более высокие темпы роста импорта по сравнению с экспортом: импорт товаров вырос на 17,7% г/г, в то время как экспорт — лишь на 7,7% г/г. Это стало следствием как ухудшения ценовых условий торговли, так и высокого роста импорта инвестиционных (на 58,9% г/г) и потребительских (на 44,5% г/г) товаров на фоне расширения внутреннего спроса. Положительное сальдо внешней торговли услугами в январе — сентябре 2023 г. сократилось на 1,07 млрд долл. по сравнению с соответствующим периодом 2022 г. Снижение профицита стало следствием сокращения экспорта на 6,7% г/г (в основном за счет информационных и транспортных услуг) и роста импорта на 17,2% г/г, что, вероятно, отражает рост расходов на перестройку логистики.

Условия банковского кредитования смягчились в январе — октябре 2023 г. Национальный банк Республики Беларусь снизил ставку рефинансирования с 12% на начало 2023 г. до 9,5% к концу июня, после чего регулятор сохранял уровень ставки неизменным. В среде избытка ликвидности и отсутствия операций по ее изъятию со стороны Национального банка ставка межбанковского рынка сохранялась на уровне около 1–2% годовых. В таких условиях средние номинальные ставки по рублевым вкладам и кредитам опустились до новых исторических минимумов в текущем году. Смягчение условий заимствований способствовало ускорению роста кредитования. Ожидаем, что на фоне ускорения роста кредитного портфеля и повышения проинфляционных рисков Национальный банк сохранит ставку рефинансирования до конца 2023 г. без изменений.

Уровень золотовалютных резервов остается стабильным и составляет 8,14 млрд долл. на начало ноября, увеличившись на 0,22 млрд с начала текущего года.

Прогноз

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

Показатель	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	-4,7	3,9	2,0	0,8	1,0
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	12,8	5,2	8,0	7,4	6,4
Ставка рефинансирования (% годовых в среднем за год)	11,6	10,1	9,5	9,8	9,5
Курс белорусского рубля к доллару (в среднем за год)	2,62	3,01	3,25	3,37	3,54

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

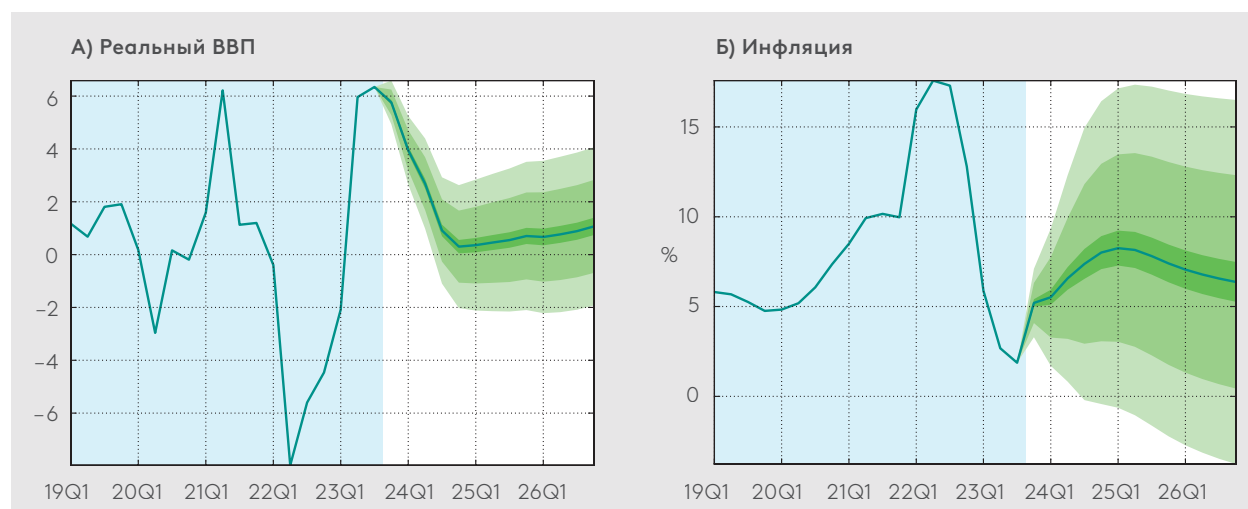
Экономическая активность и инфляция

Базовый сценарий предполагает увеличение ВВП Беларуси на 2% в 2024 г. Рост экономики замедлится в силу завершения восстановительного периода и сохранения ограничений на стороне предложения (сокращение занятости, усложнение цепочек поставок и доступа к технологиям). Сохранение стимулирующей монетарной и бюджетной политики продолжит поддерживать внутренний спрос. Это обеспечит поддержку импорту, динамика которого будет опережать экспорт. При этом экспорт может ослабнуть в 2024 г. на фоне прогнозируемого снижения роста ВВП России, ослабления ценовых преимуществ на российском рынке из-за укрепления белорусского рубля к российскому и достигнутого в сентябре 2023 г. рекордного за десять лет уровня загрузки мощностей в промышленности. Поддержку экспорту продолжит оказывать сохранение настроенных производственно-логистических цепочек. Базовый сценарий прогноза основывается на предположении об отсутствии новых значимых ограничений на прогнозном горизонте.

В 2025–2026 гг. прогнозируется коррекционное снижение темпов экономического роста (рисунок 11.А). Замедление динамики ВВП в среднесрочной перспективе позволит вернуть ВВП к траектории сбалансированного роста после перегрева в 2023–2024 гг. Рост потенциального ВВП Беларуси ограничивается 1–1,5% в год из-за неблагоприятных демографических трендов и действия введенных ограничений на доступ к технологиям. Влияние фактора внешнего спроса на экономический рост в Беларуси может сократиться на фоне замедления темпов экономического роста в России и расширения в ней действия политики импортозамещения.

Инфляция ускорится до 8% в 2024 г. Корректировка предложения под высокий уровень совокупного спроса сопровождается увеличением издержек. Их перенос в потребительские цены будет растянутым во времени из-за сохранения политики ценового регулирования. Прогнозируемое ослабление белорусского рубля к российскому и повышенная инфляция в России также будут оказывать проинфляционное влияние на белорусский рынок. Инфляция будет замедляться в 2025–2026 гг. по мере ослабления ценового давления со стороны внутреннего спроса и российского рынка, но может остаться повышенной за счет реализации накопленного инфляционного навеса (рисунок 11.Б).

↓ Рисунок 11. Прогноз экономической активности и инфляции в Беларуси



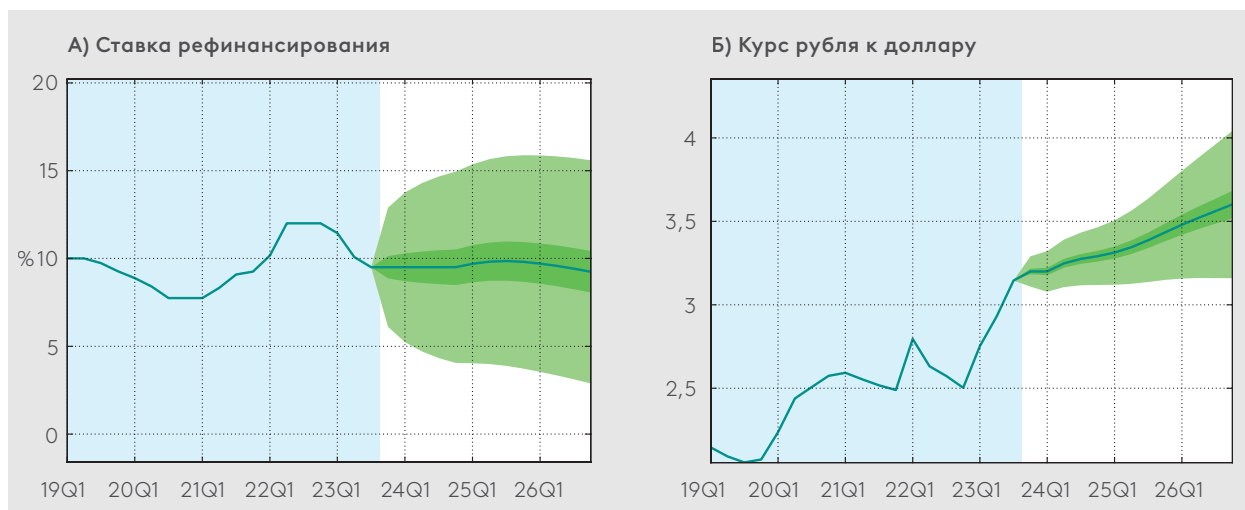
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс белорусского рубля

Денежно-кредитные условия останутся мягкими в 2024 г., однако масштаб стимула будет постепенно сокращаться. Ставка рефинансирования Национального банка может сохраниться на уровне 9,5%. К ее понижению нет предпосылок при прогнозируемом ускорении инфляционных процессов. Повышение ставки в 2024 г. также маловероятно. К концу прогнозного периода прогнозируем ставку рефинансирования вблизи 9% (рисунок 12.А).

Среднегодовой курс белорусского рубля к доллару прогнозируется около 3,25 в 2024 г. (рисунок 12.Б). Дефицит внешней торговли может расширяться в 2024 г. вследствие прогнозируемого опережающего роста импорта над экспортом. Это приведет к умеренному ослаблению белорусского рубля к доллару и российскому рублю, что позволит нейтрализовать сложившуюся в III квартале 2023 г. переоцененность белорусской валюты. В среднесрочной перспективе тенденция снижения стоимости национальной валюты сохранится в связи со сравнительно низкими темпами роста потенциального ВВП и повышенной инфляцией.

↓ Рисунок 12. Прогноз ставки рефинансирования и курса белорусского рубля



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Риском для экономики Республики Беларусь является значительное замедление роста в России. Замедление роста ВВП России в рисковом сценарии не позволит обеспечивать рост экономики Беларуси за счет экспорта. 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 для поддержания роста внутреннего спроса. В этой ситуации для Беларуси значительно повышается риск рецессии и сокращения заработных плат по сравнению с соседними экономиками. Это ускорит процесс уменьшения количества занятых в экономике, что приведет к понижению потенциальных темпов роста ВВП и дополнительно ухудшит возможности экономического развития.

Риск со стороны внешнего сектора — более глубокая рецессия в крупнейших мировых экономиках. Реализация этого сценария будет иметь последствия, сходные с развитием событий в России. В рисковом сценарии существует вероятность еще более глубокой рецессии, 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.

Риск разрывов логистических цепочек и новых серьезных ограничений в отношении Беларуси сохраняет актуальность. Реализация этих угроз может привести к ужесточению внутренней экономической политики, значимому ослаблению белорусского рубля, ускорению инфляции и торможению экономики. Положительным моментом остается высокая адаптивность экономики Беларуси, которая будет способствовать ограничению негативных последствий в случае неблагоприятного развития событий.

Оптимистичным сценарием для белорусской экономики является более высокий, чем прогнозируется в базовом сценарии, рост ВВП России и полное восстановление экспорта калийных удобрений и нефтепродуктов.

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН



Источник: leonardo.ai
Prompt: Sunrise after a thunderstorm, rich colors. Kazakh steppe, flowers and green grass



РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

В базовом сценарии прогнозируем рост ВВП Казахстана на 5,0% в 2024 г. и выше 5% в среднесрочном периоде, что станет результатом мер властей по увеличению потенциала экономики. Инфляция замедлится до 7,1% на конец 2024 г. и войдет в целевой ориентир в 2026 г. благодаря проводимой денежно-кредитной политике.

Текущая ситуация

Сильные показатели роста по итогам 2023 г. ВВП в январе — сентябре 2023 г. увеличился на 4,7% г/г, тогда как годом ранее показатель находился на уровне 3,0% г/г. Как мы и [предполагали](#), основу роста составила высокая инвестиционная активность. Дополнительную поддержку экономика получила за счет расширения внутреннего потребительского спроса. Со стороны предложения ключевой вклад в увеличение экономической активности обеспечен сферой услуг и сектором строительства. В сельском хозяйстве отмечено снижение темпов роста после высокого урожая 2022 г. Полагаем, что в IV квартале отрицательная динамика в аграрном секторе продолжит оказывать сдерживающее влияние на рост ВВП. В горнодобывающем секторе ожидаем замедления темпов прироста в конце 2023 г. на фоне высоких показателей годом ранее. Сильный внутренний спрос продолжит играть роль драйвера экономики. По нашим оценкам, ВВП увеличится на 4,8% по итогам 2023 г.

Инфляция замедлилась, но осталась выше целевого ориентира. Индекс потребительских цен устойчиво снижался с марта 2023 г. и в годовом выражении вырос на 10,8% в октябре 2023 г. Замедлению способствовали ослабление давления со стороны внешнего сектора, меры денежно-кредитной политики, направленные на сдерживание роста потребительских цен, а также укрепление тенге, наблюдавшееся с июля 2022 г. по июль 2023 г. Тем не менее остается много проинфляционных факторов. Так, потребительская активность, стимулируемая повышением заработной платы работникам бюджетной сферы и ростом кредитования населения, отчасти отразилась на ценах в непродовольственном сегменте. Кроме этого, повышение тарифов на жилищно-коммунальные услуги, рост цен на горюче-смазочные материалы, хлебобулочные изделия, а также на услуги в сфере образования и здравоохранения способствовали сохранению инфляционных ожиданий на повышенном уровне. По нашей оценке, перечисленные проинфляционные факторы замедлят нисходящую траекторию инфляции. Прогнозируем годовой рост потребительских цен на уровне 9,8% на конец 2023 г.

Счет текущих операций вышел в отрицательную зону по итогам 2023 г. Дефицит счета текущих операций составил 7,7 млрд долл. по итогам января — сентября 2023 г., согласно предварительной оценке НБ РК. Годом ранее отмечен профицит в размере 7,4 млрд долл. Такая динамика показателя главным образом связана со снижением в 2,3 раза положительного сальдо товаров и услуг. Экспорт товаров и услуг за год снизился на 6,2% из-за слабой ценовой конъюнктуры на мировых рынках нефти и металлов, а также из-за падения объемов их поставок в реальном выражении. Импорт товаров и услуг вырос на 27,4% г/г, стимулируемый усилением внутренней потребительской и инвестиционной активности. Чистый приток капитала по операциям финансового счета сложился в размере 0,2 млрд долл. благодаря наращиванию объема прямых иностранных инвестиций и принятию средне- и долгосрочных обязательств.

Национальный банк Республики Казахстан приступил к циклу снижения базовой ставки со второй половины 2023 г., что совпало с [нашими ожиданиями](#). Базовая ставка удерживалась на уровне 16,75% с конца 2022 г. в условиях сильного проинфляционного

фона. Предпринятые регулятором меры способствовали закреплению нисходящей траектории годовой динамики индекса потребительских цен даже в условиях роста тарифов на жилищно-коммунальные услуги и повышения цен на топливо. Как следствие, НБ РК в августе приступил к раунду снижения базовой ставки. В результате она составила 16,0% в начале октября 2023 г. Однако низкий урожай пшеницы, ставший очевидным в начале осени, потенциально несет риски дестабилизации инфляционных ожиданий. Полагаем, что замедление инфляции в конце 2023 г. приобретет менее выраженный характер по сравнению с нашим предыдущим [прогнозом](#). Это ограничивает пространство для дальнейшего снижения ставки. По нашим оценкам, она может составить 15,75% на конец 2023 г.

Государственный бюджет в 2023 г. сформирован в условиях более низких цен на нефть по сравнению с 2022 г. Дефицит государственного бюджета в январе — сентябре 2023 г. составил 2,2 трлн тенге. Годом ранее отрицательное сальдо государственного бюджета составило 0,6 трлн тенге. В текущем году темпы поступления налоговых доходов замедлились в условиях более низких мировых цен на нефть и снижения стоимостного объема экспорта топливно-энергетических материалов и металлов. Наряду с этим отмечено сокращение объема трансферта из Национального фонда. Рост расходов государственного бюджета во многом связан с повышением заработной платы работников бюджетной сферы, увеличением социальных выплат и объемов обслуживания государственного долга.

Суверенные рейтинги Казахстана продолжили демонстрировать высокий уровень надежности. В сентябре 2023 г. S&P повысило прогноз кредитного рейтинга Казахстана с «негативного» до «стабильного», сохранив суверенный рейтинг на уровне «BBB-». В октябре Moody's улучшило прогноз со «стабильного» до «позитивного», при этом подтвердив рейтинг Казахстана на уровне «Baa2». Оба агентства отметили устойчивость экономики Казахстана к внешним рискам. S&P высоко оценило наличие внешних резервов и усилия властей по стимулированию роста экономики и стабилизации инфляции. Moody's также указало на прогресс в диверсификации экономики.

Прогноз

↓ [Таблица 5. Основные макроэкономические показатели Республики Казахстан \(базовый сценарий\)](#)

Показатель	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	3,2	4,8	5,0	5,1	5,1
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	20,3	9,8	7,1	5,6	5,1
Ставка TONIA (% годовых в среднем за год)	13,9	16,4	12,4	7,5	6,7
Курс казахстанского тенге к доллару США (в среднем за год)	460,5	456,9	470,4	486,3	507

Примечание: П — прогноз.

Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

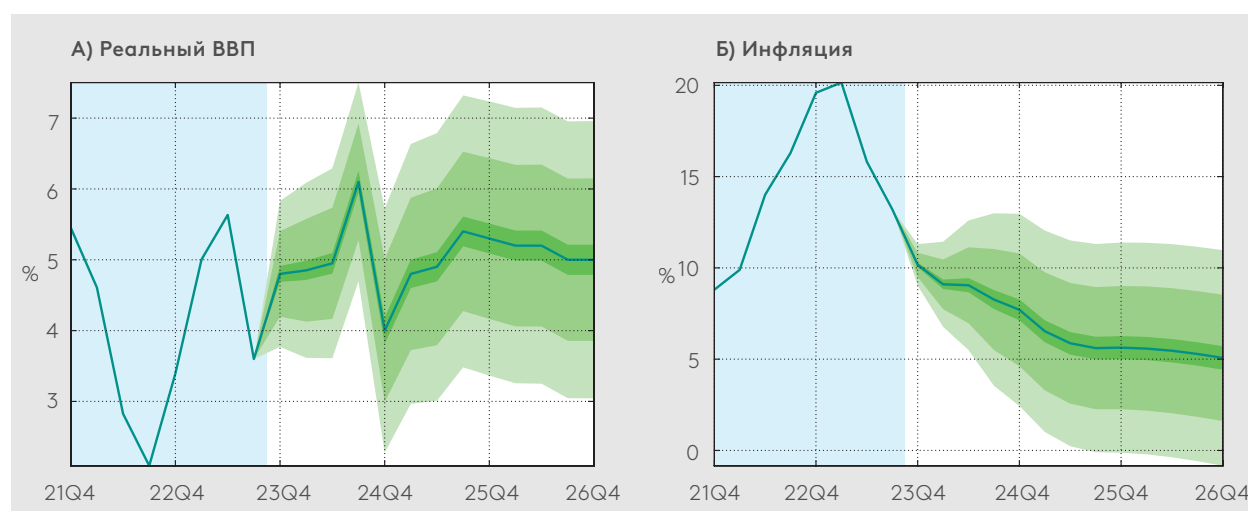
ВВП РК увеличится на 5,0% в 2024 г. По сравнению с [предыдущим прогнозом](#) оценка повышена на 0,4 п.п., что обусловлено более высокими показателями роста в 2023 г., а также во внимание приняты потенциальные эффекты от реализации новых инициатив, обозначенных в сентябре 2023 г. ([таблица 5](#)). Инвестиционная активность, стимулируемая мерами властей, направленными на повышение привлекательности секторов экономики Казахстана для инвесторов, продолжит играть роль ключевого драйвера роста. Политика диверсификации экономики будет способствовать повышению темпов роста обрабатывающей промышленности. Прогнозируемое смягчение денежно-кредитных условий также придаст дополнительный импульс росту экономики.

Рост ВВП Казахстана в 2025–2026 гг. прогнозируется на уровне около 5%. Его ускорение в 2025 г. во многом связано с увеличением добычи нефти ([рисунок 13.А](#)). В среднесрочной перспективе инвестиции продолжают формировать основу роста. В результате структурных преобразований качество экономического роста улучшится, что найдет отражение в повышении активности в обрабатывающих отраслях и сфере услуг.

По оценке аналитиков ЕАБР, инфляция составит 7,1% на конец 2024 г., что на 1,6 п.п. выше [предыдущего прогноза](#). [Изменение прогноза](#) объясняется появлением в сентябре 2023 г. новых проинфляционных факторов, связанных с низким урожаем пшеницы. Тем не менее мы все так же полагаем, что инфляция замедлится, хотя и более сдержанными темпами. Такой динамике будет способствовать в первую очередь проводимая денежно-кредитная политика, а также ослабление инфляционного давления со стороны внешнего сектора.

Достижение инфляцией целевого ориентира в 5,0% в 2026 г. Затухание шоков предложения в аграрном секторе и нормализация потребительской активности создадут условия для снижения инфляции. Меры денежно-кредитной политики в среднесрочном периоде будут направлены на удержание инфляции в пределах целевого ориентира в 5% ([рисунок 13.Б](#)).

↓ **Рисунок 13. Прогноз экономической активности и инфляции в Республике Казахстан**



Примечание: сезонно скорректированные данные.

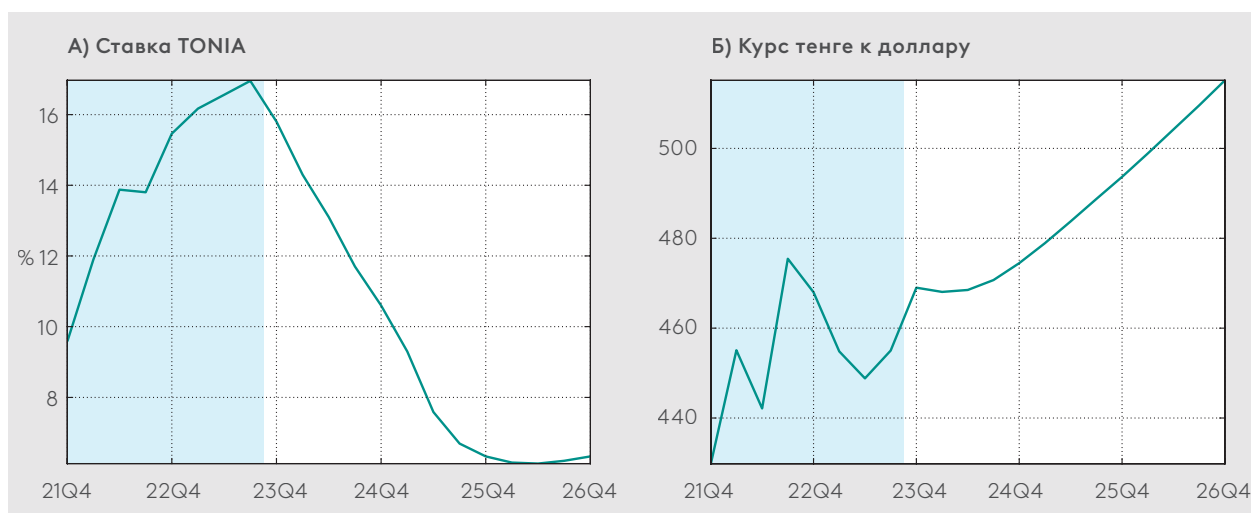
Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс казахстанского тенге

Снижение базовой ставки по мере ослабления инфляционного давления. По оценке ЕАБР, в конце 2024 г. базовая ставка может сложиться на уровне 10%. После ослабления инфляционного давления со стороны внутреннего потребительского спроса возможно ее снижение до 7–8% на конец 2025 г. В среднесрочной перспективе денежно-кредитная политика будет нацелена на сохранение инфляции вблизи целевого диапазона 5%. Ставки на депозиты могут начать снижаться во второй половине 2024 г. Стоимость кредитных ресурсов отчасти будет формироваться под действием льготных программ финансирования, реализуемых органами власти (рисунок 14.А).

Умеренное ослабление тенге в среднесрочном периоде. Прогнозируемое снижение цен на нефть замедлит темпы роста экспортных доходов в среднесрочном периоде. При этом ожидаем, что рост импортных поступлений ускорится среди прочего вследствие высокой инвестиционной активности. Курс тенге в 2024 г. прогнозируется в среднем на уровне 470 (рисунок 14.Б).

↓ Рисунок 14. Курс казахстанского тенге и ставка TONIA



Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР.

Риски

Длительная и глубокая рецессия у ключевых торговых партнеров Казахстана. Снижение ВВП в ключевых экономиках мира приведет к ослаблению ценовой конъюнктуры на мировых рынках сырья. Ограничение по объемам добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК+ может продлиться дольше, чем предполагается в базовом сценарии, что негативно скажется на экспортных поставках и доходах бюджета Казахстана. Это приведет к ослаблению деловой активности и снижению доходов населения. Другим риском, ограничивающим экономическую активность, может стать сдвиг сроков по проекту будущего расширения на Тенгизе.

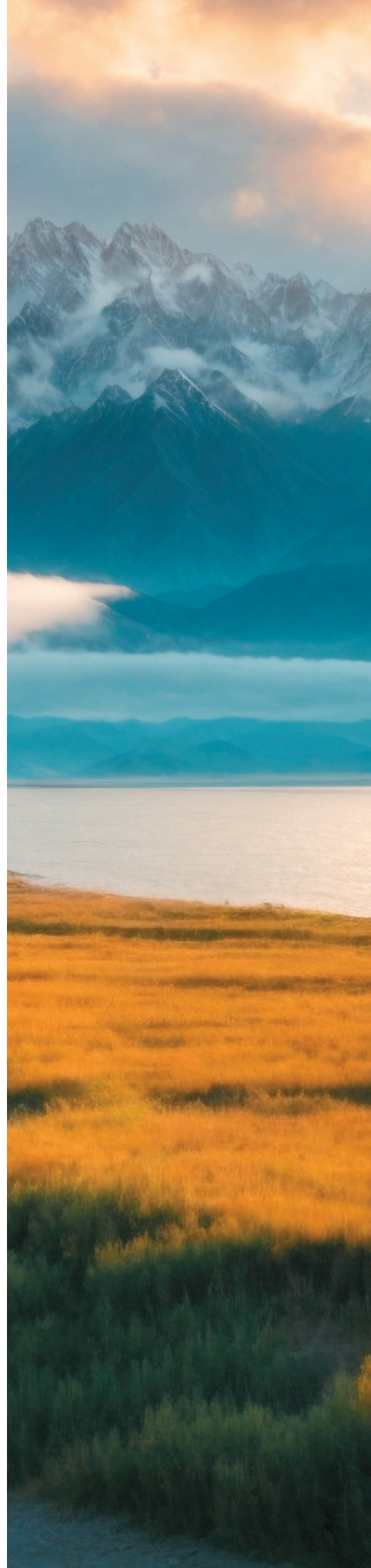
Проинфляционные риски РК повысились. Повышение тарифов на услуги и ухудшение предложения продовольственной пшеницы создают риски для повышения потребительских цен. В случае их реализации пространство для снижения базовой ставки сократится. Согласно заявлению НБ РК, дальнейшее смягчение денежно-кредитной политики возможно при условии, что инфляция к концу 2023 г. снизится до однозначных значений. В рисковом сценарии базовая ставка на конец 2023 г. может сохраниться на уровне 16,0% — соответственно, в течение 2024 г. денежно-кредитные условия будут жестче, чем в базовом сценарии.

КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА



Источник: leonardo.ai

Prompt: Issyk-Kul Lake/Tian-Shan Mountains, sunrise through clouds,
road with trees, skyline



КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

В базовом сценарии прогнозируем рост ВВП Кыргызской Республики на 4,5% в 2024 г. на фоне реализации программы государственных инвестиций, финансируемой международными институтами развития. Инфляция по итогам 2024 г. замедлится до 7,8%, главным образом вследствие ослабления внутреннего потребительского спроса. В 2025–2026 гг. темпы прироста потребительских цен могут составить около 6%.

Текущая ситуация

Возврат экономического роста к равновесному уровню. ВВП Кыргызской Республики увеличился на 4,5% г/г по итогам десяти месяцев 2023 г. после роста на 5,5% г/г и 6,3% г/г в 2021 и 2022 гг. соответственно. Возврату к равновесному уровню роста экономики способствовало исчерпание эффектов миграционного шока, наблюдавшегося осенью 2022 г. В текущем году внутренний спрос также выступил в роли драйвера экономики. Значимую поддержку оказало увеличение реальной заработной платы и рост объемов новых потребительских кредитов. Как мы и **предполагали**, дополнительную поддержку торговому и транспортному секторам, а также гостиницам и ресторанам оказал возросший (примерно в пять раз) приток туристов. Инвестиционный спрос усилился преимущественно за счет реализации программ государственного инвестирования в секторах энергетики, водоснабжения и образования. Частные инвестиции активизировались в горнодобывающем секторе. Полагаем, что в IV квартале 2023 г. выпуск основных металлов сохранит сдерживающее влияние на динамику роста промышленного сектора. С другой стороны, налогово-бюджетные стимулы придадут дополнительный импульс внутреннему потребительскому спросу. Поддержку экономике продолжат оказывать сильная инвестиционная активность и увеличение экспорта. По нашим оценкам, рост ВВП в 2023 г. составит 4,6%.

Инфляционный фон ослаб в 2023 г. Рост индекса потребительских цен продолжил замедляться и опустился до 9,2% г/г в октябре после 11,3% г/г в мае 2023 г. Такое снижение во многом связано с исчерпанием эффектов ценового давления со стороны мировых рынков продовольствия. Рост стоимости продуктовой корзины в КР снизился до 5,7% г/г в октябре 2023 г. с 8,4% г/г в мае 2023 г. Более быстрому замедлению инфляции препятствовали факторы разового характера: повышение тарифов на жилищно-коммунальные услуги и рост акцизов. Кроме этого, факторы длительного действия обрели более выраженный характер. Продолжилась подстройка цен в секторе услуг к новым уровням стоимости комплектующих товаров. Новыми источниками проинфляционного давления стали, во-первых, потребительский спрос, увеличивший инфляцию непродовольственных товаров до 13,8% г/г в октябре с 11,0% г/г в апреле 2023 г., а во-вторых, возобновление роста импортных цен на зерновые в начале осени. Полагаем, что действие данных факторов сохранится в оставшиеся месяцы 2023 г. С другой стороны, выход из расчета всплеска инфляции в октябре — декабре предыдущего года обеспечит ее замедление до 8,9% г/г на конец 2023 г.

Внешнеэкономическая активность повысилась. Отрицательное сальдо счета текущих операций платежного баланса КР выросло в 1,5 раза по итогам первого полугодия 2023 г., согласно предварительной оценке НБ КР. Такая динамика связана с расширением дефицита товаров и услуг в 1,3 раза по сравнению с первым полугодием 2022 г. Дополнительное влияние оказало снижение чистого притока денежных переводов физических лиц на 28,5% г/г. По операциям финансового счета в первой половине 2023 г. отток капитала сформировался за счет размещения наличной валюты и депозитов в иностранных активах. Данный отток был отчасти компенсирован поступлениями от прямых иностранных инвесторов.

Увеличение внешнеторгового оборота по итогам 2023 г. Показатель вырос на 26,2% г/г в январе — сентябре 2023 г. Этому способствовал рост стоимостного объема экспорта на 49,6% г/г и импорта на 21,6% г/г. Нарастивание экспортных доходов преимущественно связано с увеличением физических и стоимостных объемов поставок основных металлов, а также металлической руды. Рост импорта, *как мы и предполагали*, преимущественно обусловлен увеличением поставок из Китая вследствие снятия ограничений, связанных с COVID-19.

НБ КР удерживал учетную ставку на уровне 13,0% в течение 2023 г. Годовая инфляция двигалась по нисходящей траектории в течение десяти месяцев 2023 г. Однако она все еще не достигла целевого ориентира, и в середине года сформировались новые факторы, которые несут в себе риски разворота в динамике инфляции. К ним, в частности, относятся усиление потребительской активности, рост потребительского кредитования и ослабление курса сома к доллару. Кроме этого, рост стоимости импортируемых зерновых потенциально является фактором, способным повлиять на инфляционные ожидания, учитывая высокую долю мучных изделий в потребительской корзине КР. Сохранение учетной ставки на уровне 13% до конца 2023 г. позволит закорить инфляционные ожидания и снизить вероятность реализации проинфляционных рисков. Ставки по принятым депозитам в национальной валюте в сентябре 2023 г. составили 1,32%, что на 0,14 п.п. больше, чем в декабре 2022 г. Стоимость кредитования за указанный период повысилась на 2,1 п.п. и в сентябре 2023 г. составила 19,94%.

Ожидается дефицит бюджета по итогам 2023 г. Государственный бюджет исполнен с профицитом в размере 3,3% ВВП по итогам января — августа 2023 г. (годом ранее профицит оценивался в размере 1,1% ВВП). Рост доходов государственного бюджета в январе — августе 2023 г. на 3,9% ВВП обеспечен увеличением налоговых поступлений вследствие повышения объемов импорта, объемов поступлений по акцизам и доходов от собственности. Операционные расходы увеличились на 1,7% ВВП. Рост отмечен 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. Согласно проекту закона о бюджете на 2024–2026 гг., по итогам 2023 г. ожидается дефицит бюджета в размере 2,3% ВВП, что предполагает увеличение расходов бюджета в IV квартале 2023 г.

Прогноз

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

Показатель	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	6,3	4,6	4,5	3,5	3,4
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	14,7	8,9	7,8	6,6	6,1
Ставка РЕПО — 7 дней (% годовых в среднем за год)	12,1	11,2	10,4	9,6	9,4
Курс кыргызского сома к доллару США (в среднем за год)	84,1	87,9	89,7	92,1	95,6

Примечание: П — прогноз.

Источник: национальные ведомства, расчеты авторов.

Экономическая активность и инфляция

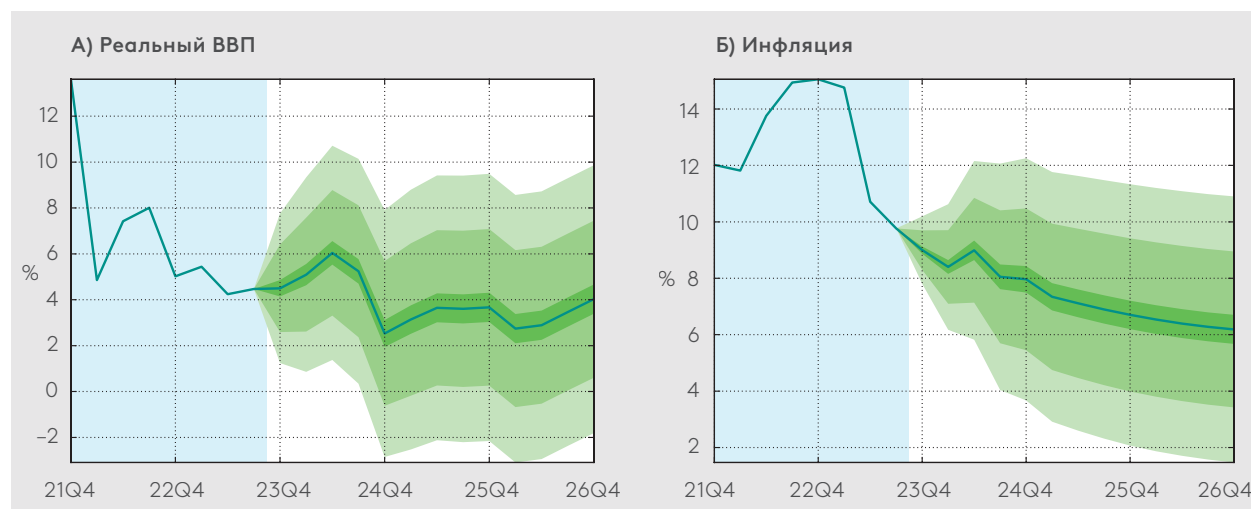
Рост ВВП в 2024 г. прогнозируется на уровне 4,5%. В первой половине 2024 г. сильный внутренний потребительский спрос продолжит играть роль драйвера экономики. Однако учитывая, что в 2024 г. запланирован профицит бюджета, и предполагая, что денежно-кредитные условия будут направлены на сдерживание инфляции, можно прогнозировать, что потребительская активность в течение года нормализуется. Таким образом, во второй половине 2024 г. ожидаем замедления темпов роста в оптовой и розничной торговле. Прогнозируемое маловодье также отрицательно повлияет на динамику роста в сельском хозяйстве и энергосекторе. Поддержку экономике окажет высокая инвестиционная активность, стимулируемая реализацией программ развития международных финансовых институтов, а также активизацией частных инвесторов в добывающей промышленности и строительном секторе. Промышленность будет набирать обороты за счет увеличения добычи металлической руды и роста производства основных металлов. Это, в свою очередь, будет способствовать росту экспорта товаров (таблица 6).

В 2025–2026 гг. темпы роста составят около 3,5%. Налогово-бюджетная политика продолжит оказывать сдерживающее влияние на экономический рост, в то время как денежно-кредитные условия станут менее жесткими. Рост выпуска в промышленности и объемов экспорта замедлится вследствие снижения выпуска основных металлов. Динамика потребительской и инвестиционной активности вернется к равновесным уровням (рисунок 15.А).

Инфляция замедлится до 7,8% г/г на конец 2024 г. Ожидаем в начале 2024 г. повышение инфляционного фона, обусловленного высокой потребительской активностью, ростом импортных цен на зерновые и горюче-смазочные материалы. По мере ослабления потребительской активности и с получением нового урожая зерновых замедление инфляции станет более выраженным. Снижение цен на мировых рынках продовольствия, а также завершение подстройки к новым уровням цен на комплектующие в сфере услуг будут оказывать понижающее давление на динамику инфляции в течение 2024 г. (рисунок 15.Б).

Инфляция прогнозируется в пределах целевого ориентира в 2025–2026 гг. В среднесрочном периоде ожидаем замедления темпов роста потребительских цен. Ситуация на мировых рынках продовольствия продолжит способствовать ослаблению инфляционного давления в КР. Давление со стороны цен на нефть также ослабнет в среднесрочной перспективе. Потребительская активность нормализуется и перестанет оказывать давление на внутренние цены КР в 2025–2026 гг.

↓ Рисунок 15. Экономическая активность и инфляция в Кыргызской Республике



Примечание: сезонно скорректированные данные.

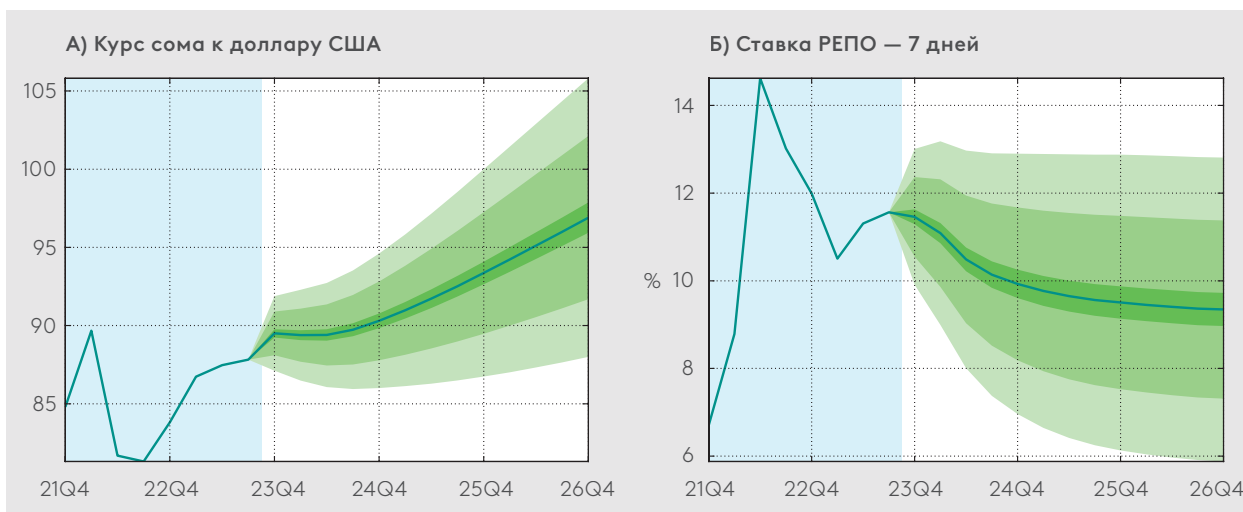
Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР.

Постепенное снижение учетной ставки НБ КР начиная со второго полугодия 2024 г.

С целью охлаждения сильного потребительского спроса, отчасти стимулируемого налогово-бюджетными мерами, прогнозируем, что регулятор может сохранить учетную ставку на уровне 13,0% в течение первого полугодия 2024 г. Во второй половине 2024 г. в случае ослабления проинфляционных факторов НБ КР может приступить к раунду снижения учетной ставки. По базовому сценарию прогноза ЕАБР, она может сложиться в диапазоне 11–12% на конец 2024 г. и опуститься до 10–11% на конец 2026 г. (рисунок 16.Б).

Ослабление сома в среднесрочном периоде. В базовом сценарии аналитики ЕАБР прогнозируют курс национальной валюты в среднем на уровне около 90 сомов за доллар в 2024 г. Этому будет способствовать увеличение импорта на фоне более низких показателей по притоку денежных переводов. В долгосрочном периоде действие фундаментальных факторов обусловит обесценение сома примерно на 2% в год (рисунок 16.А).

↓ Рисунок 16. Курс кыргызского сома и ставка РЕПО



Источник: национальные ведомства, расчеты ЕАБР.

Риски

Риски экономического роста сдвинуты в сторону снижения. Более глубокая, чем ожидается в базовом сценарии, рецессия в глобальной экономике в первую очередь отразится на внешнеэкономической деятельности Кыргызской Республики. В частности, замедление экономики Китая, ключевого поставщика комплектующих, притормозит активность промышленного производства в Кыргызской Республике и снизит экспортные поставки в страны ЕАЭС. Это спровоцирует ослабление внутреннего потребительского спроса и, как следствие, общее замедление экономической активности.

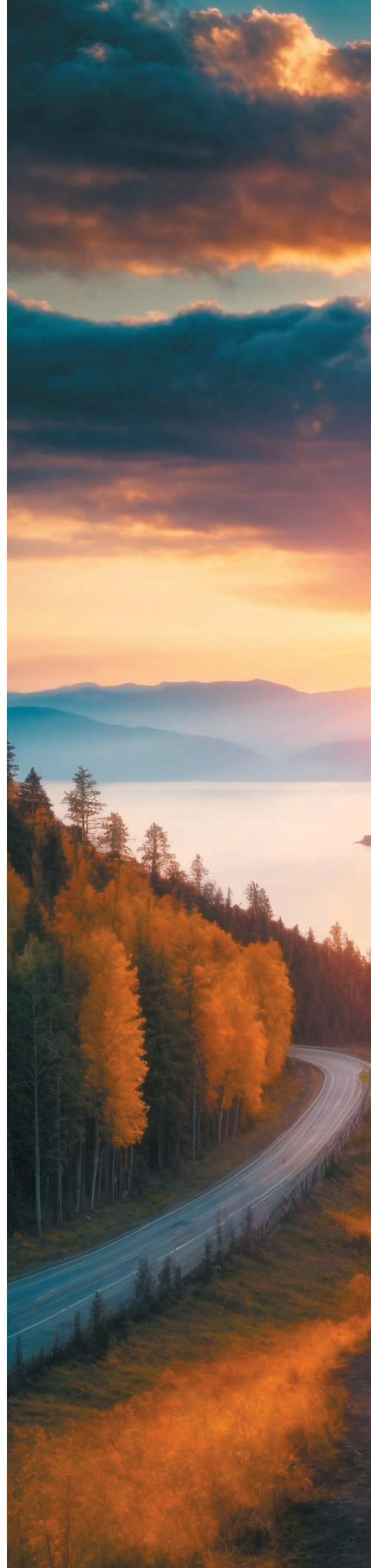
Риски ускорения инфляции преобладают. Вопрос о поэтапном повышении тарифов на электроэнергию находится в процессе обсуждения. В случае положительного решения данные меры будут иметь разовый эффект на динамику инфляции. В то же время затяжной рост цен на зерновые окажет более выраженное и широкое влияние на инфляционные ожидания. Повысилась вероятность роста цен на сельхозпродукцию в 2024 г. в связи с опасениями в отношении низкого урожая вследствие прогнозируемого маловодья. Все эти факторы вместе или по отдельности сделают возврат инфляции КР к целевому ориентиру более медленным, чем прогнозируется в базовом сценарии.

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ



Источник: leonardo.ai

Промпт: Baikal Lake, sunrise through clouds, road with trees, skyline



РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Рост российской экономики в 2024 г. замедлится до 1,5% в силу ужесточения денежно-кредитной политики и завершения восстановительного процесса. Поддержку экономике в ближайший год будут оказывать высокие цены на нефть и мягкая бюджетная политика. Жесткая денежно-кредитная политика приведет к ослаблению динамики внутреннего спроса и замедлению инфляции с 7,9% в 2023 г. до 5,4% в 2024 г. В базовом сценарии ожидаем постепенное снижение ключевой ставки до 10,5% к концу 2024 г. с дальнейшим смягчением по мере устойчивого замедления инфляции.

Текущая ситуация

Рост ВВП России по итогам 2023 г. прогнозируется в размере 3,1%. В III квартале 2023 г. прирост экономики оценивается в 5,5% г/г, что позволило ей превысить докризисный уровень IV квартала 2021 г. Квартальная динамика ВВП ослабнет в IV квартале 2023 г. вследствие ожидаемого охлаждения внутреннего спроса под воздействием существенного ужесточения денежно-кредитной политики. В целом оценка роста на текущий год повышена на 2,1 п.п. в сравнении с [предыдущим прогнозом](#), что отражает высокую степень адаптивности российской экономики к изменившимся условиям функционирования.

Промышленное производство поддерживает экономический рост в 2023 г. Вклад промышленности в прирост ВВП оценивается около 0,8 п.п. по итогам января — октября 2023 г. при расширении выпуска сектора на 3,5% г/г за аналогичный период. Основным драйвером производства выступает обрабатывающая промышленность, объем выпуска в которой вырос на 7,4% г/г. При этом внутриотраслевая динамика носила смешанный характер, обусловленный, с одной стороны, способностью отраслей адаптироваться к внешним ограничениям и формировать новые логистические связи, а с другой — расширением спроса ОПК. Внешние ограничения сильнее всего затронули добывающую отрасль, в которой наблюдается снижение выпуска на 1,1% г/г за десять месяцев.

Внутренний спрос существенно вырос в текущем году. Увеличение потребления домашних хозяйств было поддержано ростом реальных располагаемых денежных доходов населения на 4,8% г/г в январе — сентябре и расширением кредитования. Инвестиционная активность также заметно возросла как за счет бюджетного импульса, так и благодаря кредитной активности. Подстройка производителей товаров и услуг под усилившийся спрос привела к загрузке производственных мощностей до рекордных за 20 лет уровней и увеличила спрос на рабочую силу, что обеспечило сокращение безработицы до исторического минимума в 2,9%. Все эти факторы свидетельствуют об избыточном спросе в экономике — положительном разрыве выпуска, при том что возможности дальнейшего расширения внутреннего производства быстрыми темпами для удовлетворения спроса ограничены.

Проинфляционные процессы преобладают. Инфляция начала заметно ускоряться со второй половины года, достигнув в октябре 6,7% г/г. В III квартале скорректированный на сезонность аннуализированный прирост потребительских цен составил 12,1% по сравнению с 5,1% во II квартале 2023 г. Важнейшим фактором стал рост спроса, опережающий возможности расширения производства. Повышение цен на импортные товары в результате значительного ослабления российского рубля в июне — сентябре 2023 г. также привело к ускорению инфляции. Высокая текущая инфляция и курсовая волатильность обусловили рост инфляционных ожиданий, что выражается в инерционности инфляционных процессов и требует проведения более жесткой денежно-кредитной политики со стороны Банка России. Наш обновленный прогноз инфляции — 7,9% по итогам 2023 г.

Условия банковского кредитования ужесточались со второй половины 2023 г. в результате повышения ключевой ставки. В условиях усиления проинфляционных процессов Банк России ужесточил денежно-кредитную политику, повысив ключевую ставку за июль — ноябрь 2023 г. на 7,5 п.п. — до уровня 15% годовых. Спрос на кредиты тем не менее оставался высоким — кредитование организаций за период с января по сентябрь 2023 г. выросло на 20,8% г/г. Динамика ипотечного кредитования находится вблизи исторических максимумов, что связано с ожиданиями роста ставок и ухудшения условий по льготным программам. Полагаем, что повышение ключевой ставки и ужесточение макропруденциальных мер центральным банком будут более активно сдерживать кредитование в IV квартале 2023 г. и будущем году.

Профицит текущего счета платежного баланса сократился почти в четыре раза. Внешние ограничения и мировая конъюнктура привели к сокращению экспорта товаров и услуг на 27,3% г/г за январь — октябрь. В то же время рост внутреннего спроса на фоне выстраивания новых логистических цепочек способствовал росту импорта на 11,6% г/г за этот же период. Как результат, профицит внешней торговли сократился на 175 млрд долл. по сравнению с январем — октябрём 2022 г., что и предопределило ухудшение сальдо текущего счета.

Российский рубль сильно ослаб к доллару США в 2023 г. Сокращение профицита текущего счета и увеличение сроков поступления валютной выручки привели к ослаблению российского рубля на 40% (до 97 рублей за доллар в октябре) по сравнению с началом года. Однако принятые меры по обязательной продаже валютной выручки экспортерами и существенное ужесточение денежно-кредитной политики, позволившее увеличить привлекательность рублевых сбережений, создали условия для поступательного укрепления российского рубля. К концу года ожидаем курс около 90 рублей за доллар.

Дефицит бюджета в 2023 г. сложится около 1% ВВП. Из информации об исполнении федерального бюджета следует, что с января по октябрь дефицит составил 1,2 трлн рублей по сравнению с профицитом в 0,4 трлн рублей за тот же период годом ранее. Изменение сальдо обусловлено ростом расходов на 11,7% г/г за январь — октябрь по сравнению с прошлым годом при росте доходов бюджета на 4,4%. При этом отмечается улучшение состояния бюджета: за август — октябрь дефицит федерального бюджета снизился примерно в 2 раза за счет увеличения доходов и более сдержанных расходов.

Прогноз

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

Показатель	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	-2,1	3,1	1,5	1,6	2,1
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	11,9	7,9	5,4	4,0	3,9
Ключевая ставка (% годовых в среднем за год)	10,6	9,9	12,7	7,8	6,0
Курс российского рубля к доллару (в среднем за год)	67,5	85,9	92,4	93,4	95,1

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

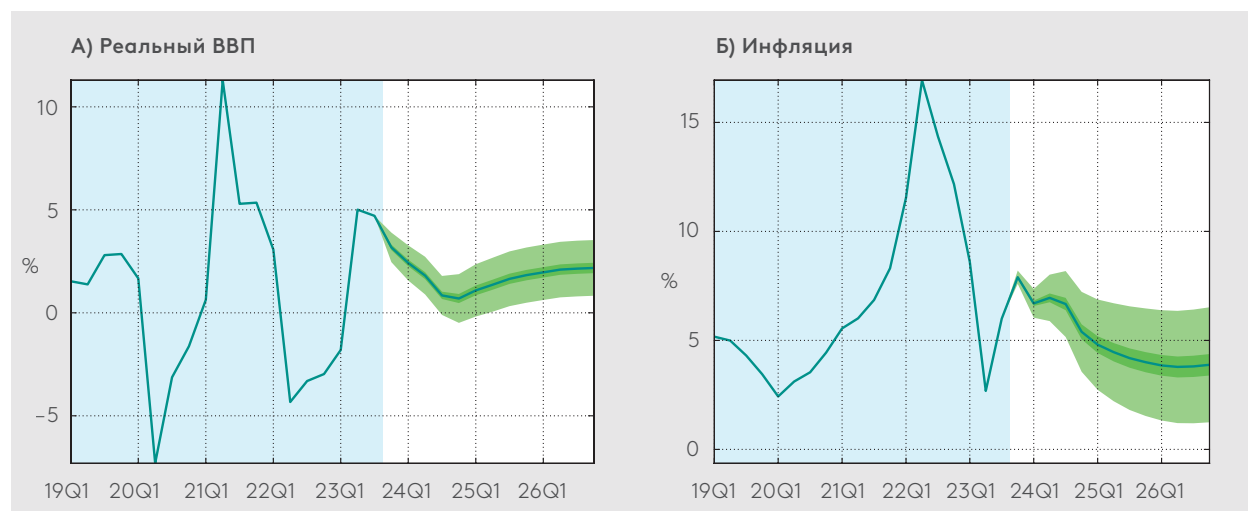
Экономическая активность и инфляция

Базовый сценарий предполагает рост ВВП России на 1,5% в 2024 г. Завершение восстановительного цикла и существенное ужесточение денежно-кредитной политики станут основными факторами замедления темпа экономического роста (таблица 7). Прежде всего ожидаем ослабления динамики потребления домохозяйств ввиду замедления кредитования и усиления сберегательных настроений на фоне высоких процентных ставок. При этом влияние этих факторов будет частично нивелировано бюджетным стимулированием. Экспорт в будущем году продолжит восстанавливаться, чему будет способствовать дальнейшая адаптация экономики к изменившимся в прошлом году условиям функционирования. Поддержку стоимостным объемам экспорта окажет и сокращение дисконта цены нефти марки Urals к Brent. Импорт в 2024 г. может несколько снизиться в силу охлаждения внутреннего спроса и под влиянием существенного ослабления российского рубля.

В 2025–2026 гг. экономика будет развиваться вблизи траектории сбалансированного роста (рисунок 17.А). По мере смягчения денежно-кредитных условий экономика будет в среднем расти темпами, которые, по нашим оценкам, соответствуют росту потенциального ВВП России. Сдерживающее влияние на динамику ВВП будут оказывать структурные факторы, в том числе ограниченные возможности наращивания выпуска со стороны рынка труда.

Инфляция замедлится до 5,4% в 2024 г. Основным эффектом от существенного ужесточения денежно-кредитной политики реализуется в 2024 г. Инфляция начнет активно замедляться уже с начала года, но сохранится на повышенных уровнях в первой половине 2024 г. Более быстрому снижению темпов роста цен в 2024 г. будет препятствовать сохранение бюджетного стимулирования экономики и возросших инфляционных ожиданий. Со стороны валютного курса ожидается нейтральное влияние на инфляцию в связи с прогнозируемой стабилизацией курса российского рубля. Инфляция продолжит замедляться в 2025–2026 гг. и приблизится к целевому ориентиру в 4% со второй половины 2025 г. (рисунок 17.Б).

↓ Рисунок 17. Прогноз экономической активности и инфляции в России



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

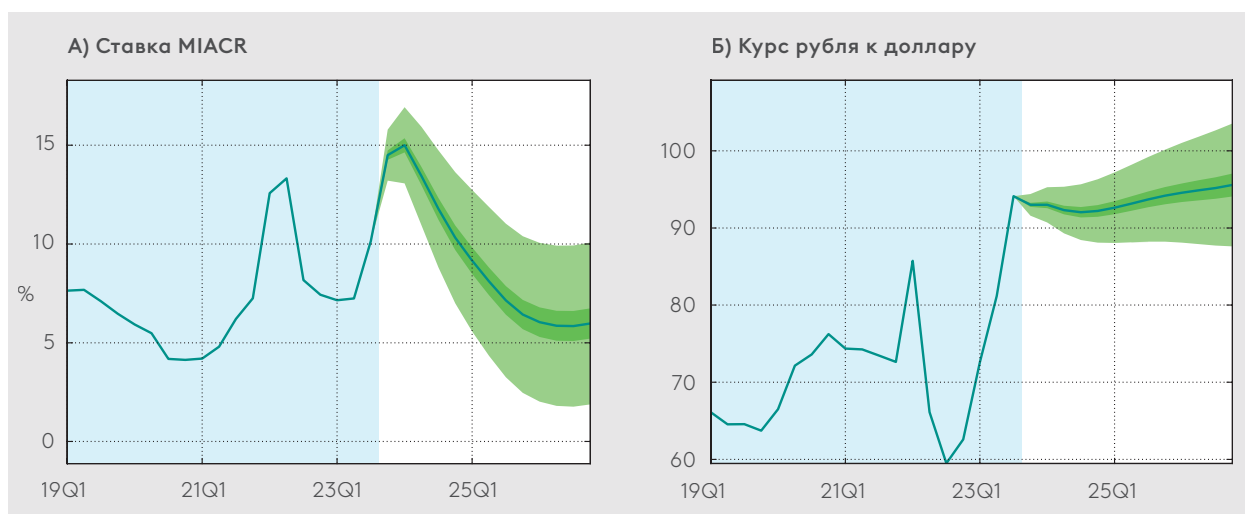
Денежно-кредитная политика и курс российского рубля

Денежно-кредитные условия в 2024 г. останутся жесткими, однако будут постепенно смягчаться по мере замедления инфляционных процессов. В базовом сценарии ожидаем, что Банк России перейдет к циклу снижения ставок не ранее чем со II квартала

2024 г. На фоне высокой инерционности инфляционных ожиданий регулятор будет консервативно подходить к смягчению денежно-кредитной политики. Мы ожидаем снижения ключевой ставки до 10,5% к концу 2024 г. и приближения ее к нейтральному уровню в течение 2025 г. (рисунок 18.А).

Среднегодовой курс российского рубля к доллару прогнозируется около 92 рублей за доллар в 2024 г. (рисунок 18.Б). Ситуация во внешней торговле по-прежнему будет определяющим фактором в формировании курса российского рубля. Прогнозируемый рост поступлений экспортной выручки, высокие процентные ставки по рублевым активам и охлаждение внутреннего спроса будут формировать условия для стабилизации курса вблизи 92 рублей за доллар. На горизонте 2025–2026 гг. при отсутствии внешних шоков ожидаем ослабления номинального курса в соответствии с разницей в уровнях инфляции в России и за рубежом.

↓ Рисунок 18. Прогноз процентной ставки и курса российского рубля



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Продолжительная рецессия в развитых странах является риском для экономики Российской Федерации. Реализация этого сценария формирует условия для значительного сокращения спроса на экспортируемые Россией товары, в первую очередь сырьевые, что приведет к заметному падению экспортных доходов и создаст риски для финансирования бюджетного дефицита на среднесрочном горизонте. Следствием этого станет заметное ослабление рубля и удорожание импорта, что ускорит рост инфляции и инфляционных ожиданий и приведет к сокращению реальных доходов населения. Для стабилизации роста цен центральный банк ужесточит денежно-кредитную политику, что чревато более глубоким спадом деловой активности.

Вероятность новых торговых ограничений в отношении России по-прежнему остается высокой. Нарушение выстроенных логистических цепочек формирует риск сокращения объема производства во многих отраслях, что негативно скажется на экономическом росте в целом. В этой связи наиболее значимыми угрозами являются заметное усложнение условий для импорта высокотехнологичной продукции и потеря сформировавшихся рынков сбыта. В случае реализации этих рисков адаптация российской экономики будет более долгосрочной. Вместе с тем опора на внутренние факторы за счет реализованной политики импортозамещения может в заметной степени нивелировать этот риск в будущем.

РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН



Источник: midjourney.com
Prompt: Lake Karakul/Pamir Mountains, sunrise through clouds,
road with trees, skyline



РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН

ВВП страны увеличится на 8,2% в 2023 г. и на 7,3% в 2024 г. Сильный внутренний спрос обеспечивает быстрый рост экономики в текущем году. В 2024 г. он замедлится на фоне менее благоприятной внешнеэкономической ситуации. Инфляция ускорится до 6,0% на конец 2023 г. на фоне высокой потребительской активности и повышения цен на энергоносители. В 2024 и 2025 гг. политика НБТ обеспечит рост потребительских цен в пределах целевого интервала (6±2%).

Текущая ситуация

Темпы роста экономики в 2023 г. остаются стабильными и высокими. В период с января по сентябрь ВВП страны повысился на 8,3% г/г. Существенный вклад в экономическую активность по итогам первых трех кварталов 2023 г. внесли сектора, непосредственно ориентированные на внутренний потребительский и инвестиционный спрос, а именно торговля и строительство. Их вклад в рост ВВП за этот период составил соответственно 2,5 п.п. и 1,1 п.п. Вклад промышленности оказался сопоставимым — на уровне 1,3 п.п. на фоне увеличения выпуска на 12,0% г/г обрабатывающими отраслями, во многом благодаря сильному росту пищевой отрасли, и на 3,6% г/г — добывающей промышленностью, динамику которой сдерживает падение добычи угля, спрос на который сокращается в условиях восстановления торговли энергоносителями с Узбекистаном. Мы ожидаем, что в октябре — декабре 2023 г. рост ВВП страны несколько замедлится. Одной из причин станет уменьшение притока в Таджикистан денежных переводов из-за ослабления российского рубля по сравнению с 2022 г. В этих условиях экономика по итогам 2023 г. вырастет на 8,2% — сильнее, чем прогнозировалось в июне 2023 г.

Внутренний спрос способствовал увеличению импорта и, как следствие, расширению торгового дефицита. Отрицательное сальдо внешней торговли расширилось на 50% г/г, до 3,2 млрд долл. за январь — сентябрь 2023 г. с 2,1 млрд долл. за тот же период 2022 г. Одновременно с падением экспорта (на 40,7% г/г, или 0,7 млрд долл., в связи с паузой в поставках на внешние рынки золота, а также с уменьшением экспорта недрагоценных металлов и минеральных продуктов) повысился импорт — на 10,5% г/г, или 0,4 млрд долл. Вместе с тем помесечные темпы роста последнего замедлились во второй половине года: в августе они стали отрицательными, впервые с февраля 2023 г., и остались отрицательными в сентябре. Мы ожидаем, что в последние месяцы 2023 г. и в следующем году темпы роста импорта замедлятся, что позволит снизить внешне-торговый дефицит и позитивно скажется на устойчивости платежного баланса страны.

Курс национальной валюты Таджикистана мало менялся с конца февраля 2023 г., оставаясь в диапазоне 10,91–10,97 сомони за доллар. Устойчивость курса привела к реальному увеличению стоимости сомони, прежде всего за счет ослабления к доллару российского рубля: по состоянию на сентябрь реальный эффективный обменный курс таджикской валюты оказался максимально крепким с начала 2016 г., то есть более чем за семь с половиной лет. Мы ожидаем, что к концу 2023 г. курс таджикской валюты останется вблизи текущего уровня 10,9 сомони за доллар.

Инфляция достигла 4,4% г/г по итогам октября. Часть предшествующих месяцев 2023 г., а именно с марта по июль, рост цен потребительского рынка оставался ниже целевого диапазона НБТ (6±2%) в условиях стабильности курса сомони к доллару и ограниченного инфляционного давления со стороны международных цен на энергоносители и продукцию сельского хозяйства. Изменению ситуации в III квартале способствовали

сильный спрос в экономике, повышение цен на энергию в мире, а также ускорение инфляции в России — главном поставщике импортируемых товаров в Таджикистан. Мы ожидаем, что эти факторы предопределят дальнейшее повышение инфляции в стране и на конец 2023 г. она составит 6,0% г/г.

Национальный банк Таджикистана не менял ставку рефинансирования с мая текущего года. Ее сохранение на текущем уровне 10% годовых, минимальном с 2016 г., способствовало возвращению инфляции в пределы целевого интервала НБТ в III квартале. Последнее в 2023 г. заседание комитета по денежно-кредитной политике НБТ состоялось 27 октября. Мы не ожидаем внеочередных решений по ставке в течение оставшейся части года.

Государственный бюджет исполняется с профицитом. Положительное сальдо составило 1,6 млрд сомони по итогам января — августа 2023 г., расширившись по сравнению с 0,9 млрд сомони в январе — августе 2022 г. Доходы государства увеличились на 27,0% г/г в условиях быстрого роста экономики. Расходы повысились на 25,0% г/г, при этом опережающими темпами росло финансирование аграрного сектора (на 76,1% г/г), а также отраслей транспорта и связи (на 69% г/г). Рост ассигнований на нужды энергетики, основного реципиента государственных инвестиций в стране, составил 18,3% г/г, оказавшись ниже роста госрасходов в целом.

Прогноз

↓ Таблица 8. Основные макроэкономические показатели (базовый сценарий)

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

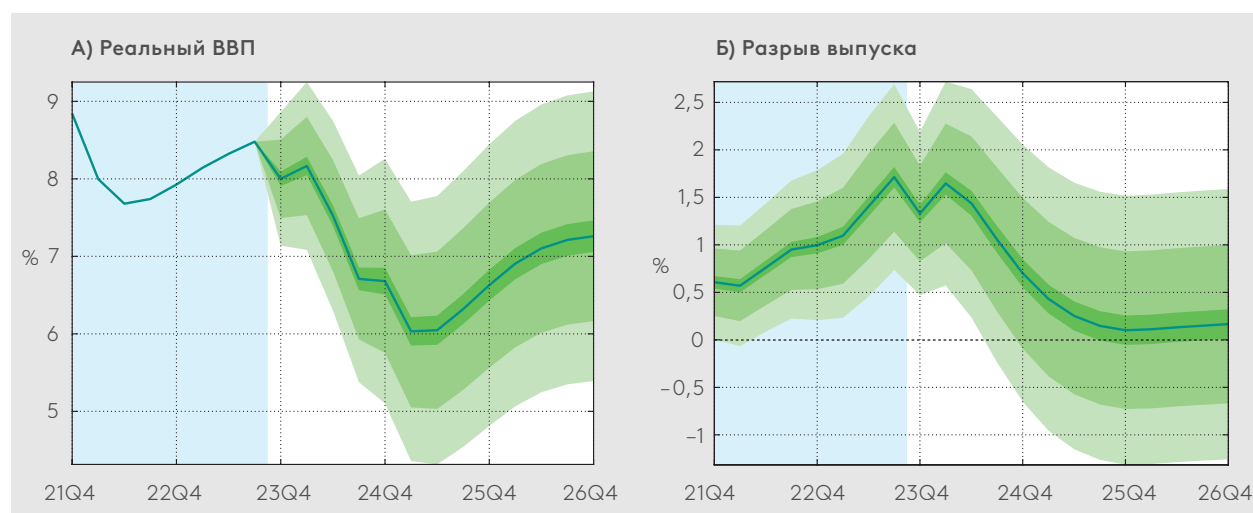
Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

Наш прогноз предполагает сохранение высоких темпов роста ВВП Таджикистана в 2024 г. — на уровне 7,3% (таблица 8). Некоторое замедление по сравнению с 2023 г. будет объясняться ухудшением внешнеэкономического фона — замедлением темпов роста как в России, так и в ведущих мировых экономиках. Между тем поддержку росту ВВП Таджикистана продолжат оказывать расширение мощностей в промышленности (в первую очередь в металлургии, энергетике, текстильной и пищевой отраслях) и сопутствующая ему инвестиционная активность, в том числе в рамках реализации программ правительства по развитию экономики.

В 2025–2026 гг. рост ВВП составит 6–7%. Эти темпы близки к потенциальным для Таджикистана (рисунок 19.Б). Они выше средних для региона благодаря наличию структурных факторов, поддерживающих быстрый рост экономики страны: догоняющего характера ее развития и высоких темпов роста населения.

↓ Рисунок 19. Прогноз экономической активности в Таджикистане

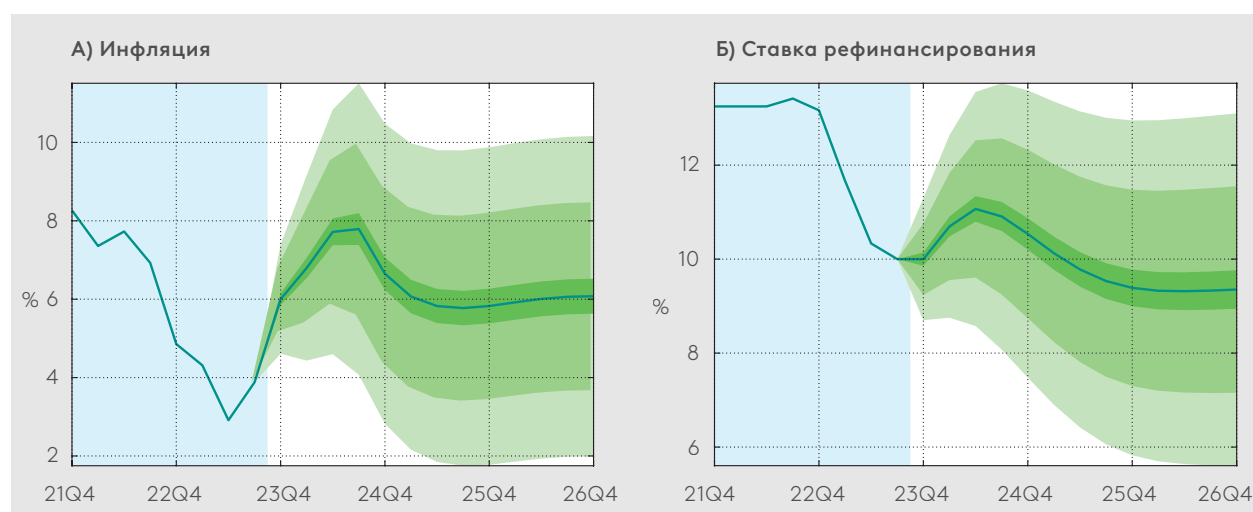


Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

В 2024 г. рост потребительских цен ускорится до 6,6% г/г. Сильная потребительская активность в стране и всплеск инфляции в России оказали влияние на месячные (м/м) темпы инфляции в Таджикистане — мы ожидаем, что до конца текущего и по крайней мере в первой половине 2024 г. они останутся более высокими, чем в прошлом году. В этих условиях годовая инфляция может приблизиться к верхней границе целевого интервала НБТ $6\pm 2\%$ (рисунок 20.А).

В 2025–2026 гг. инфляция сложится на уровнях, близких к 6,0%, то есть будет находиться в середине целевого диапазона НБТ. 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 20. Прогноз инфляции и ставки рефинансирования



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс национальной валюты

В 2024 г. курс сомони к доллару прогнозируется вблизи текущих значений.

Показатели экономической динамики за текущий год дают основания считать, что сохранение сложившегося в 2023 г. равновесия на валютном рынке пока не оказывает значимого сдерживающего влияния на рост ВВП и инфляцию. Как следствие, стоимость национальной валюты относительно доллара может не измениться существенным образом в 2024 г.

В 2025 г. плавное ослабление национальной валюты возобновится и получит продолжение в 2026 г.

В противном случае реальное укрепление сомони со временем может негативно сказаться на устойчивости платежного баланса страны и конкурентоспособности производимой таджикскими предприятиями продукции. Главным фактором, определяющим скорость ослабления сомони в этот период, станет разница в темпах инфляции между Таджикистаном и его торговыми партнерами.

Прогнозируемое нами повышение темпов инфляции до уровней, близких к верхней границе целевого интервала, в 2024 г. (рисунок 20.А) создает предпосылки для временного ужесточения денежно-кредитной политики. Можно ожидать, что в начале 2024 г. ставка рефинансирования будет повышена до 11% годовых или выше.

Во второй половине 2024 г. начнется снижение ставки рефинансирования на фоне снижения темпов роста цен в экономике. Оно продолжится в 2025 г., и по итогам прогнозного периода ставка закрепится на уровнях около 9% годовых (рисунок 20.Б).

Риски

Развитие ситуации в экономике Таджикистана в 2024–2025 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 2024 г. может замедлиться до 5,7%. Негативные эффекты более слабого внешнего спроса и более существенного сокращения переводов частично скомпенсируются 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., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (2023) *Макроэкономический прогноз 2023–2025. Июнь 2023*. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews/makroekonomicheskij-prognoz-eabr-2023-2025/> (Просмотрено 22 ноября 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-makroekonomicheskogo-prognozirovaniya-evraziyskogo-ekonomicheskogo-soyuza/> (Просмотрено 22 ноября 2023).

Кузнецов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (2023) *Макроэкономический обзор ЕАБР. Август 2023*. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/monthly-review/makroekonomicheskij-obzor-eabr-avgust-2023/> (Просмотрено 22 ноября 2023).

Кузнецов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (2023) *Макроэкономический обзор ЕАБР. Октябрь 2023*. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/monthly-review/makroekonomicheskij-obzor-eabr-oktyabr-2023/> (Просмотрено 22 ноября 2023).

European Central Bank (ECB) (2023) Loans to euro area non-financial corporations. November 2. Available at: <https://data.ecb.europa.eu/publications/financial-markets-and-interest-rates/3030664> (Accessed 22 November 2023).

Federal Reserve Economic Data (FRED) (2023) 10-Year High Quality Market (HQM) Corporate Bond Spot Rate (HQMCB10YR). U.S. Department of the Treasury, November 21. Available at: <https://fred.stlouisfed.org/series/HQMCB10YR> (Accessed 22 November 2023).

IMF (2023) *Global Financial Stability Report: Financial and Climate Policies for a High-Interest-Rate Era*. October 2023. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/10/10/global-financial-stability-report-october-2023> (Accessed 22 November 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
ОПЕК+	Организация стран — экспортеров нефти
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
ФРС США	Федеральная резервная система США
ЦБ РА	Центральный банк Республики Армения
ЦБ РФ	Центральный банк Российской Федерации (Банк России)
COVID-19	COronaVirus Disease 2019, коронавирусная инфекция
МІАСR	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
долл.	доллар США
млн	миллион
млрд	миллиард
п.п.	процентный пункт
трлн	триллион
тыс.	тысяча

ГЛОССАРИЙ

Бюджетные (фискальные) резервы

Объем свободных средств государственного бюджета, доступных для финансирования расходов.

Бюджетный (фискальный) импульс

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

Валютизация банковских вкладов (кредитов)

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

Нейтральная ставка

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

Потенциальный (равновесный) ВВП

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

Равновесный курс валюты

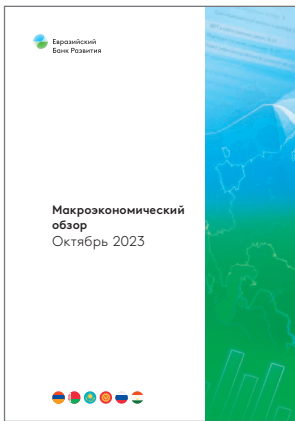
Реальный курс валюты, не оказывающий ни дополнительного инфляционного, ни дезинфляционного воздействия.

Разрыв выпуска

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

Purchasing Managers' Index (PMI)

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



Макроэкономический обзор (RU)

Экономика региона уверенно растет: совокупный ВВП увеличился на 2,8% г/г в январе — августе после 2% г/г по итогам первого полугодия 2023 г.



Макроэкономический прогноз (RU/EN)

Макроэкономический прогноз ЕАБР 2023–2025

Прогноз экономического роста улучшен для всех государств — участников ЕАБР. Успешная адаптация экономик стран региона к изменившимся условиям поддержит их рост в текущем году.



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

В докладе представлена база данных инвестиционных проектов развития МТК «Север — Юг». В нее вошли более 100 проектов на общую сумму свыше 38 млрд долл.



Доклад 22/3 (RU/EN)

Экономика Центральной Азии: новый взгляд

Центральная Азия — крупный, динамично растущий и перспективный экономический регион. За последние 20 лет ВВП стран ЦА увеличился более чем в семь раз, а средний темп роста составил 6,2%.



Доклад 22/4 (RU/EN)

Регулирование водно-энергетического комплекса Центральной Азии

Эффективное управление водно-энергетическими ресурсами в бассейне Аральского моря имеет стратегическое значение для стран Центральной Азии. Нагрузка на водные ресурсы продолжает расти и увеличится до 2,8 раза к 2040 г. в некоторых регионах.



Доклад 22/5 (RU/EN)

Мониторинг взаимных инвестиций ЕАБР — 2022

На евразийском пространстве (страны СНГ и Грузии) объем накопленных взаимных ПИИ составил 44,6 млрд долл. на середину 2022 г. Накопленный объем взаимных ПИИ в ЕАЭС составил 24,5 млрд долл.



Доклад 23/1 (RU/EN)

Продовольственная безопасность и раскрытие агропромышленного потенциала Евразийского региона

Евразийский регион не только гарантировал собственную продовольственную безопасность, но и к 2035 г. будет способен обеспечить продовольствием 600 млн человек.



Доклад 23/2 (RU/EN)

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

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



Доклад 23/3 (RU/EN)

Трансграничные государственно-частные партнерства

Для успешной реализации проектов трансграничных ГЧП в странах региона ЕАБР разработал руководящие принципы, базирующиеся на передовом международном опыте и наилучших практиках развития трансграничной инфраструктуры.



Доклад 23/4 (RU/EN)

Эффективная ирригация и водосбережение в Центральной Азии

В новом исследовании ЕАБР представлены 10 практических шагов по сохранению потенциала орошаемых земель и водосбережению: четыре на региональном уровне и шесть на уровне национальной политики.



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