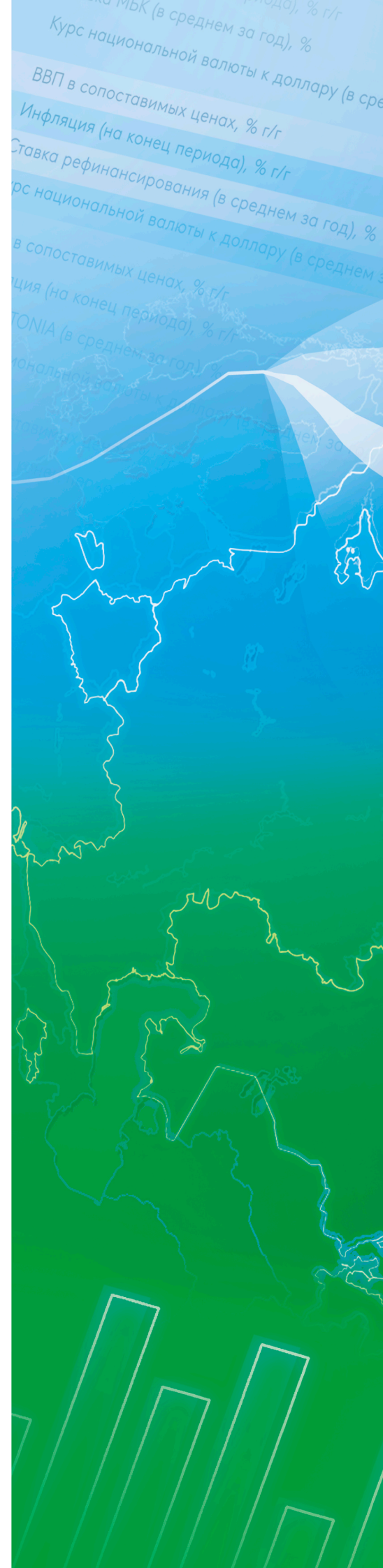




Евразийский
Банк Развития

Макроэкономический обзор Август 2023



Кузнецов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (2023) *Макроэкономический обзор ЕАБР. Август 2023*. Алматы: Евразийский банк развития.

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

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

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

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

Макроэкономический обзор является регулярной публикацией ЕАБР, в которой представлен оперативный срез макроэкономической ситуации в странах – участницах Банка и даны оценки ее развития в краткосрочной перспективе. Обзор охватывает Армению, Беларусь, Казахстан, Кыргызстан, Россию и Таджикистан. В публикации анализируется широкий спектр экономических показателей, в том числе ВВП, промышленность, инвестиции, потребительские расходы, внутренняя и внешняя торговля, инфляция, процентные ставки, кредитование, курсы национальных валют, доходы, расходы и дефицит государственных бюджетов, государственный долг. Обзор содержит статистическую информацию об основных макроэкономических показателях стран – участниц ЕАБР. Макроэкономический обзор является промежуточной публикацией между [макроэкономическими прогнозами](#).

Ключевые слова: экономическая активность, ВВП, промышленность, инвестиции, спрос, инфляция, денежно-кредитная политика, бюджет.

JEL: E17, E66, F15, F31, H62, O11.

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

Электронная версия документа находится на <https://eabr.org/analytics/monthly-review>.

Оперативная макроаналитика, новости экономического сотрудничества, мониторинг инфраструктуры и другие экспертные мнения аналитиков еженедельно публикуются в телеграм-канале Евразийского банка развития: t.me/eabr_bank.

© Евразийский банк развития, 2023

ОГЛАВЛЕНИЕ

ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА.....	3
РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ	5
Таблица 1. Экономические показатели Армении.....	8
РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ	9
Таблица 2. Экономические показатели Беларуси.....	11
РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН	12
Таблица 3. Экономические показатели Казахстана.....	15
КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА.....	16
Таблица 4. Экономические показатели Кыргызстана	18
РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ.....	19
Таблица 5. Экономические показатели России.....	24
РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН	25
Таблица 7. Экономические показатели Таджикистана	28
Таблица 8. Основные экономические показатели государств – участников ЕАБР	29
СПИСОК ИСТОЧНИКОВ	31
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	32

ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА РЕГИОН ОПЕРАЦИЙ ЕАБР

Устойчивое ценовое давление в развитых странах сохраняется. Успешность борьбы ФРС и ЕЦБ с инфляцией выглядит далеко не очевидной, несмотря на заметное замедление сводной инфляции в США и еврозоне в текущем году. Ослабление инфляции преимущественно объясняется снижением цен на энергоносители и другие сырьевые товары. Базовая инфляция, которая показывает устойчивое ценовое давление, остается высокой и в США, и в еврозоне. Так, в США базовый индекс потребительских цен в июне вырос на 4,8% г/г, а в еврозоне в июле – на 5,5% г/г. Это очень высокие уровни для развитых экономик. Инфляция отстывает, но ведет тяжелые арьергардные бои.

Борьба центробанков с инфляцией отнюдь не завершена, однако **стратегия повышения процентных ставок, скорее всего, сменится стратегией их продолжительного сохранения на повышенных уровнях.** В июле ФРС и ЕЦБ подняли ключевые ставки на 0,25 п.п. – до новых многолетних максимумов. Нельзя исключать подобного повышения и осенью, однако дальнейшее увеличение ставок может упираться в необходимость поддержания финансовой стабильности и долговой устойчивости. Мы уже слышим отголоски этих угроз – Fitch понизило суверенный кредитный рейтинг США до уровня «АА+» на фоне ожиданий будущей рецессии и существенно возросшего долгового бремени. Дальнейшее повышение ставок становится угрозой для экономик, но устойчиво высокая инфляция не позволяет монетарным регуляторам пойти на смягчение политики. Мы считаем, что инфляция в развитых странах будет стабильно выше, чем в 2010-х гг.: не 0–2%, к которым рынок привык за предыдущее десятилетие, а порядка 3–5%. В связи с этим вероятным выглядит сценарий продолжительного поддержания процентных ставок на повышенных уровнях.

Мировая экономика теряет импульс к росту и переходит к режиму длительного функционирования в условиях повышенных процентных ставок. Деловая конъюнктура в промышленности в мире остается неблагоприятной. Глобальный PMI обрабатывающих отраслей в июле сохранялся ниже пороговой отметки 50 пунктов – экономическая активность снижалась. Более года снижается количество новых заказов, особенно экспортных, – очевидный признак ослабления мирового спроса на товары и «затухания» глобальной торговли ими. Проседание промышленности отмечается не только в развитых странах, но и в важнейшем экономическом партнере государств – участников ЕАБР – Китае. Сектор услуг пока еще вытягивает китайскую экономику, однако по мере завершения его восстановления от продолжительных санитарных ограничений

экономический рост в Китае будет затухать. В текущем году ВВП Поднебесной увеличится более чем на 5%, но экономике будет сложно удерживать такой рост в дальнейшем из-за исчерпания прежних факторов роста.

Перегрев рынка труда – актуальная проблема центробанков как развитых, так и развивающихся стран. Отголоски пандемии и избыточных денежных вливаний в ее острую фазу для поддержки экономики продолжают сказываться на состоянии рынка труда – работники остаются в дефиците и в США, и в еврозоне. Отношение незанятых рабочих мест к числу всех рабочих мест на рынке США составляло 5,8% в июне, а в еврозоне – 3% по итогам I квартала. Это ниже пиков начала 2022 г. (хотя в еврозоне всего на 0,2 п.п.), но все еще заметно выше допандемийных максимумов в 4,8% в США и 2,2% в еврозоне. Дефицит на рынке труда ограничивает возможности подстройки стороны предложения под возросший постковидный спрос. Это и поддерживает устойчивое инфляционное давление. Важно отметить, что ценовое давление в наибольшей степени испытывают производители услуг, где, вероятно, проблема дефицита работников стоит наиболее остро.

Возросшая опора на внутренние источники роста сглаживает влияние внешнего сектора на экономики государств – участников Банка, однако охлаждение мирового спроса с течением времени будет ощущаться и в регионе. Казахстан и Россия остаются важными поставщиками сырьевых товаров на мировой рынок, а на сбалансированность их бюджетов большое влияние оказывает мировая конъюнктура. Замедление глобальной экономики будет ограничивать пространство для усиления активности в экспортоориентированных секторах их экономик. Армения, Беларусь, Кыргызстан и Таджикистан имеют тесные торгово-экономические связи с крупнейшими экономиками региона операций Банка. Динамика деловой активности в России и Казахстане будет отражаться и на них. Смещение акцента на внутренние факторы роста сглаживает влияние внешней конъюнктуры.

Евгений Винокуров,
Главный экономист ЕАБР

РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ

Экономическая активность ослабевает после прошлогоднего всплеска. Инфляционное давление в экономике оставалось слабым в июле. ЦБ РА снизил ставку рефинансирования на 0,25 п.п. до 10,25%.

Экономическая активность в Армении увеличилась на 11,4% г/г в январе – июне. По итогам первого полугодия на динамику положительно повлияли все сектора, основную роль сыграл сектор услуг на фоне расширения выпуска в ИТ, воздушном транспорте и общественном питании¹. Вместе с тем ежемесячные данные показывают, что рост услуг (с начала года) и торговли (с мая) постепенно замедляется. Это во многом связано с корректировкой спроса. Такая тенденция сохранится до конца года, что несколько замедлит темпы роста экономики. Уже в июне показатель экономической активности составил 6,8% г/г после 13,7% г/г месяцем ранее – замедление обусловлено спадом в банковской деятельности и обрабатывающей промышленности² в июне после прошлогоднего всплеска роста в этих секторах. При этом рост строительства (+17% г/г в январе – июне) сохраняет устойчивость на фоне высокого уровня ипотечного кредитования³. Поддержку экономике оказывают значительные объемы денежных переводов и сохранение высокой туристической активности (+70,3% г/г). Приток трансграничных переводов физических лиц за январь – июнь текущего года увеличился на 56% г/г и составил 2,9 млрд долл. Согласно нашим [прогнозам](#), благодаря показателям первого полугодия темпы роста экономики Армении останутся высокими и по итогам года составят 7,5%.

В Армении в июле сохранялась дефляция. Цены снизились на 0,1% г/г после 0,5% г/г месяцем ранее. Такой динамике преимущественно способствовало снижение цен в продовольственном сегменте (минус 3,9% г/г в июле после минус 5,1% месяцем ранее), что связано с удешевлением импортируемых продуктов питания. Снизились цены на импортируемое топливо (минус 7,2% г/г). Замедляется также рост цен на остальные непродовольственные товары и услуги. Ключевыми факторами, ограничивающими рост цен, выступают укрепление армянского драма и ослабление внешнего ценового давления. Снижению инфляции⁴ способствовали также жесткие денежно-кредитные условия. В течение III квартала годовой [рост цен](#) будет держаться вблизи нулевых значений и в оставшейся части года сформируется ниже целевого ориентира (4±1,5%)

¹ Рост услуг составил 16,8% г/г (ИТ +90,5% г/г, воздушный транспорт +34,5% г/г, общественное питание +23,5% г/г в январе – июне).

² Соответственно минус 33,6% г/г и минус 5,9% г/г против роста в два раза г/г и на 34% г/г в аналогичном периоде прошлого года.

³ Этому способствовало строительство, финансируемое за счет средств организаций (+47,9% г/г в январе – июне), более половины объемов работ в секторе приходится на строительство жилья на фоне высоких темпов роста ипотечного кредитования (+40,8% г/г по состоянию на июнь).

⁴ Базовая инфляция замедлилась до 1,5% г/г в июне с 3,1% г/г месяцем ранее.

Центрального банка РА. Мы [прогнозируем](#) инфляцию около 2,5% г/г на конец 2023 г.

Центральный банк Армении второй раз подряд принял решение снизить ставку рефинансирования – на 0,25 п.п. до 10,25%. Траектория ставки соответствует нашим [прогнозам](#). Решение принято на фоне дефляции в размере 0,5% г/г в июне, укрепления драма и уменьшения внешнего ценового давления. В сложившихся условиях можно ожидать продолжения цикла снижения ставки рефинансирования до 9% годовых на конец текущего года. Смягчение денежно-кредитных условий будет способствовать ускорению роста цен к концу 2023-го – началу 2024 г.

Врезка 1. Укрепление армянского драма: факторы, последствия и перспективы

Армянский драм демонстрирует **устойчивое укрепление** к валютам стран – торговых партнеров с начала II квартала 2022 г. По итогам июля текущего года по сравнению с началом 2022 г. армянский драм укрепился к корзине валют – к **доллару на 19,8% г/г, к евро на 21,7% г/г, к российскому рублю на 32,4% г/г.** В терминах реального эффективного курса армянский драм укрепился на 33,6% за 2022 г. и на 40% по итогам июня 2023 г. в сравнении с началом 2022 г.⁵

Укрепление драма преимущественно обусловлено **масштабным притоком финансовых ресурсов** в страну. Это связано с перемещением физических лиц, притоком денежных переводов и капитала в Армению. Чистый приток трансграничных переводов через банковскую систему в 2022 г. составил 2,6 млрд долл., или **13,2% ВВП**, что **в четыре раза превышает** средний показатель за последние пять лет (665 млн долл., или 5,2% ВВП). За январь – июнь текущего года показатель увеличился еще на 897 млн долл., или на 90% г/г. Рост экспортной выручки от поставок товаров (+80% в 2022 г. и +72,8% г/г в первом полугодии 2023 г.) и услуг (+2,4 раза в 2022 г. и +2,2 раза г/г в I квартале 2023 г.), а также чистое поступление ПИИ в размере 998 млн долл. (+2,7 раза г/г в 2022 г.) также способствовали увеличению предложения иностранной валюты в стране.

По оценкам ЦБ РА, по состоянию на конец 2022 г. в РА находилось **99 тыс. нерезидентов**, 51 тыс. из которых являются релокантами⁶, занятыми **преимущественно в ИТ-секторе**. Число туристов, посетивших страну в 2022 г., увеличилось на 90% г/г, а в первом полугодии 2023 г. – на 70,3% г/г. Туристическая активность и в целом большое число иностранных посетителей сформировали повышенный спрос на национальную валюту – дополнительно к уже увеличившемуся спросу на

⁵ Источник: ЦБ РА.

⁶ По состоянию на конец I квартала эта цифра составила 88 тыс. – уменьшение связано с выходом из расчетов тех, кто уже больше года находится в РА и считается резидентом. Источник: Платежный баланс РА в январе – марте, ЦБ РА.

https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/PRESS-RELEASE-2023-Q1.pdf

армянский драм после расширения потребления из-за притока денежных переводов.

Значительные объемы притока денежных переводов укрепляют национальную валюту, что может **отрицательно повлиять на конкурентоспособность экспорта** и, согласно исследованиям ([Anwar, Mang, 2022](#)), **спровоцировать «голландскую болезнь»**⁷. Резкий рост доходов потребителей создает спрос в неэкспортируемых секторах экономики (это, например, строительство и значительная часть услуг и торговли) и стимулирует увеличение зарплат – с существенным отрывом от других отраслей. Со временем роль экспортоориентированного индустриального сектора экономики может уменьшиться из-за перемещения производственных ресурсов в неэкспортируемые отрасли. Такой сценарий подразумевает скорее **фундаментальное укрепление национальной валюты**, чем кратковременную переоцененность, которая ([Magud, Sosa, 2010](#)), как правило, является причиной потерь экономического роста. Вместе с тем шоки, способные вызвать «голландскую болезнь», – в случае Армении это крупный приток капитала и денежных переводов – обычно связаны с периодами экономического бума. Это последствия изобилия иностранной валюты, у которого есть и немаловажные благотворные эффекты, такие как общий рост доходов, доступность импорта капитальных и инвестиционных товаров.

Согласно базовому сценарию прогноза ЕАБР, номинальный курс валюты на конец года сложится вблизи **397 драмов к доллару**. Это несколько слабее текущего уровня, однако все еще значительно ниже по сравнению с началом 2022 г. (482 драма за доллар). Факторами ослабления драма станут постепенная корректировка внешнего спроса (частичный отток релокантов, завершение пика туристической активности, стабилизация объемов экспорта, рост импорта на фоне укрепления драма, а также увеличение спроса на минеральные товары [газ] в холодное время года) и снижение ставок на денежном рынке РА. В среднесрочной перспективе драм будет слабеть к доллару в номинальном выражении, однако курс сложится ниже уровней конца 2021-го – начала 2022 г. Это обусловлено влиянием перманентной составляющей – повышения производительности армянской экономики благодаря тому, что значительная доля релокантов, видимо, намерена продолжить свое пребывание⁸ в РА.

⁷ Состояние, когда резкое увеличение экспортных доходов за счет одного сектора экономики ведет к дополнительному притоку иностранной валюты в страну и укреплению курса. Снижаются конкурентоспособность обрабатывающих отраслей и их экспорт.

⁸ Согласно результатам опросов, озвученным на пресс-конференции ЦБ РА по решению о ставке рефинансирования 13 июня 2023 г.

Таблица 1. Экономические показатели Армении

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Показатель экономической активности, прирост в % г/г	2022	14,8	8,3	6,8	8,8	13,0	18,3	19,4	18,5	14,6	17,5	13,8	12,8
	2023	11,1	11,3	14,0	12,3	13,6	6,8						
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2022	16,6	2,4	-6,8	1,2	2,0	19,0	13,7	23,3	14,8	9,7	-2,3	2,7
	2023	1,4	0,7	8,6	-0,8	5,3	-7,4						
Объем продукции сельского хозяйства (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2022			-5,4			-5,5			-0,7			0,4
	2023			1,4			2,0						
Объем выполненных строительных работ, прирост в % г/г	2022	3,0	6,3	8,2	15,6	18,1	16,7	16,8	16,3	14,6	15,1	11,3	7,3
	2023	12,2	13,9	19,0	19,6	18,4	18,1						
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2022	2,8	0,3	0,6	2,5	2,9	3,2	3,5	2,2	1,1	3,0	4,2	4,0
	2023	1,3	0,6	2,5	7,9	9,1	8,7						
Инфляция, % г/г	2022	7,1	6,5	7,4	8,4	9,0	10,3	9,3	9,1	9,9	9,5	8,8	8,3
	2023	8,1	8,1	5,4	3,2	1,3	-0,5	-0,1					
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млн долл. США	2022	-171,9	-236,5	-219,0	-216,8	-299,8	-222,2	-272,2	-324,6	-298,7	-310,6	-378,4	-406,2
	2023	-298,3	-292,3	-483,7	-412,8	-425,6	-453,8						
Экспорт товаров, млн долл. США	2022	249,5	259,1	228,8	297,0	356,9	499,3	480,8	566,6	597,4	647,2	617,6	618,8
	2023	449,7	557,3	618,2	540,5	589,0	511,9						
Импорт товаров, млн долл. США	2022	421,4	495,6	447,8	513,8	656,7	721,5	753,0	891,1	896,1	957,8	996,0	1025,0
	2023	748,0	849,6	1101,9	953,3	1014,6	965,7						
Трансграничные переводы физических лиц в РА в драма, прирост в % г/г	2022	3,3	25,5	49,1	59,8	106,4	146,5	139,2	101,4	135,5	180,1	144,1	128,1
	2023	148,0	224,3	49,4	27,3	-10,5	-31,9						
Среднемесячный курс драма к долл. США	2022	482,0	480,2	497,0	471,0	456,5	422,7	411,0	405,8	409,2	402,7	395,4	394,5
	2023	395,9	393,5	388,4	387,7	386,6	386,7	386,5					
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Ставка рефинансирования (на конец месяца), %	2022	7,75	8,00	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,50	10,00	10,00	10,50	10,75
	2023	10,75	10,75	10,75	10,75	10,75	10,50	10,50					
Денежный агрегат M2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2022	14,4	11,6	12,0	13,9	13,0	10,8	9,5	10,8	10,8	11,9	14,5	13,4
	2023	13,6	15,3	16,8	16,8	19,8	21,0						
Кредиты коммерческих банков резидентам (на конец месяца), прирост в % г/г	2022	-1,2	-0,2	0,4	-1,5	1,7	1,9	3,3	3,3	4,3	4,3	4,6	6,2
	2023	5,7	5,3	6,8	9,4	10,5	15,1						
Доля необслуживаемых кредитов и займов в общем объеме кредитов и займов, %	2022	1,7	1,6	1,8	2,9	3,0	2,9	2,8	2,8	3,2	3,3	3,2	2,8
	2023	2,8	2,7	2,7	2,5	2,6	2,9						
Фискальный сектор													
		янв	янв-фев	янв-мар	янв-апр	янв-май	янв-июн	янв-июл	янв-авг	янв-сен	янв-окт	янв-ноя	янв-дек
Баланс государственного бюджета, млрд драмов	2022	61,0	40,7	28,7	55,7	46,3	-48,8	62,0	53,7	51,4	-13,0	-86,3	-179,5
	2023	78,2	54,5	60,9	170,2	101,0	134,7						
Доходы государственного бюджета, млрд драмов	2022	149,7	271,9	425,5	664,8	804,7	982,8	1156,8	1311,9	1500,7	1662,5	1834,2	2063,1
	2023	172,0	300,5	483,6	789,9	955,0	1161,0						
Расходы государственного бюджета, млрд драмов	2022	88,7	231,2	396,8	609,1	758,3	910,3	1094,9	1258,2	1449,3	1675,5	1920,5	2243
	2023	93,9	246,0	422,7	619,7	854,0	1026,0						

Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов

* предварительные данные

РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

Быстрое восстановление внутреннего спроса происходит на фоне роста доходов населения, бюджетного и кредитного стимулирования. Стимулирующие меры и снижение курса белорусского рубля к доллару создали предпосылки для ускорения инфляционных процессов.

В Беларуси продолжается ускорение экономического роста. Темп прироста ВВП составил 2% г/г по итогам января – июня 2023 г. после 0,9% г/г за январь – май 2023 г. Основным драйвером остается промышленность (прирост на 6% г/г в январе – июне), вклад которой в рост экономики составил 1,8 п.п. При этом усиление промышленности связано не только с восстановлением выпуска в ключевых отраслях после шокового снижения в первой половине прошлого года. Рост наблюдается и в тех производствах, где увеличение объемов выпуска преимущественно связано с сохраняющимся ростом спроса в России и с высоким внутренним потребительским спросом. Значимое влияние на увеличение ВВП в январе – июне оказали внутренняя торговля (рост на 5,5% г/г) и строительство (рост на 6,1% г/г). Вклад этих секторов в прирост ВВП составил 0,5 п.п. и 0,3 п.п. соответственно.

Продолжающийся спад по виду деятельности «информация и связь» на 17,3% г/г привел к сокращению ВВП на 1,3 п.п. Снижение добавленной стоимости происходит на фоне продолжающегося уменьшения количества занятых в отрасли (около 13% г/г за январь – июнь 2023 г.). Еще не восстановился транспортный сектор: за январь – июнь снижение составило 5,8% г/г, в основном из-за сокращения грузоперевозок (минус 14,2% г/г). Это следствие изменения логистических цепочек – из-за введенных санкций участие белорусских транспортных компаний в обслуживании товаропотоков резко сократилось.

Внутренний спрос стал ключевым драйвером роста экономики: увеличилось как потребление домохозяйств, так и инвестиции. Розничный товарооборот вырос на 4,6% г/г в январе – июне после 2,9% г/г в январе – мае, общественное питание – на 11,8% г/г, что примерно соответствует динамике января – мая. Увеличение конечного потребления связано с существенным повышением реальных доходов населения, в первую очередь за счет заработной платы. Условия для роста внутреннего спроса сохраняются, и это создает предпосылки для изменения [прогноза](#) – в сторону более высоких темпов роста экономики.

Существенно активизировалась инвестиционная деятельность: рост инвестиций в основной капитал ускорился до 26,3% г/г в июне после 24,1% г/г в мае (в январе – апреле отмечалось сокращение на 2,4% г/г в среднем). В результате инвестиции выросли на 7,2% г/г за январь – июнь 2023 г. Весь прирост был обеспечен собственными источниками предприятий и бюджетными средствами примерно в равных долях.

Реальная заработная плата выросла на 15,2% г/г в июне после 14,2% г/г в мае и 9,6% г/г в апреле. Рост фиксируется по всем видам экономической деятельности, кроме информации и связи, где сокращение составило 1% г/г. Такая динамика связана с повышением спроса на рабочую силу. При этом ограничения роста, связанные с количеством занятых в экономике, приобретают все более выраженный структурный характер. Все заметнее признаки перегрева экономики, о чем свидетельствует в том числе позиция Национального банка: по его оценкам, экономический рост во II квартале уже находился выше потенциала.

Годовая инфляция в Беларуси продолжила замедляться, рост цен составил 2,9% г/г по итогам июня 2023 г. после 3,7% г/г в мае. Стоимость непродовольственных товаров снизилась на 1% г/г после увеличения на 0,5% г/г месяцем ранее, рост цен на продовольственные товары замедлился до 3,6% г/г с 4,4% г/г. Во многом это связано с сохранением административного контроля за ценами, влияние которого, по оценке Национального банка, даже усилилось во II квартале 2023 г. по сравнению с I кварталом. В ближайшие месяцы ожидается дальнейшее замедление годовой инфляции до 2–2,5% г/г. Ускорение роста потребительских цен прогнозируется в IV квартале. Основными факторами станут высокий внутренний спрос на фоне повышения реальных доходов и расширения кредитования, а также дефицит на рынке труда.

Рост внутреннего спроса сформировал предпосылки для ухудшения сальдо внешней торговли товарами и услугами. Дефицит торгового баланса превысил 1,2 млрд долл. в январе – июне 2023 г. по сравнению с профицитом 0,3 млрд долл. годом ранее. Рост дефицита обусловлен более высокими темпами роста импорта (21,3% г/г) по сравнению с экспортом (12,2% г/г). Увеличение импорта во многом связано с ростом ввоза инвестиционных и потребительских товаров. Профицит внешней торговли услугами составил 1,4 млрд долл., сократившись более чем на 0,6 млрд. Это вызвано сокращением экспорта услуг на 5,1% при росте импорта на 26,8%. На динамику сальдо услуг оказали влияние изменение логистики, а также сокращение экспорта компьютерных и информационных услуг из-за падения их выпуска.

Увеличение дефицита торгового баланса не оказало значимого влияния на состояние золотовалютных резервов. За июнь 2023 г. резервы снизились на 0,08 млрд долл. (или на 1%), при этом за июль зафиксирован прирост на 0,18 млрд долл. до уровня 7,97 млрд долл. на начало августа 2023 г. Это позволило обеспечить прирост по сравнению с началом года на 0,04 млрд долл., или 0,6%. Поддержкой золотовалютным резервам в январе – июле стало два фактора. Первый – увеличение цены на золото. Второй – покупка Нацбанком иностранной валюты на внутреннем рынке в условиях превышения объема предложения валюты над спросом со стороны участников рынка в размере 0,2 млрд долл. за январь – июнь.

Таблица 2. Экономические показатели Беларуси

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2022	2,7	1,2	-0,4	-2,2	-3,5	-4,3	-5,2	-4,9	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7
	2023	-5,0	-3,6	-2,1	-0,6	0,9	2,0						
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2022	7,2	-0,2	-6,4	-10,6	-11,0	-10,2	-12,2	-9,4	-2,1	-4,1	-5,6	-3,2
	2023	-4,1	0,5	9,2	3,8	11,3	15,5						
Объем продукции сельского хозяйства, прирост в % г/г	2022	-0,3	-0,7	-0,8	-4,8	-7,0	-3,5	-24,6	34,3	16,2	-2,7	3,5	3,9
	2023	3,4	2,3	3,1	6,0	11,6	-6,1						
Инвестиции в основной капитал, прирост в % г/г	2022	0,5	-8,3	-8,9	-21,6	-25,4	-28,2	-25,5	-19,6	-19,6	-16,0	-25,5	-18,4
	2023	-4,1	-4,0	-0,5	-1,1	24,5	26,3						
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2022	3,3	4,8	11,0	-7,3	-6,2	-6,1	-6,9	-5,3	-6,0	-7,8	-6,7	-6,7
	2023	-2,9	-4,1	-3,6	10,5	13,5	12,8						
Реальные располагаемые денежные доходы населения (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2022	0,4	1,9	0,2	-1,2	-2,1	-2,7	-3,4	-3,6	-3,8	-3,9	-3,7	-3,6
	2023	-0,9	-1,1	0,3	1,6	3,0							
Инфляция, % г/г	2022	10,4	10,0	15,9	16,8	17,0	17,6	18,1	17,9	17,4	15,2	13,3	12,8
	2023	12,0	11,7	6,0	4,7	3,7	2,9						
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млн долл. США	2022	284	-388	-159	-125	86	365	299	353	119	-66	150	-649
	2023*	-153,7	-155,4	-206,1	-292,9	-231,1							
Экспорт товаров, млн долл. США	2022	3 271	2 965	2 365	2 431	2 714	3 075	3 144	3 440	3 398	3 516	3 804	3 508
	2023*	3 027,3	3 172	3 512	2 967	3 103							
Импорт товаров, млн долл. США	2022	2 987	3 353	2 524	2 556	2 628	2 710	2 845	3 087	3 279	3 582	3 654	4 157
	2023*	3 181,0	3 327	3 718	3 260	3 334							
Сальдо внешней торговли услугами, млн долл. США	2022	360	361	438	381	299	362	291	286	366	304	315	369
	2023*	234,2	232,9	277,6	236,7	222,3							
Среднемесячный курс белорусского рубля к доллару США	2022	2,586	2,605	3,196	2,801	2,536	2,560	2,601	2,580	2,540	2,507	2,440	2,563
	2023	2,662	2,755	2,842	2,930	2,895	2,969	3,028					
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Ставка рефинансирования (на конец месяца), %	2022	9,25	9,25	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00
	2023	11,50	11,50	11,00	10,50	9,75	9,50	9,50					
Денежный агрегат M2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2022	15,8	16,6	20,0	24,0	22,7	25,0	25,2	23,6	24,4	24,9	26,0	28,9
	2023	31,1	32,9	33,7	33,2	34,6	36,6						
Выданные новые кредиты в рублях (за месяц), прирост в % г/г	2022	60,4	55,5	15,3	20,8	20,8	21,1	36,7	48,6	48,3	56,1	41,0	77,4
	2023	49,5	48,0	99,5	88,1	101,1	96,3						
Задолженность по кредитам в рублях, выданным банками (на начало месяца), млрд руб.	2022	33,2	33,5	34,3	34,8	35,3	35,2	34,3	35,1	35,1	35,8	36,7	37,0
	2023	39,3	39,8	40,2	40,8	43,3	43,6						
Доля необслуживаемых активов банков в активах, подверженных кредитному риску (на начало месяца), %	2022	5,3	5,4	5,3	5,2	5,2	5,4	4,7	5,1	5,4	5,1	4,9	5,0
	2023	4,9	5,0	4,6	4,5	3,9	3,9						
Фискальный сектор													
		янв	янв-фев	янв-мар	янв-апр	янв-май	янв-июн	янв-июл	янв-авг	янв-сен	янв-окт	янв-ноя	янв-дек
Сальдо бюджета центрального правительства, млрд руб.	2022	1,6	1,3	0,8	0,0	-0,7	-1,5						
	2023												
Доходы бюджета центрального правительства, млрд руб.	2022	4,9	8,2	11,5	16,2	19,2	22,6						
	2023												
Расходы бюджета центрального правительства, млрд руб.	2022	3,2	6,9	10,7	16,2	19,9	24,1						
	2023												

Источник: национальные ведомства, расчеты авторов

* предварительные данные

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

Ускорение темпов роста ВВП отмечено на фоне восстановления добычи нефти и сохранения высокой инвестиционной активности. Инфляция продолжила замедляться, но ее быстрому снижению препятствует рост цен в сфере услуг. Дефицит государственного бюджета сформирован в условиях более низких мировых цен на ключевые экспортируемые товары и снижения объемов трансферта из Национального фонда.

Рост ВВП Казахстана ускорился до 5,0% г/г в первом полугодии 2023 г. с 4,5% г/г в январе – мае 2023 г. Ключевым фактором выступило повышение активности в реальном секторе (рост на 4,8% г/г в первом полугодии 2023 г. после 3,6% г/г в январе – мае 2023 г.). Выросли объемы добычи нефти и газа, сохранились высокие обороты в машиностроении и строительном секторе. В секторе услуг динамика остается стабильной (+4,9% г/г). Мы полагаем, что июньский всплеск в производственном секторе может быть связан с отложенным объемом производства в нефтедобывающей отрасли (в мае в ней отмечен спад на 0,7% г/г по сравнению с маем 2022 г.). Поэтому ожидаем в ближайшие месяцы стабилизации темпов экономического роста. [Прогнозируем](#) рост ВВП Казахстана на уровне 4,3% по итогам 2023 г.

Выпуск промышленной продукции в Казахстане вырос на 3,8% г/г в январе – июне 2023 г. после 2,4% г/г в январе – мае 2023 г. Такое повышение темпов роста связано с активизацией деятельности нефтедобывающих предприятий. В июне добыча нефти выросла на 21,8% г/г после спада на 0,7% г/г месяцем ранее. Высокие показатели в секторе отчасти связаны с тем, что годом ранее ключевые нефтяные компании сократили добычу нефти из-за проведения плановых ремонтных работ. Значимый положительный вклад в рост выпуска продолжило вносить машиностроение, в частности выпуск автомобилей, на фоне реализации программ льготного кредитования. Полагаем, что в оставшейся части года рост промышленного производства сохранится на уровне 3,5–4% г/г во многом за счет положительной динамики в нефтедобыче и машиностроении.

Инвестиционная активность сохранилась на высоком уровне. Объем капиталовложений в январе – июне 2023 г. вырос на 13,1% г/г. Ключевой вклад в рост показателя обеспечен секторами транспорта и складирования (увеличение в 1,6 раза), горнодобывающей промышленности (+11,4% г/г), энергосектором (+39,0% г/г) и сельским хозяйством (+22,1% г/г). В целом инвестиционная активность повысилась по всем направлениям экономической деятельности за исключением обрабатывающей промышленности, где годом ранее были отмечены высокие показатели роста. Аналитики ЕАБР полагают, что инвестиционная активность останется повышенной во второй половине года в рамках реализации ряда государственных инициатив: Национального проекта по развитию предпринимательства на 2021–2025 гг., Единой карты индустриализации, а

также масштабного инвестиционного проекта, направленного на расширение месторождения Тенгиз.

Внешнеторговый оборот Казахстана вырос на 8,0% г/г в январе – мае 2023 г. Рост показателя связан с увеличением импорта товаров на 38,8% г/г, тогда как экспорт снизился на 7,7% г/г. Возросшие поставки машин и оборудования внесли ключевой вклад (22,6 п.п.) в динамику стоимостного объема импорта. Спрос на инвестиционные товары сформирован за счет реализации проектов по расширению мощностей в нефтедобывающей отрасли; свой вклад снесли и государственные программы, направленные на повышение инвестиций в республике. Снижение стоимостных объемов экспорта объясняется сокращением поставок за рубеж нефти и газа (на 15,1% г/г) и металлов и изделий из них (на 21,7% г/г). Это влияние снизившихся по сравнению с годом ранее цен на мировых рынках. Что касается нефти, в роли дополнительного сдерживающего фактора выступает договоренность в рамках соглашения ОПЕК+. Мы полагаем, что в ближайшие месяцы на рост импорта продолжит положительно влиять реализация инвестиционных программ, а динамика экспорта будет по-прежнему определяться ценовой конъюнктурой на мировых рынках и действием соглашения ОПЕК+.

Инфляция в Казахстане снизилась до 14% г/г в июле после 14,6% г/г месяцем ранее. Причина – в ослаблении давления мировых рынков продовольствия. Продовольственные товары в стране подорожали всего на 0,1% м/м за июль, в то время как с сентября 2021 г. по июнь 2022 г. среднемесячный рост составлял 1,5%. Проинфляционное давление сохранилось со стороны услуг: повышены тарифы ЖКХ, цены в сфере обслуживания подстраивались к выросшим ценам на товары и комплектующие. Опрос Tengri Partners PMI также свидетельствует о том, что ценовое давление в обрабатывающих отраслях ослабло, тогда как в сфере услуг инфляция вернулась к росту ([IHS Markit, 2023b](#)). Мы ожидаем к концу года значительного снижения инфляции по мере выхода из расчета роста потребительских цен осени 2022 г. [Прогнозируем](#) на конец года замедление роста потребительских цен до 7,9%.

Дефицит государственного бюджета Казахстана в январе – июне 2023 г. расширился до 1,6 трлн тенге – с 0,1 трлн тенге в аналогичном периоде годом ранее. Рост расходов (+26,7% г/г) по-прежнему опережает доходы (+14,8% г/г). Снижение темпов роста доходной части бюджета связано с сокращением объема трансферта из Национального фонда на 12,2% г/г и неналоговых платежей на 8,9% г/г. Рост налоговых поступлений замедлился в условиях более низких мировых цен на нефть и снижения стоимостного объема экспорта топливно-энергетических материалов и металлов. Увеличение расходов государственного бюджета во многом связано с повышением заработной платы работников бюджетной сферы, ростом социальных выплат и объемов обслуживания государственного долга.

Врезка 2. Новое бюджетное правило призвано усилить сбалансированность макроэкономической политики РК

Использование средств из Национального фонда (НФ) возросло в последние годы. В период 2007–2014 гг. объем трансферта из НФ в бюджет составлял в среднем 4,8% ВВП, после 2015 г. показатель повысился до 12,9% ВВП (см. [рисунок 1](#)). В 2007–2017 гг. использование средств носило контрциклический характер, о чем свидетельствует отрицательный коэффициент корреляции между объемом трансферта и динамикой мировых цен на нефть (см. [рисунок 2](#)). В последние пять лет платежи из НФ в республиканский бюджет стали носить проциклический характер (положительный коэффициент корреляции на [рисунок 2](#)). В 2021 и 2022 гг. объем трансферта увеличивался, несмотря на улучшение экономической ситуации и повышение мировых цен на нефть.

Рисунок 1. Трансферт из НФ и мировая цена на нефть марки Brent

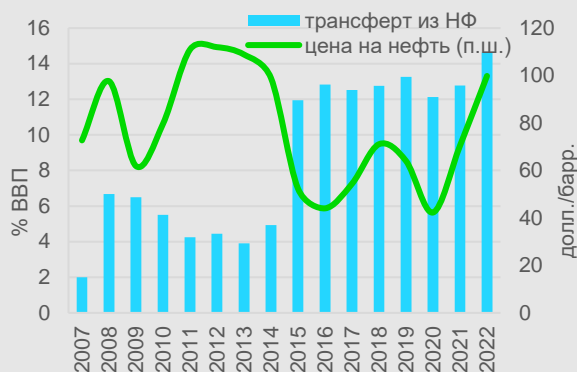
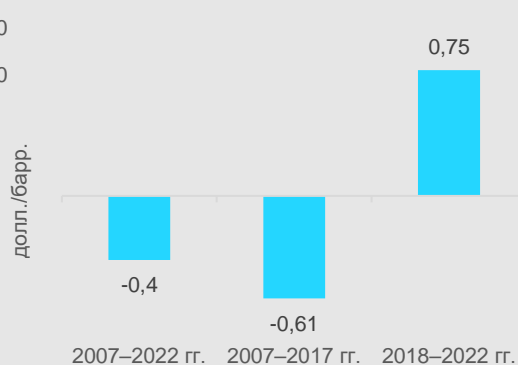


Рисунок 2. Коэффициент корреляции трансферта из НФ и динамики цены на нефть



Источники: ВБ, МФ РК, стат. ведомство РК, расчеты ЕАБР.

Фискальные правила, введенные с 2023 г., призваны обеспечить контрциклическое использование средств НФ. Первое правило устанавливает потолок для объема гарантированного трансферта из НФ. Он не должен превышать объема поступлений в НФ от компаний нефтедобывающей отрасли, рассчитанного по цене отсечения на нефть. Цена отсечения вычисляется на основе исторической динамики мировой цены на нефть марки Brent. В 2023 г. она составляет 48,9 долл. за баррель, а в 2024 г. – 42,2 долл. за баррель. Второе правило устанавливает потолок для роста расходов государственного бюджета. Показатель не должен превышать уровень долгосрочного экономического роста (средняя за последние 10 лет). Действие второго бюджетного правила временно приостановлено. Предполагается, что оба правила начнут функционировать в полной мере с 2024 г. Тем не менее первое правило уже начало действовать. Так, по итогам первого полугодия 2023 г. объем трансферта из НФ снизился на 12,2% г/г. В долгосрочной перспективе полагаем, что новые фискальные правила будут способствовать согласованности налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики.

Таблица 3. Экономические показатели Казахстана

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2022	н/д	3,5	4,6	4,4	4,6	3,6	3,2	3,1	2,8	2,5	2,7	3,1
	2023*	5,6	4,3	4,9	5,0	4,5	5,0						
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2022	2,9	6,5	8,1	1,2	3,1	-1,3	-2,4	1,4	-1,3	-5,3	1,1	-2,8
	2023	1,4	1,7	5,2	5,7	-1,9	10,5						
Объем продукции сельского хозяйства, прирост в % г/г	2022	1,5	1,7	2,3	2,0	-0,5	1,8	4,0	8,9	10,2	15,7	12,0	20,5
	2023	3,3	4,5	2,8	3,8	3,2	2,4						
Объем выполненных строительных работ, прирост в % г/г	2022	7,3	7,9	9,8	12,3	8,2	11,1	6,2	2,7	-2	3,9	-1,5	37,4
	2023	12,5	13,0	18,0	14,5	3,9	10,6						
Инвестиции в основной капитал, прирост в % г/г	2022	0,4	4,6	0,2	4,6	3	3,2	15,4	12,2	13,1	5,1	5	16,3
	2023	18,3	20,1	12,0	23,0	14,7	1,8						
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2022	-15,9	0,6	3,7	14,3	12,9	-6,2	5,6	1,0	-3,2	0,8	7,2	1,0
	2023	20,8	12,9	12,1	10,5	9,3	8,8						
Инфляция, % г/г	2022	8,5	8,7	12	13,2	14	14,5	15	16,1	17,7	18,8	19,6	20,3
	2023	20,7	21,3	18,1	16,8	15,9	14,6	14,0					
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млрд долл. США	2022	3,3	2,7	3,6	3,7	3,8	3,7	2,8	2,8	2,9	2,5	1,9	1,3
	2023*	1,8	1,6	1,3	1,8	0,9							
Экспорт товаров, млрд долл. США	2022	6,1	6,0	7,0	7,4	7,7	8,1	6,7	7,4	7,5	7,1	6,9	6,7
	2023*	5,9	6,1	6,6	6,8	6,1							
Импорт товаров, млрд долл. США	2022	2,8	3,4	3,4	3,7	3,9	4,3	3,9	4,6	4,6	4,6	5,0	5,4
	2023*	4,1	4,5	5,3	5,0	5,3							
Среднемесячный курс тенге к долл. США	2022	433,7	434,4	497,2	453,3	430,7	442,4	476,1	474,7	475,6	472,5	463,5	467,7
	2023	462,6	451,9	450,0	451,3	446,6	448,5	445,2					
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Базовая ставка НБРК (на конец месяца), %	2022	10,25	13,50	13,5	14,00	14,00	14,00	14,50	14,50	14,50	16,00	16,00	16,75
	2023	16,75	16,75	16,75	16,75	16,75	16,75	16,75					
Денежный агрегат М2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2022	19,5	22,3	15,1	11,3	7,6	9,7	13,0	13,9	14,4	17,9	17,9	18,0
	2023	18,1	13,8	20,2	20,7	23,7	21,2						
Кредитный портфель от банков торго уровня экономике (на конец месяца), прирост в % г/г	2022	26,8	31,3	30,0	28,5	24,8	27,5	27,1	25,7	24,4	24,9	24,5	23,3
	2023	23,1	19,9	20,4	22,4	23,5	21,7						
Доля кредитов с просроченной задолженностью, %	2022	3,4	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6	3,8	3,6	3,6	3,7	3,6	3,4
	2023	3,4	3,4	3,4	3,5	3,6	3,3						
Фискальный сектор													
		янв	янв - фев	янв - мар	янв - апр	янв - май	янв - июн	янв - июл	янв - авг	янв - сен	янв - окт	янв - ноя	янв - дек
Баланс государственного бюджета, млрд тенге	2022	200	293	188	213	359	-131	-526	-418	-603	-868	-1006	-2169
	2023	123	77	-382	-532	-651	-1631						
Доходы государственного бюджета, млрд тенге	2022	1445	3290	4775	6589	8420	9918	11424	13430	14828	16404	18408	20248
	2023	1733	3902	5569	7515	9895	11382						
Расходы государственного бюджета, млрд тенге	2022	1241	2939	4402	6128	7792	9730	11568	13325	14868	16583	18545	21533
	2023	1540	3640	5707	7789	9998	12333						

Источник: национальные ведомства, расчеты авторов

* предварительные данные

КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

Экономика повысила обороты за счет инвестиционной активности и деятельности в сфере услуг. Инфляция вернулась к тенденции замедления. НБ КР сохранил ставку для стабилизации инфляционных ожиданий. Сохраняется профицит государственного бюджета на фоне активизации внешней торговли, что увеличило налоговые поступления.

ВВП Кыргызской Республики увеличился на 3,9% г/г в первом полугодии 2023 г. после роста на 3,4% г/г в январе – мае 2023 г. Повышение оборотов экономики связано с активизацией инвестиционной деятельности (+10,4% г/г в первом полугодии после +4,7% г/г в январе – мае), финансирование которой шло по большей части из республиканского бюджета. Дополнительный импульс экономика получила благодаря росту экспорта, преимущественно поставок золота, и усилению потребительского спроса. Как мы и ожидали, туристический сезон повысил активность в секторе услуг (гостиницы и рестораны), выросли объемы внутренней торговли. По [нашим оценкам](#), ВВП увеличится на 4,2% по итогам 2023 г.

Промышленный сектор Кыргызской Республики сбавил обороты. Темпы роста в секторе замедлились до 0,4% г/г в январе – июне 2023 г. с 1,2% г/г в январе – мае 2023 г. Ключевую роль в этом сыграло сокращение объемов производства золота на 9% г/г по сравнению с высокими показателями января – июня 2022 г., когда рост составлял около 30% г/г. В других отраслях промышленности динамика стабильная. Ожидаем, что во второй половине года темпы роста в промышленном секторе повысятся, это будет связано с восстановлением положительной динамики в золоторудном секторе.

Рост инвестиций в основной капитал в январе – июне 2023 г. ускорился до 10,4% г/г с 4,7% г/г в январе – мае 2023 г. Этому способствовала активизация инвестиционной деятельности государственного сектора. Строительство общеобразовательных учреждений и рост капиталовложений в объекты государственного управления обеспечили ключевой вклад в повышение показателя. Дополнительное влияние оказала реализация программы государственных инвестиций в энергосекторе и водоснабжении, финансируемая за счет средств международных институтов развития. В частном секторе рост инвестиций сконцентрирован в добыче полезных ископаемых. Аналитики ЕАБР предполагают, что динамика может измениться в ближайшие месяцы, так как капиталовложения государственного сектора носили разовый характер.

Внешняя торговля товарами Кыргызской Республики выросла на 27,9% г/г в январе – мае 2023 г. Стоимостной объем экспорта увеличился на 21,9% г/г, преимущественно за счет возобновления поставок золота в Швейцарию. Экспорт товаров в страны ЕАЭС стабильно растет (+10,6% г/г). Динамика импорта во многом определялась активизацией торговли с Китаем: его стоимостной объем поставок вырос на 27,1% г/г, что отчасти

связано с ослаблением карантинных ограничений. Если возобновление экспорта золота будет носить устойчивый характер, можно ожидать сокращения дефицита торгового баланса в оставшейся части года.

Инфляция в Кыргызской Республике замедлилась до 10,5% г/г в июне с 11,3% г/г месяцем ранее. Как мы и [предполагали](#), майское ускорение роста потребительских цен было вызвано разовыми причинами. Ключевой проинфляционный фактор предыдущего года (давление со стороны мировых рынков продовольствия и стран – торговых партнеров) в июне продолжил ослабевать. Повышение тарифов на жилищно-коммунальные услуги и акцизов на табачные изделия оказало ограниченное влияние на июньский показатель годовой инфляции. Стабильность валютного курса также сдерживала рост инфляционных ожиданий. Мы [прогнозируем](#) рост потребительских цен на уровне 7,1% на конец 2023 г.

НБ КР 31 июля сохранил учетную ставку на уровне 13,0%. Инфляция продолжила снижаться. По оценке НБ КР, годовой рост цен снизился до 10,3% по состоянию на 21 июля с 10,5% на конец июня. Повышение административно-регулируемых тарифов и высокая потребительская активность (рост торговли составил 17,8% г/г в январе – июне 2023 г.) обусловили сохранение ставки. Осенью мы ожидаем замедления инфляции, на фоне которого НБ КР может начать раунд снижения учетной ставки. По нашим [прогнозам](#), она имеет потенциал снижения примерно до 12% на конец года.

Государственный бюджет исполнен с профицитом в размере 1,9% ВВП по итогам января – мая 2023 г. (годом ранее был профицит в размере 2,4% ВВП). Доходы государственного бюджета в январе – июне 2023 г. выросли на 4,2% ВВП. Налоговые поступления повысились (+1,9% ВВП) за счет активизации внешней торговли, преимущественно с Китаем. При этом снизились поступления от предприятия Кумтор на 4,7% ВВП. Расходы выросли на 4,5% ВВП. Наибольшее увеличение расходов из бюджета отмечено на цели образования (+1,1% ВВП) и социальной защиты (+1,2% ВВП).

Таблица 4. Экономические показатели Кыргызстана

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2022	1,0	2,0	4,5	5,4	5,7	6,3	7,7	8,0	7,2	7,0	7,0	7,0
	2023*	4,8	6,0	4,6	4,4	3,4	3,9						
ВВП без Кумтора (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2022	1,1	2,8	3,8	3,5	3,7	3,9	4,7	5,1	4,9	5,0	4,8	5,9
	2023*	4,7	4,6	3,9	н/д	н/д	н/д						
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2022	-4,5	0,0	22,1	20,0	16,8	28,6	40,7	20,8	2,6	-0,5	11,4	-8,9
	2023	7,5	17,9	5,0	-4,2	-11,8	7,8						
Объем продукции сельского хозяйства, прирост в % г/г	2022	2,4	1,7	2,6	2,2	2,0	1,7	19,8	8,6	1,9	7,7	1,7	19,3
	2023	1,7	1,9	1,9	2,4	3,6	2,5						
Объем выполненных строительных работ, прирост в % г/г	2022	1,6	2,0	2,4	4,9	3,5	4,3	4,1	4,7	6,1	8,2	7,5	23,0
	2023	0,8	0,9	3,7	6,3	7,3	29,8						
Инвестиции в основной капитал, прирост в % г/г	2022	0,0	0,4	0,8	0,6	1,1	1,7	0,4	1,1	-1,1	3,8	2,8	18,6
	2023	0,1	4,4	4,0	3,7	8,0	26,2						
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2022	7,3	5,6	7,4	7,2	14,9	14,3	46,3	8,3	6,1	7,8	8,9	7,5
	2023	11,7	11,5	12,6	28,5	13,2	26,9						
Инфляция, % г/г	2022	11,2	10,8	13,2	14,5	14,0	13,1	13,8	15,6	15,5	15,4	15,0	14,7
	2023	15,3	16,2	12,7	10,7	11,3	10,5						
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млн долл. США	2022	-470	-429	-522	-638	-535	-528	-772	-905	-843	-326	-581	-892
	2023*	-586	-633	-652	-795	-738							
Экспорт товаров, млн долл. США	2022	111	139	126	142	203	240	132	149	147	474	166	159
	2023*	121	130	186	180	261							
Импорт товаров, млн долл. США	2022	581	568	648	780	738	767	904	1054	990	800	747	1051
	2023*	707	763	839	975	999							
Денежные переводы физ. лиц, осущест. через сист. переводов, прирост в % г/г	2022	19,9	8,4	-28,9	3,2	-8,7	3,9	-22,3	-15,5	-49,4	-36,7	-44,3	-59,5
	2023	-37,8	-30,5	8,2	-34,0	-18,7							
Среднемесячный курс сома к долл. США	2022	84,8	85,5	98,8	84,1	81,4	79,6	80,9	81,7	81,2	81,2	84,4	85,1
	2023	85,8	86,9	87,4	87,5	87,5	87,5	87,7					
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Учетная ставка НБКР (на конец месяца), %	2022	8,00	8,50	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	13,00	13,00
	2023	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00					
Денежный агрегат М2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2022	10,7	10,0	8,6	15,5	14,4	20,8	23,7	22,7	25,3	26,9	31,9	32,5
	2023	32,6	33,6	36,5	31,7	31,2	21,6						
Выданные кредиты (за месяц), прирост в % г/г	2022	12,7	27,2	11,4	19,1	0,8	31,5	25,2	34,4	26,0	30,8	20,6	2,6
	2023	47,2	40,7	43,5	33,6	71,0	34,1						
Доля кредитов с просроченной задолженностью, %	2022	11,5	11,9	11,8	12,4	12,8	12,8	13,1	12,7	12,8	13,1	12,9	12,8
	2023	13,1	13,0	12,6	12,2	11,4	10,9						
Фискальный сектор													
		янв	янв - фев	янв - мар	янв - апр	янв - май	янв - июн	янв - июл	янв - авг	янв - сен	янв - окт	янв - ноя	янв - дек
Баланс государственного бюджета, млрд сомов	2022	1,5	8,3	6,8	5,2	6,4	4,6	2,8	6,0	7,1	4,8	0,5	-10,4
	2023	5,3	4,9	0,1	-1,1	6,8							
Доходы государственного бюджета, млрд сомов	2022	17,4	40,5	59,6	84,5	105,9	135,5	157,8	185,0	211,7	235,5	262,4	300,6
	2023	22,9	47,0	74,4	103,9	143,0							
Расходы государственного бюджета, млрд сомов	2022	16,0	32,2	52,8	79,3	99,5	130,9	155,0	179,0	204,6	230,7	261,9	311,0
	2023	17,6	42,1	74,3	105,0	136,2							

Источник: национальные ведомства, расчеты авторов

* предварительные данные

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Российская экономика растет высокими темпами. Расширение кредитования на фоне бюджетных стимулов создало условия для ускоренного восстановления внутреннего спроса. Возможности подстройки стороны предложения под усилившийся спрос ограничены в условиях рекордной загрузки мощностей и растущего дефицита на рынке труда. Формируются условия для повышения инфляционного давления. Ослабление российского рубля также усиливает инфляционные риски.

Усиление экономической активности в России сохраняется на высоком уровне. ВВП вырос на 5,3% г/г в июне после роста на 5,4% г/г в мае и на 3,3% г/г в апреле. Рост формируется практически по всем видам экономической деятельности. Важным драйвером выступает промышленность, объем выпуска в которой повысился на 6,5% г/г в июне после 7,1% г/г в мае. Основной вклад в увеличение производства обеспечивает обрабатывающая промышленность; со стороны добычи полезных ископаемых отмечено некоторое снижение. В сельском хозяйстве также сохраняется положительная динамика: темп роста выпуска составил 2,6% г/г в июне по сравнению с 2,9% г/г в мае. Объем работ в строительстве в июне вырос на 10% г/г по сравнению с 13,5% г/г в мае. Внутренний спрос поддерживается высокой потребительской активностью: суммарный оборот розничной торговли, общественного питания и платных услуг населению вырос на 8,8% г/г в июне.

Оценки бизнес-климата, проводимые Банком России, отражают все более сдержанный оптимизм организаций. Оценки текущего производства и спроса в июне по-прежнему оставались вблизи максимальных значений за последние 10 лет, однако импульс к росту постепенно ослабевает: индекс бизнес-климата снизился на 2,6 п. до 6,2 п. Высокий уровень загрузки производственных мощностей при растущем давлении на рынке труда также свидетельствует об ограниченных возможностях для увеличения выпуска в ближайшие месяцы. Вместе с тем в условиях высокого внутреннего спроса достигнутый рост ВВП в размере 1,4% г/г за первое полугодие создает предпосылки для выхода экономики России в 2023 г. на более высокие темпы роста, чем предполагал июньский [прогноз ЕАБР](#).

Профицит счета текущих операций платежного баланса снизился в семь раз г/г и составил 20 млрд долл. по итогам января – июня 2023 г. Снижение происходит в условиях ухудшения внешней торговли товарами. Экспорт товаров снизился на 33% г/г в январе – июне. Это обусловлено как уменьшением физических объемов поставок из-за внешних ограничений, так и снижением цен на ключевые экспортные позиции. Так, цена на нефть марки Urals опустилась до 56 долл. за баррель в среднем во II квартале 2023 г., или на 29% г/г. Вместе с тем сформировалась тенденция сокращения дисконта цены нефти Urals к цене марки Brent, что

соответствует [нашим ожиданиям](#). Рост внутреннего спроса в условиях формирования новых логистических цепочек и работы механизма параллельного импорта привел к росту импорта товаров (на 19% г/г). Схожая картина наблюдалась и во внешней торговле услугами: экспорт сокращался в результате введенных ограничений (минус 22,4% г/г за январь – июнь), а импорт вырос на 10,2% г/г, преимущественно по статье «поездки» за счет существенного роста количества выезжающих.

Инфляция в России повысилась до 4,30% г/г в июле с 3,25% г/г в июне 2023 г. Ускорение роста цен отмечается по всем группам товаров, а наиболее ускорилась инфляция в товарах, значимое влияние на стоимость которых оказывает ослабление рубля. Рост цен на продовольственные товары составил 2,2% г/г в июле по сравнению с 0,2% г/г в июне, по непродовольственным товарам инфляция ускорилась до 2,4% г/г в июле по сравнению с 1% г/г в июне. Годовой рост цен на услуги был заметно более высоким (10% г/г), однако за месяц отмечено его снижение на 1 п.п. В целом инфляционное давление заметно усилилось. Увеличение потребительской активности на фоне роста заработных плат и расширения кредитования формирует риски дальнейшего ускорения роста цен. К концу 2023 г. инфляция может превысить 6%. Одновременно значительная рассинхронизация динамики компонентов корзины создает предпосылки для более осторожного подхода при прогнозировании инфляции (см. [врезку 3](#)).

Банк России повысил ключевую ставку на 100 б.п., до 8,5% годовых. Решение принято на фоне устойчивого увеличения инфляционного давления, вызванного ростом внутреннего спроса и ослаблением рубля. Банк России отмечает и рост инфляционных ожиданий, которые стали более чувствительными к ослаблению национальной валюты. В условиях окончания фазы восстановления российской экономики регулятор сохраняет ястребиную риторику. Учитывая приверженность регулятора политике сдерживания цен в условиях роста внутреннего спроса и заметного ослабления российского рубля в июле – начале августа, ожидаем дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайшем заседании.

Объемы кредитования в России в июне продолжили увеличиваться, рост портфеля банковских кредитов ([ЦБ РФ, 2023b](#)) составил 2,1% м/м в июне, сохранившись на уровне предыдущего месяца. Ускорилось кредитование корпоративного сектора – до 1,3% м/м по итогам июня 2023 г. (0,8% м/м в мае). Темп роста кредитования физических лиц вырос до 2,1% м/м в июне с 2,0% м/м в мае, в первую очередь за счет ускорения жилищного кредитования (2,4% м/м в июне по сравнению с 2,2% м/м в мае). Сохранились высокие темпы в потребительском кредитовании: 1,6% м/м в июне (1,7% м/м в мае). Высокие темпы кредитования продолжили стимулировать дальнейший рост внутреннего спроса, создавая дополнительное инфляционное давление.

Федеральный бюджет исполнен с дефицитом на уровне 2,6⁹ трлн рублей по итогам первой половины 2023 г. Годом ранее за аналогичный период бюджет был сведен с профицитом в размере 1,5 трлн рублей. Смена знака бюджетного сальдо с плюса на минус объясняется как сокращением доходов – с 14 до 12,4 трлн рублей (падение нефтегазовых доходов на 47% г/г лишь частично было компенсировано ростом других поступлений в бюджет), так и ростом расходов – с 12,5 до 15,0 трлн рублей. Увеличение ассигнований из бюджета по сравнению с прошлогодними составило 43,6% г/г в I квартале и 21,3% г/г во II квартале текущего года. Динамика расходов бюджета постепенно нормализуется, что соответствует [нашим ожиданиям](#).

⁹ Предварительная оценка Министерства финансов РФ.

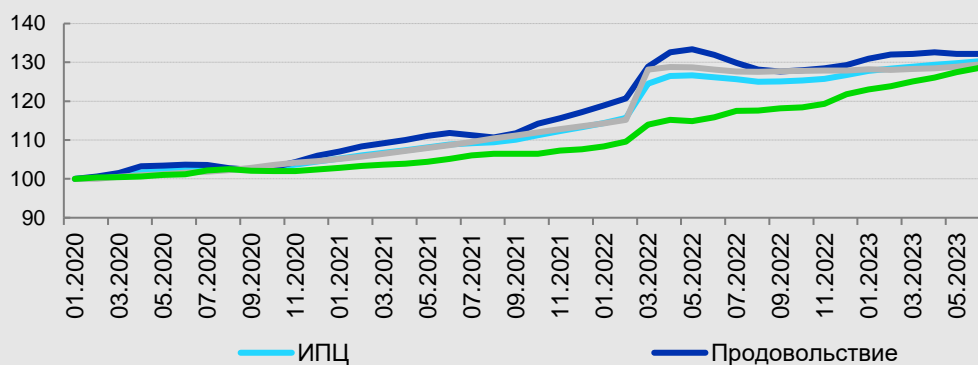
Врезка 3. Инфляция в 2020–2023 гг. – рассинхронизация динамики цен потребительского рынка, ее значение для ДКП

Три с половиной года с 2020 по середину 2023 г. стали периодом **взлетов и падений темпов инфляции в стране**. Рост потребительских цен плавно ускорялся во второй половине 2020 г. – 2021 г. на фоне глобального увеличения издержек вследствие логистических проблем и стимулирования спроса центральными банками во всем мире во время пандемии. Инфляция резко ускорилась в марте – апреле 2022 г., достигнув на некоторое время максимума за 20 лет. Во второй половине 2022 г. темпы роста цен замедлялись. Весной текущего года инфляция падала до 2,3% г/г, но к августу вновь превысила целевой ориентир в 4%.

Динамика инфляции сопровождалась **волатильностью относительных цен** на составляющие потребительской корзины. В течение длительного времени цены на рынках продовольствия, непродовольственных товаров и услуг демонстрировали практически синхронную динамику. Среднемесячные темпы их роста за период с 2011 по 2023 г. почти идентичны: 0,59% м/м продовольствие, 0,53% м/м непродовольственные товары и 0,57% м/м услуги.

В 2020–2023 гг. многолетняя согласованность ценовых трендов

Рисунок 3. Индексы цен в России (январь 2020=100)



Источник: Росстат

была нарушена. Жесткие санитарные ограничения в 2020–2021 гг. сократили спрос на услуги и затормозили рост цен на них. Высвободившийся спрос сместился на рынок товаров, которые стали дорожать намного быстрее. В начале 2022 г. новый шок усилил расхождение динамики цен на разных сегментах потребительского рынка, однако ненадолго. Траектории цен на продовольствие, непродовольственные товары и услуги перешли к сближению в условиях исчезновения санитарных ограничений и стабилизации на мировых рынках сырья. При этом инфляция резко снизилась в товарном сегменте рынка и выросла в сегменте услуг.

Рассинхронизация, описанная выше, наблюдалась во многих странах. [Ball et al. \(2022\)](#) описывают сходную картину в США, [Khan, Sullivan \(2022\)](#) – в Канаде. Такое anomальное поведение относительных цен

потребительских товаров и услуг может приводить к **искажению оценок базовой инфляции**¹⁰, которые строятся удалением из потребительской корзины товаров и услуг с наиболее волатильными ценами. Неожиданное усиление волатильности цен, много лет отличавшихся очень плавным ростом (в России, как и в развитых странах, такими являются и цены на услуги, помимо регулируемых), может сделать оценки базовой инфляции неинформативными. Мы не исключаем, что это могло стать одной из причин сверхинтенсивного стимулирования экономики центральными банками развитых стран в 2020–2021 гг. Сейчас с большой степенью уверенности можно говорить, что это стимулирование было избыточным. При этом возникает риск ошибки со стороны монетарных регуляторов уже в обратную сторону: интенсивность сворачивания монетарных стимулов также может оказаться избыточной (в качестве примера такой точки зрения см. [King, 2023](#)).

Снижение информативности требует **осторожности в выводах и решениях, основанных на оценках базовой инфляции** при реализации денежно-кредитной политики. Релевантность многих оценок базовой инфляции останется пониженной, пока согласованность динамики цен в основных сегментах потребительского рынка в стране не восстановится. Это может произойти достаточно скоро (с нашей точки зрения – в следующем году), но пока это не так. В условиях, сложившихся в настоящий момент, наиболее подходящими оценками базовой инфляции являются те, которые не основаны на исторической динамике цен: медианная инфляция, trimmed-mean (см. [Ball et al., 2021](#) и [Khan, Sullivan, 2022](#) в качестве примеров анализа). Медианная инфляция в России на конец весны была заметно ниже базовой (в определении ЦБ РФ, то есть очищенной от влияния волатильных и регулируемых цен) ([ЦБ РФ, 2023b, с. 7](#)). В результате высока вероятность, что после завершения периода повышенного роста цен на услуги последует быстрое падение показателя годового роста ИПЦ, что требует взвешенного подхода при определении ключевой ставки с целью недопущения ее избыточного повышения.

¹⁰ Базовая инфляция – инфляция, очищенная от краткосрочного влияния немонетарных факторов. Распространенным, но не единственным методом оценки базовой инфляции является очистка ИПЦ от цен на энергию и продовольствие. Другие методы включают оценки на основе медианного роста цен в потребительской корзине (медианная инфляция) и полученные путем удаления из потребительской корзины товаров и услуг, волатильность которых превысила некое пороговое значение в отчетный период (trimmed-mean inflation). Считается, что оценки базовой инфляции помогают лучше выявить влияние на инфляцию монетарных факторов, чем headline.

Таблица 5. Экономические показатели России

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП*, прирост в % г/г	2022	5,9	4,0	1,5	-3,3	-3,9	-5,1	-3,9	-3,5	-4,5	-4,5	-4,0	-4,2
	2023	-3,2	-3,1	-1,1	3,3	5,4	5,3						
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2022	8,0	5,4	2,3	-2,6	-2,4	-2,4	-0,5	-0,1	-3,1	-2,6	-1,8	-4,3
	2023	-2,4	-1,7	1,2	5,2	7,1	6,5						
Объем продукции сельского хозяйства, прирост в % г/г	2022	0,8	1,1	3,0	3,2	2,2	2,1	0,8	9,1	6,7	4,2	1,6	6,1
	2023	2,7	2,6	3,3	3,2	2,9	2,6						
Объем выполненных строительных работ, прирост в % г/г	2022	0,3	5,1	5,4	9,6	2,6	0,0	6,5	6,7	2,8	8,7	5,1	6,9
	2023	9,9	11,9	6,0	5,7	13,5	10,0						
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2022	3,1	5,5	2,0	-9,8	-10,1	-9,6	-8,7	-8,8	-9,8	-9,7	-7,9	-10,5
	2023	-6,6	-7,8	-5,1	7,4	9,3	10,0						
Реальные располагаемые денежные доходы населения, прирост в % г/г	2022			-1,2			-0,8			-3,4			-1,0
	2023			0,1			4,7						
Инфляция, % г/г	2022	8,7	9,2	16,7	17,8	17,1	15,9	15,1	14,3	13,7	12,6	12,0	11,9
	2023	11,8	11,0	3,5	2,3	2,5	3,3	4,3					
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Счет текущих операций** (за квартал), млрд долл. США	2022			69,8			77,2			48,5			37,5
	2023			14,8			5,4						
Сальдо финансовых операций прочих секторов (чистое кредитование (+) / чистое заимствование (-))** (за квартал), млрд долл. США	2022			69,8			76,1			46,5			36,0
	2023			10,8									
Среднемесячный курс российского рубля к доллару США	2022	75,9	77,3	103,7	77,8	64,6	57,2	58,1	60,3	59,8	60,9	60,9	65,8
	2023	68,9	72,8	76,1	80,8	79,2	83,3	90,5					
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Ключевая ставка (на конец месяца), %	2022	8,50	9,50	20,00	17,00	11,00	9,50	8,00	8,00	7,50	7,50	7,50	7,50
	2023	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	8,50					
Денежный агрегат М2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2022	13,4	14,6	17,1	15,7	16,6	16,8	19,3	22,6	23,9	24,4	23,4	24,4
	2023	25,9	25,9	24,4	23,6	24,9	25,4						
Корпоративные кредиты и кредиты физическим лицам (на конец месяца), прирост в % г/г	2022	16,3	19,8	18,2	12,5	9,2	6,2	7,8	8,4	8,6	10,2	9,5	11,8
	2023	11,3	9,7	11,9	19,0	23,2	30,5						
Удельный вес просроченной задолженности по кредитам физлицам- резидентам (на начало месяца), %	2022	3,9	3,9	3,9	3,9	4,0	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
	2023	4,0	4,1	4,1	4,0	4,0	3,9	3,9					
Удельный вес просроченной задолженности по кредитам юрлицам и ИП – резидентам (на начало месяца), %	2022	6,7	6,7	6,3	6,7	6,6	6,7	6,4	6,2	6,0	5,8	5,7	5,6
	2023	5,5	5,6	5,4	5,2	5,2	5,2						
Фискальный сектор													
		янв	янв - фев	янв - мар	янв - апр	янв - май	янв - июн	янв - июл	янв - авг	янв - сен	янв - окт	янв - ноя	янв - дек
Баланс федерального бюджета***, трлн руб.	2022	0,3	0,5	1,3	1,2	1,6	1,5	0,6	0,3	0,2	0,4	0,7	-3,3
	2023	-1,6	-2,4	-2,1	-3,0	-2,6							
Доходы федерального бюджета***, трлн руб.	2022	2,1	4,2	7,2	10,0	12,0	14,0	15,8	17,6	19,7	22,1	24,8	27,8
	2023	1,4	3,2	5,7	7,8	9,8	12,4						
Расходы федерального бюджета***, трлн руб.	2022	1,8	3,7	5,9	8,9	10,5	12,5	15,2	17,3	19,5	21,8	24,0	31,1
	2023	3,0	5,5	7,8	10,8	12,8	15,0						

Источник: национальные ведомства, CEIC Data, расчеты авторов

* оценки Минэкономразвития РФ.

** оценка аналитиков ЕАБР

*** предварительные данные

РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН

Экономика выросла на 8,3% г/г в первой половине года. К концу 2023 г. можно ожидать замедления роста. Инфляция осталась на уровне 2,4% г/г по итогам июня – такой же, как в мае. До конца года вероятно ее повышение по направлению к целевым уровням Национального банка. На этом фоне НБТ сохранил ставку рефинансирования на отметке 10% годовых.

Экономика Таджикистана выросла на 8,3% г/г по итогам первой половины 2023 г. Благодаря сильному внутреннему спросу и сравнительно низкой экономической активности годом ранее основные показатели экономической динамики за июнь оставались двузначными: розничные продажи повысились на 11,4% г/г, инвестиции – на 45,2% г/г, производство в промышленности – на 16,1% г/г. По нашим ожиданиям, данные показатели снизятся к концу 2023 г. из-за сокращения объема поступающих в Таджикистан денежных переводов в условиях ослабления российского рубля. На них также негативно скажется то, что в заключительные месяцы года активность в экономике будет сравниваться с наблюдавшейся в аналогичные периоды прошлого года, когда экономика уже в значительной степени восстановилась после просадки весной 2022 г.

Дефицит внешней торговли товарами за январь – июнь 2023 г. составил 2,1 млрд долл., или 41% ВВП. Он увеличился с 1,1 млрд долл. (28% ВВП) годом ранее. Основным фактором роста отрицательного внешнеторгового сальдо стало снижение экспорта на 44,2% г/г по итогам января – июня. Помимо отсутствия в первом полугодии 2023 г. поставок за рубеж золота, на экспорте сказалось сокращение поступлений по другим ключевым статьям. В частности, уменьшился экспорт недргоценных металлов и минеральной продукции (рудных концентратов, цемента и др.) – на фоне снижения мировых цен на сырье падение поставок этих товаров за рубеж составило 14,7% г/г и 24% г/г соответственно. Одновременно импорт вырос на 19,1% г/г – этому способствовало расширение внутреннего спроса в экономике, о котором можно судить по росту розничных продаж и инвестиций.

По итогам января – мая 2023 г. государственный бюджет был исполнен с профицитом в размере 1,0 млрд сомони. За аналогичный период 2022 г. этот показатель составлял 0,8 млрд сомони. Увеличение профицита объясняется ростом доходов на 31,3% г/г при аналогичном росте расходов – на 31,0% г/г (поскольку доходы бюджета в настоящий момент опережают расходы по абсолютной величине, их приблизительно одинаковый процентный рост приводит к увеличению профицита). Основным фактором роста доходной части остается повышение налоговых поступлений – база налогообложения увеличивается в условиях быстрого роста экономики. Со стороны расходов сохраняются отмеченные в [Макроэкономическом обзоре ЕАБР за июль 2023 г.](#) высокие темпы роста ассигнований на нужды сельского хозяйства (в 3,1 раза), а также транспорта и связи (в 1,9 раза).

Инфляция составила 2,4% г/г в июне 2023 г. – столько же, сколько и в мае. Рост потребительских цен в стране остается самым низким с середины 2018 г. Мы ожидаем, что в августе – сентябре инфляция сдвинется по направлению к целевым уровням Национального банка ($6\pm 2\%$), а к концу 2023 г. и в начале 2024 г. может оказаться у верхней границы или выше этого интервала на фоне возвращения к росту цен на продовольствие и услуги (см. [врезку 4](#)).

Курс национальной валюты оставался вблизи отметки 10,9 сомони за доллар с конца февраля текущего года. Стабильность курса способствовала укреплению реального курса таджикской валюты, что является одним из основных факторов низкой инфляции и роста дефицита торгового баланса страны в первой половине 2023 г. Мы ожидаем, что возвращение сомони на траекторию плавного ослабления во второй половине текущего года и в 2024 г. будет способствовать укреплению платежного баланса экономики Таджикистана, а также внесет вклад в возвращение инфляции в пределы целей Национального банка.

Национальный банк Таджикистана оставил ставку рефинансирования на уровне 10,0% годовых по итогам заседания комитета по денежно-кредитной политике, проведенного 28 июля 2023 г. Прогноз НБТ, представленный в материалах¹¹ по итогам заседания, предполагает возможность повышения ставки до 11–12% годовых в начале 2024 г., что может объясняться стремлением предотвратить ускорение инфляции до уровней выше целевых в этот период. В 2025–2026 гг., согласно прогнозу НБТ, ставка опустится до 10% и ниже на фоне закрепления инфляции в пределах целей.

¹¹ См. https://nbt.tj/files/monetary_policy/kumita/tj/Runamo_34.pdf

Врезка 4. Рост цен вернется в целевой интервал – дезинфляционный импульс затухает

Существенное замедление инфляции стало одним из ярких явлений в экономике Таджикистана в 2022–2023 гг. С 2019-го по 2021 г. рост потребительских цен в стране превышал целевой интервал Национального банка ($6\pm 2\%$). Во второй половине 2022 г. инфляция начала возвращаться к цели благодаря реализации последовательной денежно-кредитной политики и ослаблению внешнего ценового давления. К середине 2023 г. рост цен опустился до 2,4% г/г – значительно ниже таргетируемого уровня. При такой инфляции справедливым является вопрос: не следует ли НБТ смягчить монетарную политику? Наш ответ заключается в том, что сейчас смягчение политики чревато высокими проинфляционными рисками.

Динамика цен на продовольственные товары и услуги определила снижение годовой инфляции в первой половине 2023 г. Замедление годового роста цен на продукты питания во многом объяснялось коррекцией после существенного удорожания продовольствия в 2022 г. Такая динамика стала возможной благодаря снижению мировых цен на продовольствие. Замедление темпов роста цен на услуги также объясняется преимущественно внешним воздействием. Отопление жилья стало дешевле из-за снижения стоимости энергоносителей на мировом рынке. Упали цены на важные для республики авиаперелеты, стоимость которых была аномально высокой сразу после возобновления трансграничного авиасообщения по завершении острой фазы пандемии в 2022 г. Таким образом, текущая инфляция ниже целей НБТ является преимущественно результатом влияния довольно узкой группы немонетарных факторов.

Действие дезинфляционных факторов затухает – инфляционный импульс усиливается. Месячный прирост цен на продовольственные и непродовольственные товары (с устранением сезонности) ускорился к середине 2023 г. (см. [таблицу 6](#)). В годовом эквиваленте он уже находится в целевом интервале для непродовольственных товаров и превысил его для продуктов питания.

По нашей оценке, восстановление инфляции до целевых значений не требует снижения ставки рефинансирования НБТ. С существенной вероятностью разворот динамики цен на продовольствие и услуги, а также возможное возобновление процесса постепенного ослабления сомони выведут инфляцию не только в пределы целевого интервала, но и, скорее всего, в район его верхней границы или выше в первой половине 2024 г. Именно наличие этой перспективы может объяснять нежелание Национального банка опускать ставку рефинансирования ниже 10%.

Таблица 6. Показатели инфляции в Таджикистане

Показатели	%, рост г/г, июнь 2023 г.	%, рост м/м SAAR, средний за первое полугодие 2023 г.	%, рост м/м SAAR, июнь 2023 г.
Потребительские цены	2,4	2,7	4,9
Цены на продовольственные товары	1,3	5,2	12,5
Цены на непродовольственные товары	4,6	5,3	4,5
Цены на услуги	2,7	-12,7	-3,0

Источники: национальное статистическое ведомство, расчеты ЕАБР.

Таблица 7. Экономические показатели Таджикистана

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	
Краткосрочный экономический индикатор (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2022		7,5			7,4			7,8				8,0
	2023		8,2			8,3							
Объем промышленного производства (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2022	11,8	12,4	17,1	17,2	17,0	17,3	17,6	17,4	18,0	15,9	15,0	15,4
	2023	7,8	6,4	8,8	5,5	9,0	10,3						
Объем продукции сельского хозяйства (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2022	9,5	9,8	9,1	10,1	9	7,2	6,6	7,5	7,8	7,7	8,0	8,0
	2023	5,7	6,2	6,4	7,0	9,3	7,9						
Инвестиции в основной капитал (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2022	-20,2	22,5	9,6	9,7	4,8	2,5	3,7	7,7	17,0	14,5	10,0	11,4
	2023	44,3	4,6	20,8	21,4	23,3	27,1						
Оборот розничной торговли (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2022	14,7	14,1	10,7	8,9	9	9,3	9,9	10,7	11,2	11,2	10,7	11,2
	2023	1,1	6,3	8,1	9,0	10,1	10,4						
Инфляция, % г/г	2022	7,8	7,1	7,3	7,3	7,5	8,3	8,3	6,5	5,7	5,2	4,5	4,2
	2023	4,3	4,5	3,6	3,4	2,4	2,4						
Внешний сектор													
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	
Торговый баланс, млн долл. США	2022	-309	-274	-155	-168	-135	-43	-336	-364	-351	-311	-250	-331
	2023	-265	-291	-334	-375	-457	-336						
Экспорт товаров, млн долл. США	2022	135	145	190	174	204	367	143	155	126	123	205	176
	2023	120	111	113	86	130	118						
Импорт товаров, млн долл. США	2022	443	420	345	342	339	410	479	518	477	433	455	507
	2023	385	402	448	461	586	455						
Трансграничные переводы физических лиц в РТ, прирост в % г/г	2022			-11,4			95,9		107,5				103,2
	2023			73,7									
Среднемесячный курс сомони к долл. США	2022	11,3	11,3	12,5	12,5	12,2	11,0	10,4	10,3	10,2	10,2	10,2	10,2
	2023	10,2	10,5	10,9	10,9	10,9	10,9						
Монетарная политика и банковский сектор													
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	
Ставка рефинансирования (на конец месяца), %	2022	13,25	13,25	13,25	13,15	13,25	13,25	13,50	13,50	13,50	13,00	13,00	
	2023	13,00	11,00	11,00	11,00	10,00	10,00	10,00					
Денежный агрегат М2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2022	7,4	5,0	5,0	27,6	33,3	37,6	38,8	40,5	44,2	42,2	46,3	43,4
	2023	43,2	40,9	35,5	16,2	8,6	5,4						
Кредиты коммерческих банков резидентам (на конец месяца), прирост в % г/г	2022	10,4	9,8	15,3	11,8	15,8	11,5	9,6	10,9	12,5	15,3	16,0	13,3
	2023	14,5	17,7	14,7	19,1	26,1	30,9						
Доля необслуживаемых кредитов и займов в общем объеме кредитов и займов, %	2022			7,0			3,6		0,6				-0,5
	2023			-0,4									
Фискальный сектор													
	янв	янв - фев	янв - мар	янв - апр	янв - май	янв - июн	янв - июл	янв - авг	янв - сен	янв - окт	янв - ноя	янв - дек	
Баланс государственного бюджета, млрд сомони	2022	1,1	1,1	0,7	0,4	0,8	0,9	1,0	0,9	1,1	1,0	1,7	1,6
	2023	1,3	0,9	0,9	0,9	1,0							
Доходы государственного бюджета, млрд сомони	2022	2,1	4,6	7,1	9,6	12,1	15,1	17,9	20,8	24,3	27,0	31,0	36,3
	2023	3,2	6,0	9,5	12,5	15,9							
Расходы государственного бюджета, млрд сомони	2022	1,0	3,5	6,4	9,2	11,3	14,2	16,9	19,9	23,2	26,0	29,3	34,8
	2023	1,9	5,1	8,6	11,6	14,8							

Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов

* предварительные данные

Таблица 8. Основные экономические показатели государств – участников ЕАБР

Государства – участники ЕАБР	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Таджикистан	Примечание
Реальный ВВП, темпы прироста, % *	11,4	2,0	5,0	3,9	1,4	8,3	январь – июнь 2023 г. к январю – июню 2022 г.
Реальный объем промышленного производства, темпы прироста, %	1,0	6,0	3,8	0,4	2,6	10,3	январь – июнь 2023 г. к январю – июню 2022 г.
Реальный объем розничной торговли, темпы прироста, %	5,2	4,6	8,8	17,8	1,1	10,4	январь – июнь 2023 г. к январю – июню 2022 г.
Реальный объем продукции сельского хозяйства, темпы прироста, %	2,0	2,7	3,2	2,5	2,9	7,9	январь – июнь 2023 г. к январю – июню 2022 г.
Реальный объем выполненных строительных работ, темпы прироста, %	17,0	6,1	12,3	11,2	9,2	н/д	январь – июнь 2023 г. к январю – июню 2022 г.
Инвестиции в основной капитал, темпы прироста, %	15,6 ¹⁾	7,2	13,1	10,4	0,7 ¹⁾	27,1	январь – июнь 2023 г. к январю – июню 2022 г.
ВВП на душу населения, долл. США	7014	7905	11244	1607	15345	1054	по итогам 2022 г.
Уровень бедности (малообеспеченности), %	26,5 ²⁾	3,9	5,2	33,3 ²⁾	9,8	22,5	по итогам 2022 г.
Баланс бюджета, % ВВП **	3,4	-2,1 ³⁾	-1,6	0,1	-5,8	3,8	январь – март 2023 г.
ИПЦ, темпы прироста, %	-0,5	2,9	14,6	10,5	3,3	2,4	июнь 2023 г. к июню 2022 г.
ИПЦ, темпы прироста, в % к декабрю предыдущего года	-2,3	3,0	5,3	5,1	2,8	2,3	июнь 2023 г. к декабрю 2022 г.
Государственный долг, % ВВП ***	47,6	50,3 ⁴⁾	21,9	53,0	13,5	28,5 ⁵⁾	на 01.04.2023
Международные резервные активы, млрд долл. США	3,9	7,8	34,5	2,4	582,4	3,8 ³⁾	на 01.07.2023
монетарное золото, млрд долл. США	0,0	-	19,2	1,0	142,9	-	на 01.07.2023
прочие, млрд долл. США	3,9	-	15,3	1,3	397,0	-	на 01.07.2023
Активы банковской системы, млрд долл. США	21,3 ³⁾	38,2	84,0	5,9	1835,1	2,9	на 01.04.2023
% ВВП	98,7 ³⁾	58,4	36,2	53,6	90,2	25,7	на 01.04.2023

Государства – участники ЕАБР	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Таджикистан	Примечание
Ставка рефинансирования (ключевая), %	10,25	9,50	16,75	13,00	8,50	10,0	на 01.08.2023
Счет текущих операций, млрд долл. США	0,1	2,7	6,3	-5,4	233,0	1,6	январь – декабрь 2022 г.
% ВВП	0,6	3,7	2,9	-49,6	10,4	14,5	январь – декабрь 2022 г.
Кредитный рейтинг							
Moody's	Ba3/Stable	C/Stable	Baa2/Stable	B3/Negative	RW	B3/Negative	на 01.08.2023
S&P	B+/Positive	SD	BBB-/ Stable	-	-	B-/Stable	на 01.08.2023
Fitch	BB-/Stable	RD	BBB/Stable	-	WD	-	на 01.08.2023
Режим ДКП ****	инфляционное таргетирование	монетарное таргетирование	инфляционное таргетирование	прочий режим	инфляционное таргетирование	монетарное таргетирование	на 01.01.2023
Индекс глобальной конкурентоспособности (World Economic Forum), рейтинг в списке стран	69	н/д	55	96	43	104	2019 г.

Источник: национальные ведомства, рейтинговые агентства, международные институты

* – РА – показатель экономической активности, РТ – краткосрочный экономический индикатор

** – РА – государственный бюджет, РБ – республиканский бюджет, РК – государственный бюджет, КР – государственный бюджет, РФ – федеральный бюджет, РТ – государственный бюджет

*** – РФ – без учета государственного долга субъектов Российской Федерации и муниципальных образований; РБ – долг центрального правительства с учетом гарантий

**** – режимы ДКП согласно данным IMF (2020а)

1) – январь – март 2023 г. к январю – марту 2022 г.

2) – по итогу 2021 г.

3) – на 01.01.2023

4) – внешний долг

5) – внешний госдолг на 01.01.2023

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

ЦБ РФ (2023а) *О развитии банковского сектора Российской Федерации в июне 2023*. Информационно-аналитический материал. Июль. Доступно на: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/45179/razv_bs_23_06.pdf (Просмотрено 11 августа 2023).

ЦБ РФ (2023б) *О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки*. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования 5. Июль. Доступно на: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/45133/bulletin_23-05.pdf (Просмотрено 9 августа 2023).

IHS Markit (2023а) Tengri Partners PMI™ обрабатывающих отраслей Казахстана. Доступно на: <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PressRelease/a1b0b7f0b14c4de29052c144dc4b5466> (Просмотрено 8 августа 2023).

IHS Markit (2023б) Tengri Partners PMI™ сферы услуг Казахстана, включая Tengri Partners совокупный PMI™ Казахстана. Доступно на: <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PressRelease/52822a1f51a14c08a984bcef6d57758e> (Просмотрено 8 августа 2023).

Anwar, A.I., Mang, C. F. (2022) Do Remittances Cause Dutch Disease? A Meta-Analytic Review. *Applied Economics*, 36 (54), pp. 4131-4153.

Ball, L., Leigh, D., Mishra, P., Spilimbergo, A. (2021) *Measuring U.S. Core Inflation: The Stress Test of COVID-19*, IMF Working paper WP/21/291. Available at: <https://www.imf.org//media/Files/Publications/WP/2021/English/wpiea2021291-print-pdf.ashx> (Accessed 9 August 2023).

Ball, L., Leigh, D., Mishra, P. (2022) *Understanding U.S. Inflation during the COVID-19 Era*. IMF Working paper WP/22/208. Available at: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2022/English/wpiea2022208-print-pdf.ashx> (Accessed 9 August 2023).

Khan, M., Sullivan, E. (2022) *Core Inflation Over the COVID-19 Pandemic*. Bank of Canada, Staff Analytical Note 2022-17. Available at: <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2022/11/san2022-17.pdf> (Accessed 9 August 2023).

King, M. (2023) Mervyn King Says the Bank of England Is Making a 'Big Mistake'. *Bloomberg*, 20 July. Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-07-20/podcast-mervyn-king-says-the-bank-of-england-is-making-the-big-mistake> (Accessed 9 August 2023).

Magud, N., Sosa, S. (2010) *When and Why Worry About Real Exchange Rate Appreciation? The Missing Link between Dutch Disease and Growth*. IMF Working Paper WP/10/271. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10271.pdf> (Accessed 9 August 2023).

NBRK (2023) *Kazakhstan Macro & Market Overview*. National bank of Kazakhstan: Quarterly Report Q2 2023. Available at: <https://www.nationalbank.kz/file/download/94023> (Accessed 10 August 2023).

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

ВВП	– валовой внутренний продукт
ЕАБР	– Евразийский банк развития
ЕАЭС	– Евразийский экономический союз
ЕЦБ	– Европейский центральный банк
ИПЦ	– индекс потребительских цен
ИТ	– информационные технологии
КР	– Кыргызская Республика
НБ КР	– Национальный банк Кыргызской Республики
НБ РБ	– Национальный банк Республики Беларусь
НБ РК	– Национальный банк Республики Казахстан
НБ РТ	– Национальный банк Республики Таджикистан
НДС	– налог на добавленную стоимость
РА	– Республика Армения
РБ	– Республика Беларусь
РК	– Республика Казахстан
РТ	– Республика Таджикистан
РФ	– Российская Федерация
СТО	– счет текущих операций
США	– Соединенные Штаты Америки
ФАО	– Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН
ФРС	– Федеральная резервная система
ЦБ РА	– Центральный банк Республики Армения
ЦБ РФ	– Центральный банк Российской Федерации
г., гг.	– год, годы
% г/г	– годовой темп прироста
% м/м	– ежемесячный темп прироста
млн	– миллион
млрд	– миллиард
п.п.	– процентный пункт
трлн	– триллион
PMI	– Purchasing Managers' Index



Макроэкономический обзор (RU)

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



Макроэкономический прогноз (RU/EN)

Макроэкономический прогноз ЕАБР 2023–2025

В материале резюмированы итоги экономического развития государств — участников Банка в начале 2023 г. и представлен прогноз основных макроэкономических показателей стран региона до конца текущего года, а также на 2024–2025 гг.



Доклад 21/1 (RU)

Повышение роли национальных валют ЕАЭС в международных расчетах

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



Доклад 21/2 (RU/EN)

Узбекистан и ЕАЭС: перспективы и потенциальные эффекты экономической интеграции

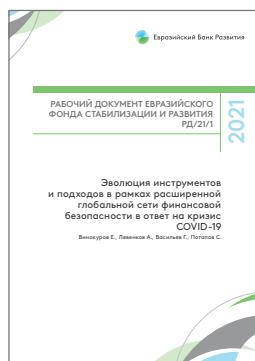
В докладе представлены оценки потенциальных эффектов от интеграции Республики Узбекистан с ЕАЭС, а также перспективные направления сотрудничества действующих стран — членов Союза с Узбекистаном.



Доклад 21/3 (RU/EN)

Инвестиции в водно-энергетический комплекс Центральной Азии

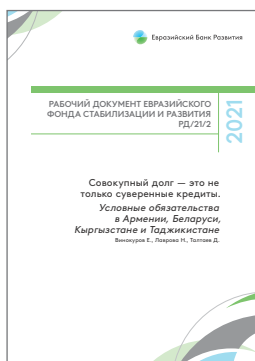
Авторы доклада проанализировали сложившуюся ситуацию в водно-энергетическом комплексе Центральной Азии (ВЭК ЦА) по итогам 30 лет независимости пяти республик (Казахстан, Кыргызстан, Таджикистан, Туркменистан и Узбекистан), оценили уровень сотрудничества между странами в ВЭК.



Рабочий документ РД/21/1 (RU/EN)

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

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



Рабочий документ 21/2 (RU/EN)

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

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



Доклад 21/4 (RU/EN)

Мониторинг взаимных инвестиций ЕАБР

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



Доклад 21/5 (RU/EN)

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

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



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

Чистые технологии для устойчивого будущего Евразии

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



Доклад 22/1 (RU/EN)

Интеграционный бизнес-барометр ЕАБР

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



Доклад 22/2 (RU/EN)

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

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



Доклад 22/3 (RU/EN)

Экономика Центральной Азии: новый взгляд

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



Доклад 22/4 (RU/EN)

Регулирование водно-энергетического комплекса Центральной Азии

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



Доклад 22/5 (RU/EN)

Мониторинг взаимных инвестиций ЕАБР — 2022

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



Доклад 23/1 (RU/EN)

Продовольственная безопасность и раскрытие агропромышленного потенциала Евразийского региона

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



Доклад 23/2 (RU/EN)

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

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



Доклад 23/3 (RU/EN)

Трансграничные государственно-частные партнерства

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



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