



Евразийский
Банк Развития

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ
ПРОГНОЗ
2025–2027



Декабрь 2024



МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

ДЕКАБРЬ 2024

2024

Оценка роста ВВП региона операций Банка повышена до 4,2% г/г



прирост ВВП в 2024 г.

Разнородная динамика потребительских цен в регионе

7,9%

агрегированная инфляция в регионе на конец 2024 г.

Повышение ключевой ставки ЦБ РФ и пауза в цикле снижения базовой ставки НБ РК

23%

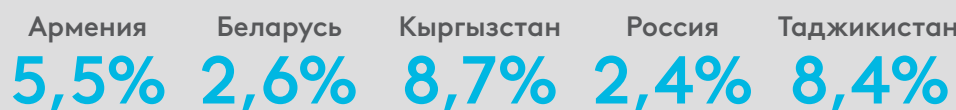
ключевая ставка в России на конец 2024 г.

> 15%

базовая ставка в Казахстане на конец 2024 г.

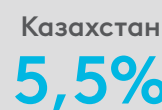
2025

Сохранение высоких темпов роста экономик



прирост ВВП в 2025 г.

Ускорение роста экономики



прирост ВВП в 2025 г.

Постепенное движение инфляции к целевым уровням

6,4%

агрегированная инфляция в регионе на конец 2025 г.

Начало снижения ключевой ставки ЦБ РФ и продолжение цикла снижения базовой ставки НБ РК

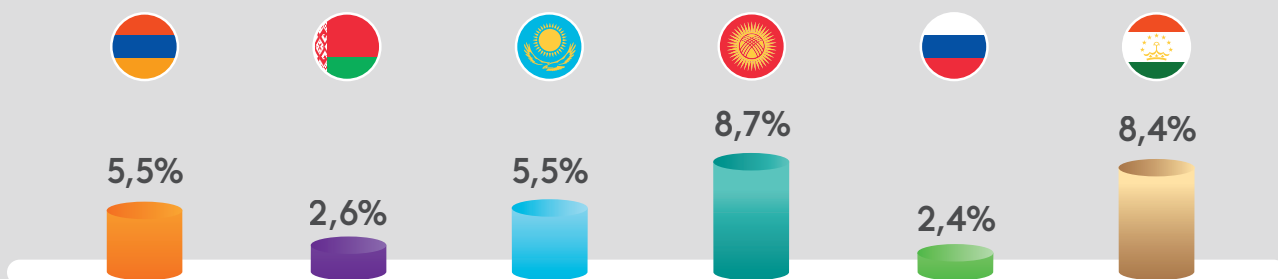
19%

ключевая ставка в России на конец 2025 г.

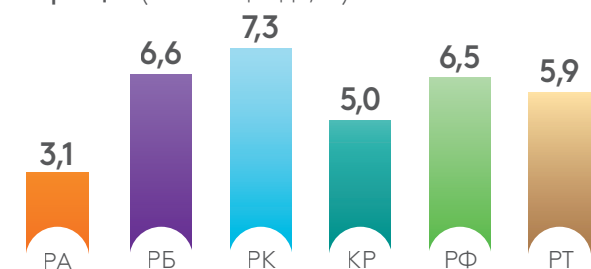
11,25%

базовая ставка в Казахстане на конец 2025 г.

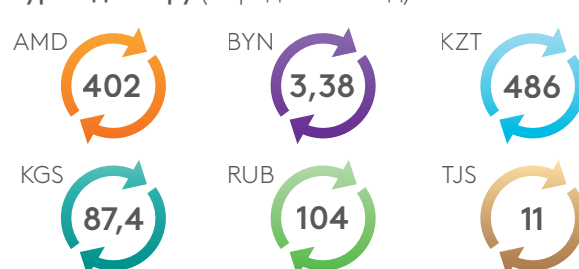
Прирост ВВП в 2025 г.



Инфляция (на конец года, %)



Курс к доллару (в среднем за год)



Винокуров, Е., Кузнецов, А., Соболевская, М., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (2024) *Макроэкономический прогноз 2025–2027. Декабрь 2024*. Алматы: Евразийский банк развития.

Авторы

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© Евразийский банк развития, 2024

СОДЕРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ	5
ГОСУДАРСТВА — УЧАСТНИКИ ЕАБР	6
ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА	7
РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ	17
Текущая ситуация.....	18
Прогноз.....	20
Риски	22
РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ	23
Текущая ситуация.....	24
Прогноз.....	26
Риски	28
РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН	29
Текущая ситуация.....	30
Прогноз.....	32
Риски	34
КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА	35
Текущая ситуация.....	36
Прогноз.....	38
Риски	40
РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ	41
Текущая ситуация.....	42
Прогноз.....	45
Риски	47
РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН	49
Текущая ситуация.....	50
Прогноз.....	52
Риски	54
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	56
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	57
ГЛОССАРИЙ	58

РЕЗЮМЕ

Мировая экономика вступает в фазу замедления. Несмотря на окончание периода высоких процентных ставок, структурные факторы будут сдерживать экономическую динамику. Более низкие темпы роста производительности, ослабление внешней торговли как драйвера экономического роста, увеличение фрагментации и неблагоприятные демографические тенденции станут ключевыми причинами, тормозящими динамику мировой экономики. Прогнозируем снижение темпов роста экономики США до 1,6% в 2025 г., восстановительный рост экономики еврозоны около 1,1%, а также ускорение роста экономики Китая до 5% на фоне стимулирующей бюджетной политики и снижения ставок. Инфляция в развитых странах замедлилась, однако рост цен останется повышенным из-за увеличения издержек, вызванных фрагментацией мировой экономики, и сохраняющегося давления со стороны жесткого рынка труда. Ведущие центральные банки начали цикл снижения ставок, однако риски ускорения инфляции остаются высокими. Это обусловит осторожный подход регуляторов к снижению ставок, которые останутся выше средних уровней прошлого десятилетия.

Рост ВВП региона операций ЕАБР на 4,2% по итогам 2024 г. самый высокий с 2012 г., исключая период восстановления после пандемии коронавируса. Прогноз роста экономики региона на 2024 г. **улучшен** на 0,8 п.п. и опережает мировой показатель (3,2%). Расширение внутреннего спроса, поддерживаемое стимулирующими мерами бюджетной и, в ряде стран, денежно-кредитной политики, а также улучшение возможностей для экспорта способствовали высокому росту экономик региона. Ожидаем, что рост ВВП в 2024 г. составит: в Армении — 6,0%, в Беларуси — 4,3%, в Казахстане — 4,5%, в Кыргызстане — 9,4%, в России — 4,1% и в Таджикистане — 8,4%.

В 2025 г. экономика региона вырастет на 2,9%. Внутренние источники роста останутся ключевыми драйверами экономической динамики. Темпы роста экономики Казахстана устойчиво возрастут до 5,5% благодаря запуску нового инвестиционного цикла. Бюджетное стимулирование поддержит рост внутреннего спроса в России, где экономика увеличится на 2,4% по итогам года. Рост спроса со стороны России и высокая потребительская активность создадут условия для расширения экономики Беларуси на 2,6%. Высокие темпы роста сохранятся в Армении (5,5%), Кыргызстане (8,7%) и Таджикистане (8,4%) благодаря инвестиционным проектам и увеличению экспорта.

Инфляция в регионе операций ЕАБР составит около 6,4% по итогам 2025 г. Инфляционная картина по странам остается разнородной: в Армении и Таджикистане рост цен находится ниже целевых диапазонов, в Кыргызской Республике в мае-октября 2024 г. находилась ниже цели, в Беларуси остается в рамках целевого коридора, а в России и Казахстане держится выше цели. Прогнозируем постепенное движение инфляции к целевым уровням в 2025 г. На фоне поддержания высоких процентных ставок инфляция начнет замедляться и составит 6,5% в России и 7,3% в Казахстане. В Армении инфляция повысится к границам целевого диапазона и составит 3,1%. Рост цен в Таджикистане вернется в целевой диапазон, а в Кыргызской Республике стабилизируется в его границах. На конец 2025 г. инфляция в Кыргызстане достигнет 5,0%, в Таджикистане — 5,9%. Рост цен в Беларуси умеренно ускорится и составит 6,6%.

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	2023	2024 П	2025 П	2026 П	2027 П
Республика Армения					
ВВП в сопоставимых ценах	8,3	6,0	5,5	5,3	5,0
Инфляция (на конец периода)	-0,6	1,8	3,1	3,0	2,5
Ставка МБК (в среднем за год), %	10,4	8,3	7,0	6,8	6,0
Курс драма к доллару (в среднем за год)	393	392	402	405	407
Республика Беларусь					
ВВП в сопоставимых ценах	3,9	4,3	2,6	1,9	1,5
Инфляция (на конец периода)	5,8	5,9	6,6	7,9	7,4
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Курс бел. рубля к доллару (в среднем за год)	3,00	3,25	3,38	3,57	3,81
Республика Казахстан					
ВВП в сопоставимых ценах	5,1	4,5	5,5	5,5	5,5
Инфляция (на конец периода)	9,8	8,5	7,3	5,6	5,1
Ставка TONIA (в среднем за год), %	16,4	14,0	12,3	9,5	8,0
Курс тенге к доллару (в среднем за год)	456,3	466	486	492	503
Кыргызская Республика					
ВВП в сопоставимых ценах	9,0	9,4	8,7	6,4	5,6
Инфляция (на конец периода)	7,3	5,6	5,0	5,5	6,3
Ставка РЕПО — 7 дней (в среднем за год), %	11,4	7,6	5,2	7,1	9,0
Курс сома к доллару (в среднем за год)	87,9	87,1	87,4	89,7	93,1
Российская Федерация					
ВВП в сопоставимых ценах	3,6	4,1	2,4	1,7	1,5
Инфляция (на конец периода)	7,4	8,5	6,5	5,6	4,5
Ключевая ставка (в среднем за год), %	9,9	17,5	22,1	15,5	11,5
Курс рос. рубля к доллару (в среднем за год)	85,2	92,5	104	106	109
Республика Таджикистан					
ВВП в сопоставимых ценах	8,3	8,4	8,4	8,0	7,4
Инфляция (на конец периода)	3,9	3,9	5,9	6,7	6,8
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	10,5	9,2	9,2	9,9	10,6
Курс сомони к доллару (в среднем за год)	10,8	10,8	11,0	11,5	12,1

Примечание: здесь и в остальных таблицах П — прогноз

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

ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА: ТЕКУЩЕЕ ПОЛОЖЕНИЕ, ПРОГНОЗЫ И ВЛИЯНИЕ НА РЕГИОН ОПЕРАЦИЙ ЕАБР

Темпы роста мировой экономики будут замедляться — об этом свидетельствуют опережающие индикаторы. Сводный индекс деловой активности в мире (Global Composite PMI) опустился в сентябре до 52 п., минимального значения за последние восемь месяцев, и незначительно восстановился в октябре — до 52,3 п. Индексы опережающих индикаторов в США и еврозоне (Conference Board Leading Economic Indicator) также устойчиво снижаются, достигнув минимальных значений за последние восемь и десять лет соответственно.

Ведущие центральные банки снижают процентные ставки на фоне замедления инфляции и рисков значительного ослабления экономической активности. Цикл снижения ставок продолжится и в 2025 г., однако регуляторы будут проявлять осторожность, поскольку **риски ускорения инфляции** сохраняются. В США и еврозоне процентные ставки в 2025–2027 гг. останутся выше среднего уровня 2010–2019 гг. Тем не менее политика центральных банков положительно скажется на экономическом росте.

На темпы роста мировой экономики негативно действуют и структурные факторы, связанные с усилением фрагментации мировой экономики, демографическими процессами и изменениями предпочтений людей (как в части структуры потребления, так и в сфере предложения рабочей силы).

Врезка 1. Структурные факторы замедления мировой экономики

Замедление роста производительности на фоне увеличения оплаты труда (рисунок 1) сдерживает экономический рост. Заметное негативное влияние на производительность оказала пандемия коронавируса. В тот период компании повышали заработные платы, несмотря на сокращение производства, с целью сохранить персонал даже в ущерб инвестициям и расходам на инновации.

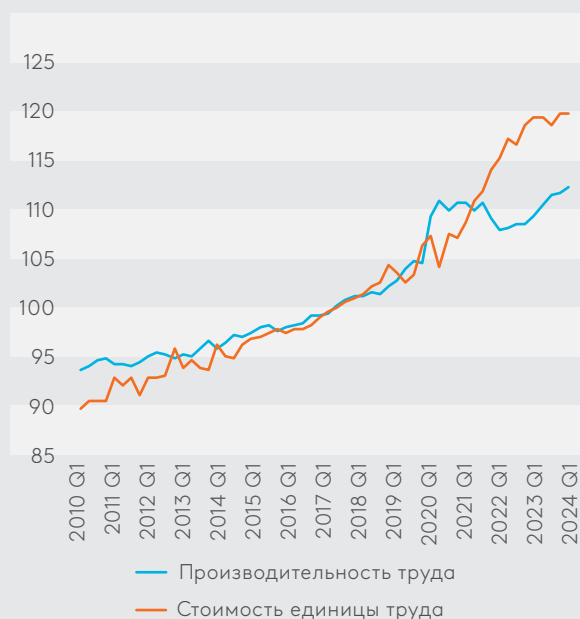
Снижается эффективность распределения трудовых ресурсов. Это в числе прочего объясняется демографическими процессами: старением населения и сокращением предложения труда (ЕАБР, 2024с). Также мы наблюдаем **перемещение трудовых ресурсов в низкопроизводительные отрасли экономики**, такие как торговля, туризм и гостиничный бизнес, общественное питание и др. В США за последние три года 90% прироста занятости обеспечил сектор услуг, из них более 60% пришлось на медицину и социальное обеспечение, услуги гостеприимства и государственные услуги.

При этом промышленное производство обеспечило всего 5% прироста занятости. В Евросоюзе занятость в промышленности за 2019–2023 гг. сократилась на 2,6%, или на 0,9 млн рабочих мест, при общем росте количества занятых более чем на 1%.

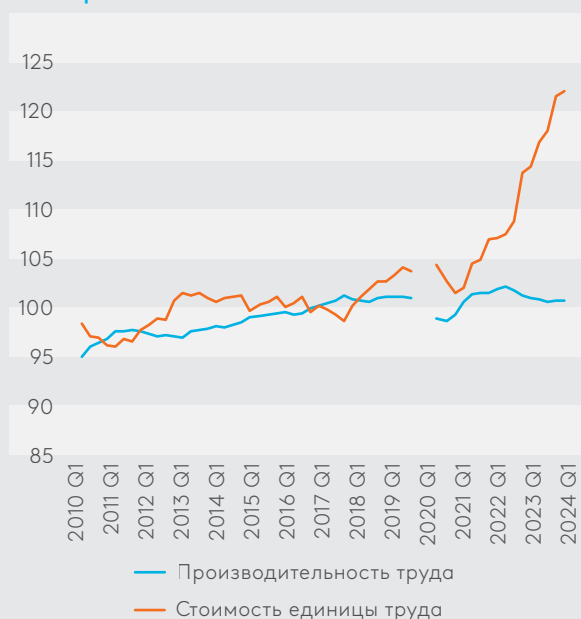
Темпы роста производительности труда снижаются и в странах с развивающимися экономиками (рисунок 2). Однако прирост показателя в них остается пока что заметно более выраженным, чем в развитых странах. Это создает окно возможностей для ускоренной индустриализации в ряде стран, включая государства Центральной Азии региона операций ЕАБР.

↓ Рисунок 1. Производительность и затраты на труд (2017Q1 = 100)

1.1. США



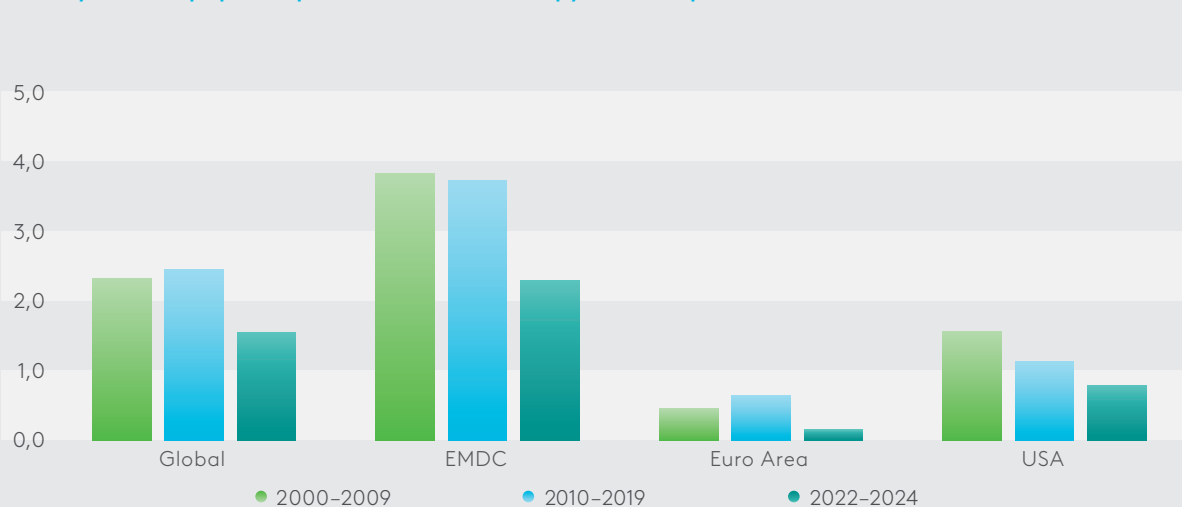
1.2. Еврозона



Источник: расчеты на основе данных U.S. Bureau of Labor Statistics.

Источник: расчеты на основе данных ЕЦБ.

↓ Рисунок 2. Прирост производительности труда, % в среднем за год



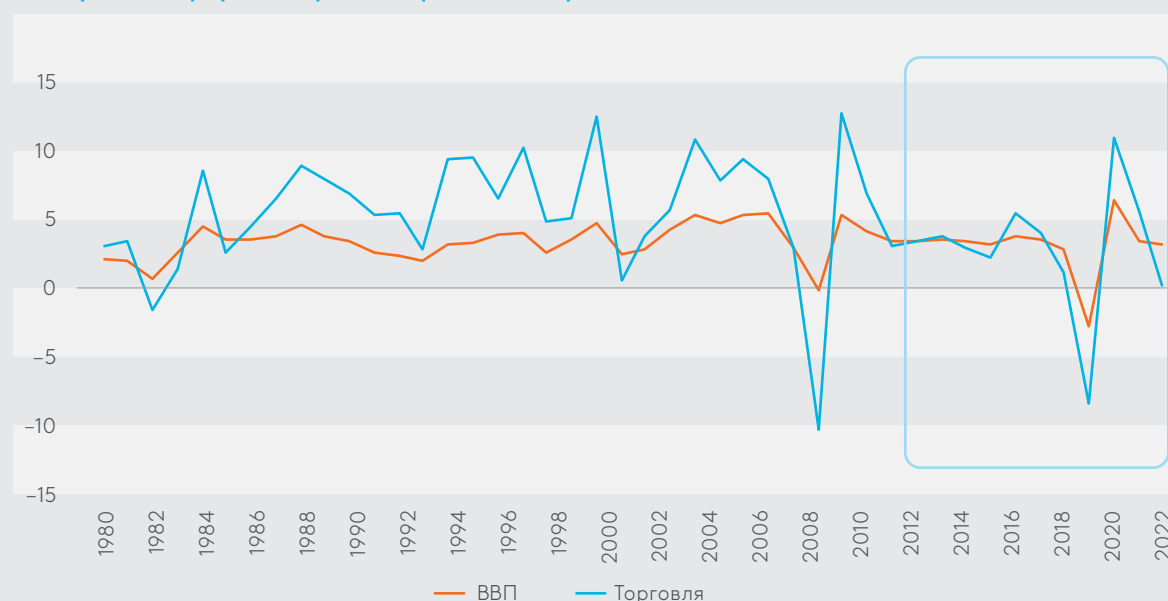
Источник: OECD, расчеты аналитиков ЕАБР.

Ослабление роли внешней торговли как драйвера экономического развития, обозначившееся уже в предыдущем десятилетии, — еще один негативный фактор для мировой экономики. С середины 1980-х по начало 2010-х рост мировой торговли в среднем опережал, а во многих странах и тянул за собой рост ВВП (рисунок 3). Это был период стремительной глобализации. В 2010-х начался обратный процесс — деглобализация, и для нее характерно снижение темпов роста мировой торговли до уровней, сопоставимых с ростом мирового ВВП.

Мировая торговля перестает быть «мотором» экономического развития.

Среди проигравших в результате такого изменения, вероятно, окажется еврозона, для ключевой экономики которой характерна выраженная экспортная ориентация, а также Япония. В настоящий момент негативное влияние деглобализации на развивающиеся страны менее выражено, чем на развитые. Это может быть связано с тем, что в развивающемся мире более сильная динамика производительности труда. Существует риск превращения международной торговли в тормоз для дальнейшего роста глобальной экономики — в случае усиления фрагментации, хотя мировая экономическая система демонстрирует хороший потенциал адаптации к негативным изменениям (ЕАБР, 2024b).

↓ Рисунок 3. Прирост мировой торговли и мирового ВВП, %



Примечание: на графике показаны темпы реального роста показателей.

Источник: МВФ.

Несмотря на влияние общих структурных факторов, динамика в ключевых экономиках мира будет разнонаправленной.

Экономика США сохраняет высокие темпы роста в 2024 г. (таблица 2). По нашим оценкам, ВВП увеличится по итогам года на 2,8% (в 2023 г. рост составил 2,9%). Основной драйвер экономического роста — потребительские расходы, и их поддерживает повышение заработных плат на фоне перегретого рынка труда. Однако признаки замедления экономической активности уже появляются, и это может сказаться на темпах роста уже в следующем году. С середины 2024 г. наблюдается спад промышленного производства (минус 0,3% г/г в октябре). Опережающие индикаторы не внушают оптимизма: индекс PMI в промышленности находится в отрицательной зоне с марта, **опустившись** в октябре до 46,5 п. — минимума за этот год. Динамика ВВП также говорит о том, что экономика постепенно охлаждается: после пика 3% г/г во II квартале темпы роста замедлились до 2,4% г/г в III квартале, и мы ожидаем, что тенденция сохранится до конца года.

Прогнозируем дальнейшее замедление экономики США до 1,6% в 2025 г. (таблица 2). Потребительские расходы будут снижаться, о чем свидетельствует падение **индекса потребительского доверия**, в первую очередь за счет ухудшающейся оценки текущего состояния экономики. Существенно выросли расходы на обслуживание государственного долга (до 3,2% ВВП по итогам финансового года), и логично ожидать сокращения бюджетного стимулирования для стабилизации дефицита бюджета, что может негативно отразиться на развитии экономики.

Экономика еврозоны сохраняет низкие темпы роста (таблица 2). По нашим оценкам, ВВП увеличится на 0,7% по итогам года. Драйвером роста остается сектор услуг: показатель PMI уверенно держится выше нейтрального уровня, составив 51,6 п. в октябре 2024 г. Промышленное производство устойчиво сокращалось на протяжении 2024 г. В сентябре его снижение **составило** 2,8% г/г. Индекс PMI в промышленности сохраняется заметно ниже нейтрального уровня середины 2022 г., **составив** 45,2 п. в ноябре 2024 г. Наиболее индустриальная экономика еврозоны, **Германия**, уже пятый квартал подряд не может достичь положительной динамики ВВП. Расходы на оплату труда опережают рост производительности труда, и это одна из весомых причин низкого роста промышленности и экономики еврозоны в целом. Падение эффективности энергоемких производств на фоне высоких цен на энергоресурсы привело к уменьшению выпуска, а зачастую и закрытию части предприятий (примеры: производитель химической продукции BASF в Германии, производитель цинка Nurstar в Нидерландах). Поскольку такие компании в среднем по экономике имеют более высокий уровень производительности, падение объемов их производства заметно снизило и общие показатели (**ABN-Ambro, 2024**) в еврозоне. Вместе с тем увеличение заработных плат на фоне снижения процентных ставок способствовало улучшению потребительских настроений и восстановлению положительной динамики **розничного** потребления. Это находит подтверждение в постепенном восстановлении экономической активности. Темпы **роста ВВП** достигли 0,9% г/г в III квартале после 0,6% г/г во II квартале и 0,5% г/г в I квартале.

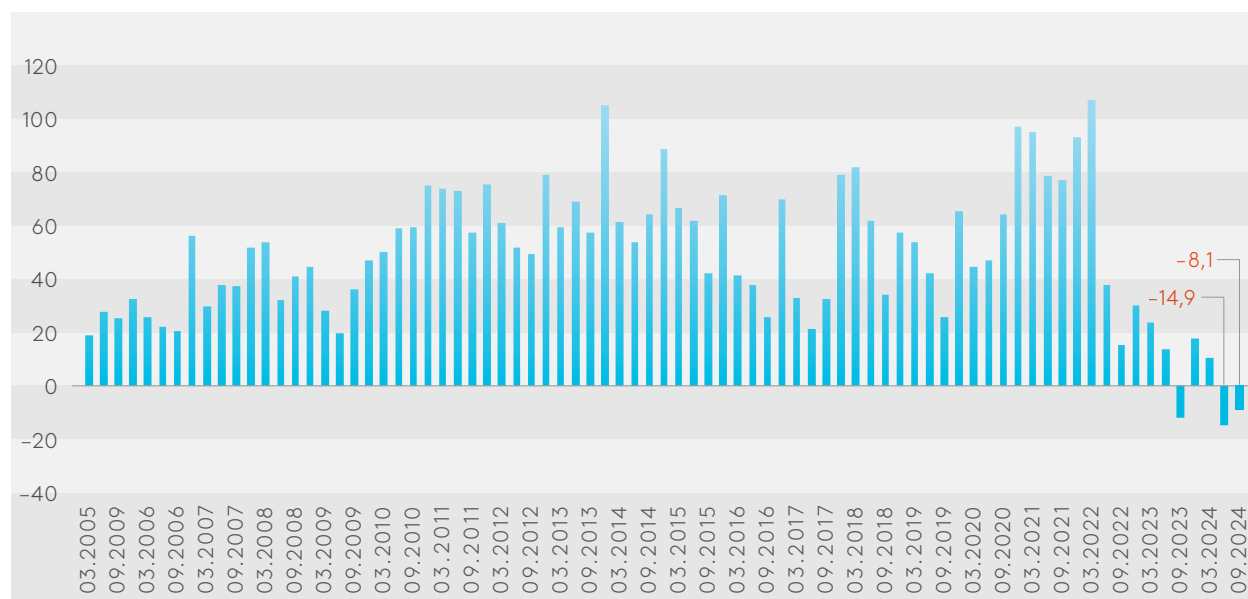
Восстановление экономической активности в еврозоне продолжится (таблица 2). Прогнозируем увеличение ВВП на 1,1% в 2025 г. Постепенное снижение процентных ставок создаст условия для расширения потребительского спроса. Кроме того, снижение цен на энергоносители станет позитивным фактором для подъема в промышленности и придаст импульс экономическому росту в еврозоне.

Сильную динамику демонстрируют крупные развивающиеся экономики. В частности, ВВП Индии вырос на 6,7% г/г во II квартале 2024 г. после роста на 7,8% г/г в I квартале. При этом опережающие индикаторы свидетельствуют о дальнейшем расширении деловой активности в Индии: совокупный PMI в ноябре составил 59,5 п., это близко к историческим максимумам за последние 14 лет. На росте экономики страны положительно сказываются текущая перестройка международных торговых потоков и внутренние структурные реформы. В Бразилии — еще одной крупной развивающейся экономике — рост ВВП ускорился до 3,3% г/г во II квартале после 2,5% г/г в I квартале на фоне снижения ключевой ставки в начале года. О том, что рост экономической активности продолжается, свидетельствуют индексы PMI в сфере услуг и промышленности, стабильно превышающие нейтральный уровень с начала года. Помимо этого, композитный опережающий индикатор демонстрирует устойчивый рост с марта 2023 г., указывая на расширение экономической активности.

Китайская экономика несколько замедлилась, но сохраняет впечатляющие темпы роста (таблица 2). По итогам III квартала 2024 г. ВВП страны вырос на 4,6% г/г — после 4,7% г/г во II квартале и 5,3% г/г в I квартале. Совокупный PMI составил 51,9 п. в октябре, повысившись в первый раз за шесть месяцев. Тем не менее риски замедления роста в текущем году сохраняются. Слабый потребительский спрос и структурные проблемы в строительном секторе все еще ограничивают возможности экономики, мешая преодолеть рубеж 5%. Рост объема розничных продаж отставал от роста экономики в течение большей части 2024 г. Эта тенденция прервалась лишь в октябре, когда продажи в рознице выросли на 4,8% г/г под влиянием стимулирующей политики властей. При этом показатель потребительской уверенности не только находится ниже нейтрального уровня (100 п.), но и продолжает снижаться, вплотную приблизившись к минимальному историческому значению (ноябрь 2022 г., 85,5 п.). Низкий уровень спроса влияет и на строительную отрасль — объем строительства сокращается с 2022 г. Высокий уровень долговой нагрузки строительного сектора на фоне снижающихся цен на новое жилье остается нерешенной проблемой для китайской экономики. По нашим оценкам, ВВП Китая увеличится на 4,8% в 2024 г.

Драйвером экономики Китая по-прежнему остается экспорт. Поэтому **разворот экономической политики с опорой на внутреннее потребление потребует структурных реформ**, что может оказать сдерживающее влияние на рост в среднесрочной перспективе. О серьезности вызовов, с которыми сталкивается экономика Китая, свидетельствует сокращение притока прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в страну до беспрецедентно низких показателей (рисунок 4).

↓ Рисунок 4. Китай: валовой приток ПИИ



Источник: МВФ, State Administration of Foreign Exchange (SAFE).

На фоне рисков замедления экономики **власти Китая приняли ряд стимулирующих мер**. Народный банк Китая снизил ставки в сентябре 2024 г., а министерство финансов подготовило план дополнительных бюджетных расходов, которые должны составить около **10 трлн юаней** (1,4 трлн долл.), на следующие несколько лет. Это позитивно скажется на экономической активности — как в части новых инвестиций, так и в плане потребления. Мы ожидаем, что китайская экономика ускорит рост, но основной экономический эффект, вероятно, придется на следующий год. Прогнозируем прирост ВВП на 5% в 2025 г.

Инфляция существенно замедлилась в развитых странах, однако говорить о победе над ней преждевременно. В США темпы роста потребительских цен сократились до 2,6% г/г в октябре 2024 г., во многом этому способствовало снижение цен на энергию (на 4,9% г/г). При этом рост цен на услуги сохраняется на высоком уровне. Базовая инфляция¹ снижается более медленно и неустойчиво — с 3,9% г/г в январе до 3,3% г/г в октябре, оставаясь существенно выше цели. В еврозоне инфляция опустилась до 2% г/г в октябре 2024 г. после 2,8% г/г на начало года. Ключевыми факторами также стали снижение цен на энергию (на 4,6% г/г) и низкий рост цен на неэнергетические товары (0,5% г/г). Однако темпы удорожания продовольствия (2,9% г/г) и услуг (4,0% г/г) остаются выше 2% г/г. При этом устойчивая часть инфляции, после существенного снижения в I квартале, сохраняется на уровне около 2,7% г/г. Продолжающееся повышение заработных плат и высокий спрос на рабочую силу в сфере услуг также усложняют процесс дезинфляции. Таким образом, утверждать, что инфляция полностью под контролем, пока нельзя.

На горизонте 2025–2027 гг. инфляция в США и еврозоне будет сохраняться выше целевых ориентиров (таблица 2). Устойчивость базовой инфляции, рост

¹ Не учитывает изменение цен волатильных компонентов потребительской корзины.

зарплат и издержек производителей на фоне фрагментации мировой экономики будут поддерживать повышенный рост цен. При этом риски ускорения инфляции в условиях снижения процентных ставок остаются высокими.

Центральные банки США и еврозоны продолжат цикл снижения процентных ставок. Ожидаемое охлаждение экономики США и подавленный рост в еврозоне на фоне относительно низких показателей по инфляции создают условия для дальнейшего ослабления денежно-кредитной политики. Тем не менее риски разворота инфляционных процессов сохраняются, и это предполагает осторожный подход со стороны регуляторов при снижении процентных ставок. Мы ожидаем, что процентные ставки останутся выше средних уровней прошлого десятилетия (таблица 2).

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

Показатель	2023	2024П	2025П	2026П	2027П
Цена нефти (\$/bbl в среднем за год)					
Brent	83	81	75	74	73
Urals	62,8	69	67	65	65
Рост ВВП (%)					
США	2,9	2,8	1,6	1,1	1,5
Еврозона	0,5	0,7	1,1	1,4	1,3
Китай	5,2	4,8	5,0	4,1	4,0
Инфляция (% в среднем за год)					
США	4,1	2,9	2,6	2,5	2,3
Еврозона	5,5	2,4	2,3	2,3	2,1
Ключевые процентные ставки (% в среднем за год)					
ФРС	5,0	5,2	4,2	3,4	2,8
ЕЦБ	3,9	4,0	2,9	2,5	2,5

Источник: 2023–2024 гг. — данные МВФ, Всемирного банка, ФРС США, ЕЦБ, 2024–2026 гг. — прогнозы аналитиков ЕАБР.

Динамика цен на сырье в базовом сценарии будет разнонаправленной: цены на неэнергетические товары будут расти, а цены на нефть — снижаться. Сдержанный рост мировой экономики и снижение процентных ставок в развитых странах будут способствовать **росту цен на металлы**. При этом увеличение цен на **драгоценные металлы** будет дополнительно поддержано повышенным спросом на резервные активы в условиях геополитической нестабильности. Ускорение экономической активности в Китае увеличит спрос на **недрагоценные**

металлы — основу низкоуглеродной энергетики. **Цены на продовольствие** после снижения в 2023–2024 гг. перейдут к росту, в частности, из-за негативного влияния климатических изменений на урожай. **Нефть**, в отличие от неэнергетических видов сырья, подешевеет по сравнению с 2024 г. на фоне глобального роста предложения и перехода на низкоуглеродные источники энергии.

Как результат, среднегодовые **цены на нефть Brent** сформируются на уровне 75 долл. за баррель в 2025 г., 74 долл. — в 2026 г., 73 долл. — в 2027 г. Для сравнения: в 2024 г. нефть стоила в среднем 81 долл. за баррель (таблица 2).

Прогнозируемые тенденции в мировой экономике и на сырьевых рынках не создают существенных препятствий для экономического роста в регионе.

Умеренное снижение цен на энергоносители частично будет скомпенсировано ростом цен на такие экспортные товары как металлы и продовольствие, поэтому вряд ли существенно ухудшит состояние платежного баланса в странах — участницах Банка. Кроме того, негативный эффект снижения доходов от внешней торговли сырьевыми товарами может быть частично нивелирован, поскольку экспортные позиции стран — участниц Банка становятся все более диверсифицированными. Снижение процентных ставок в странах с развитой экономикой постепенно открывает государствам региона доступ к иностранному капиталу. Это стало заметным по сравнению с прошлыми двумя-тремя годами, когда высокие ставки фактически закрыли внешнее заимствование в твердой валюте для стран с развивающейся экономикой. Таким образом, риски нестабильности валютного рынка, инфляционного давления и снижения реальной экономической активности со стороны внешнего мира остаются сдержанными.

Врезка 2. Центральная Азия — крупный и динамично развивающийся регион

В докладе «[Экономика Центральной Азии: новый взгляд](#)» мы акцентировали внимание на быстрорастущем и перспективном регионе — Центральной Азии. Исследование показало, что с 2000 по 2021 г. ВВП региона в среднем рос на 6,4% г/г в реальном выражении, обгоняя экономики развивающихся рынков (5,2% г/г) и мировую экономику (3,6% г/г).





В последние два года, несмотря на внешние вызовы, экономики стран Центральной Азии растут высокими темпами. Средний рост ВВП в 2022–2023 гг. составил 4,8% г/г, в то время как развивающиеся рынки выросли на 4,2% г/г, а мировая экономика — на 3,4% г/г. За последние 24 года суммарный объем ВВП стран региона повысился в 10,8 раза, а его доля в мировом ВВП по ППС — в 1,9 раза (рисунок 5.А).

В 2024 г. номинальный ВВП Центральной Азии может превысить 500 млрд долл. По нашим оценкам, он увеличится более чем на 10% и достигнет 519 млрд долл.

Население Центральной Азии достигло 80 млн человек, увеличившись на 3,7% по сравнению с 2021 г. и в 1,4 раза за последние 24 года. Демографические тенденции способствуют росту экономик центральноазиатских государств. Распределение возрастных категорий населения говорит о том, что численность трудовых ресурсов в будущем вырастет.

Объем накопленных иностранных инвестиций из третьих стран вырос за последние два года на 4,2% и на конец 2023 г. оценивается в 223 млрд долл. Сильная динамика отмечена и во внешнеторговом обороте, который с 2021 г. увеличился на 34,6%.

↓ **Рисунок 5.А. Достижения и структурные изменения региона**

Прирост за 2000–2023 гг.		2021	2023	2024П
 1,4x	Население, млн человек	77	80	82
 10,8x	ВВП, млрд долл.	347	469	519
 1,9x	Доля в мировом ВВП по ППС, %	0,7	0,79	0,80
 7,7x	Внешнеторговый оборот товаров, млрд долл.	165,5	228,9	235

Источник: составлено аналитиками ЕАБР на основе данных национальных ведомств, АБР, МВФ, CEIC.

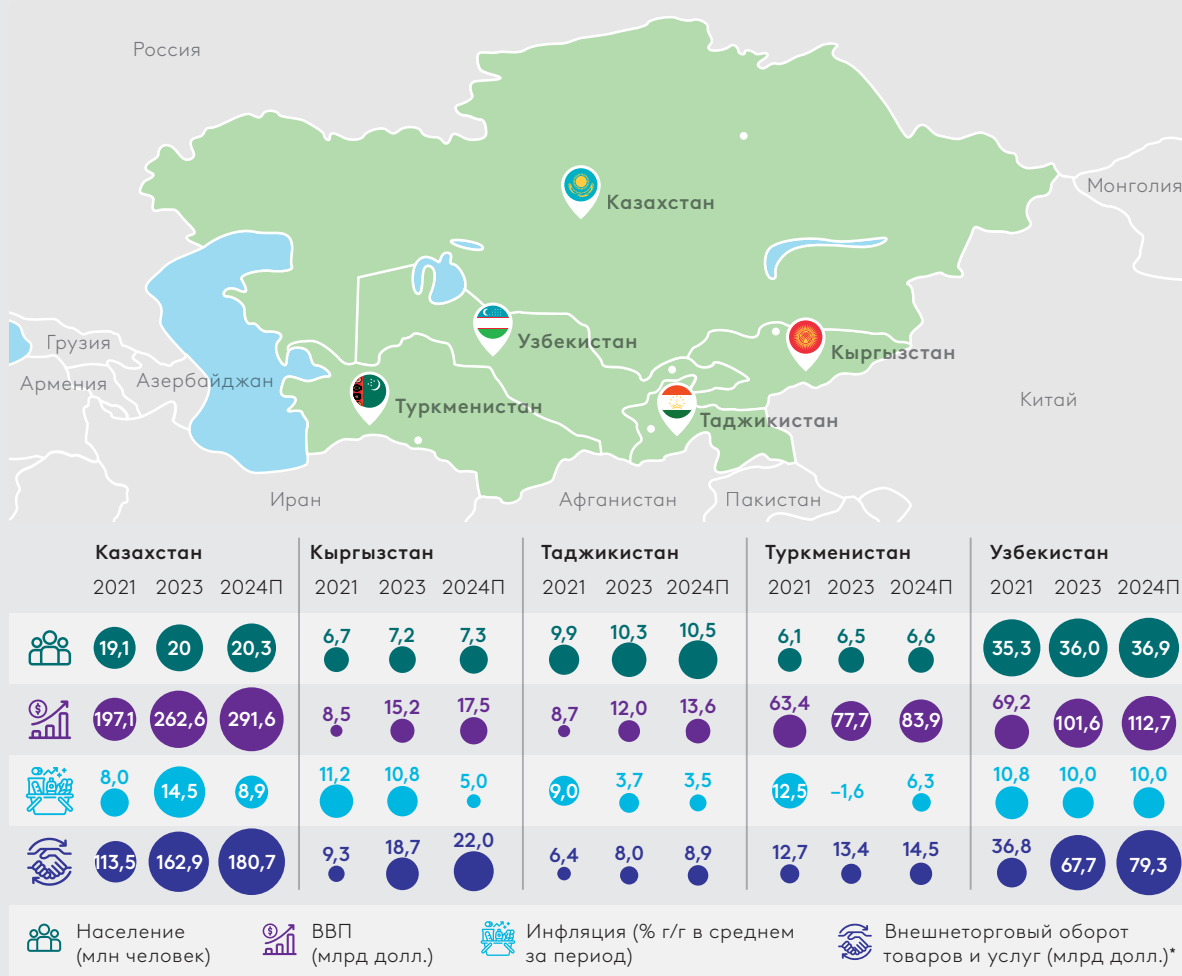
Центральная Азия — разнообразный регион, экономики которого различаются по размеру и структуре. Казахстан лидирует по размеру экономики, обеспечивая 57% совокупного ВВП. Узбекистан — самая густонаселенная страна в регионе, в нем проживает 45% населения Центральной Азии ([рисунок 5.Б](#)). Три крупнейшие экономики — Казахстан, Узбекистан и Туркменистан — формируют 95% совокупного ВВП Центральной Азии и являются чистыми экспортерами углеводородов. Экспорт Кыргызстана и Таджикистана основывается на металлах и металлических рудах. Все страны региона обладают открытой экономикой, при этом Кыргызская Республика — лидер по степени вовлеченности во внешнюю торговлю.

Макроэкономическая политика становится заметно более сбалансированной. Один из ее результатов — снижение инфляции (в начале 2000-х рост цен превышал 20%). В последние пять лет, даже на фоне вызовов со стороны глобальных рынков, инфляция в среднем по региону составила около 10%.

Стратегическая роль Центральной Азии на обширном евразийском пространстве будет возрастать. Транзитное положение стран региона и их интеграция в формирующиеся международные транспортные коридоры — это возможность выйти на внешние рынки и повысить потенциал экономик.

Существенные возможности открывает скоординированное развитие водно-энергетического комплекса, включая зеленую энергетику. Чтобы раскрыть потенциал региона, странам важно преодолевать и другие вызовы, такие как отсутствие выхода к морю, ресурсная зависимость, низкий уровень финансового развития, влияние климатических изменений.

↓ Рисунок 5.Б. Основные макроэкономические показатели региона Центральной Азии



Примечание: * — для Туркменистана применяются данные внешнеторгового оборота товаров.

Источник: составлено аналитиками ЕАБР на основе данных национальных ведомств, АБР, МВФ, CEIC.

РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ



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



РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ

Рост ВВП Армении прогнозируется на уровне 5,5% в 2025 г. Инфляция по итогам 2025 г. ускорится до 3,1% в условиях восстановления роста мировых цен на продовольствие, снижения ставки рефинансирования и умеренного ослабления курса драма. В прогноз на 2025 г. закладываем стимулирующее влияние бюджетной политики на экономику.

Текущая ситуация

В течение 2024 г. темпы роста экономики замедлились, но остались сильными. В январе – октябре показатель экономической активности увеличился на 8,1% г/г (4,2% г/г в октябре). Основной вклад в рост экономики за десять месяцев текущего года внесли секторы торговли (18,8% г/г), услуг (5,8% г/г) и промышленности (11,7% г/г). Вместе с тем динамика промышленности ослабевает с конца II квартала за счет замедления роста обрабатывающих отраслей. Если по итогам I квартала они обеспечивали почти 40% экономической активности, то в период с июня по октябрь вклад оказался небольшим (в среднем 0,8 п.п., или порядка 11% экономической активности²). Замедление промышленности было в большей части компенсировано ускорением в секторе услуг в летние месяцы и в начале IV квартала. При этом рост обрабатывающей промышленности (на 6,5% г/г в сентябре после 3,8% г/г в августе) преимущественно обусловлен производством основных металлов (включая золото), которое увеличилось в 3,3 раза г/г в январе – сентябре (в 2,2 раза г/г в сентябре). Ускорение роста сферы услуг было обеспечено финансовой деятельностью (7,4% г/г в сентябре), секторами развлечений и отдыха (29,8% г/г в сентябре) и организации проживания и питания (14,7% г/г в сентябре). Устойчиво высокие темпы роста строительства (15,9% г/г в январе – октябре) поддерживались ипотечным кредитованием (28,5% г/г в октябре). В то же время активно расширяется внутренний спрос в результате стабильного роста кредитования населения (22,9% г/г в октябре) и реализации запланированных государственных расходов в IV квартале 2024 г. По итогам января – сентября рост потребления домашних хозяйств составил 7,4% г/г, а инвестиции в основной капитал увеличились на 13,6% г/г, выступая основными драйверами экономики в аналогичном периоде (рост ВВП составил 6,0% г/г в январе – сентябре 2024 г.).

ВВП по итогам 2024 г. увеличится на 6,0% г/г. Прогноз **понижен** с учетом пересмотра данных ВВП I квартала 2024 г.³ и снижения вклада со стороны сектора обработки и экспорта драгоценных металлов в формирование добавленной стоимости (подробнее см. [Макроэкономический обзор ЕАБР. Октябрь 2024. Врезка 2](#)).

² Оценка ЕАБР на основе данных Статистического комитета Республики Армения.

³ В августе 2024 г. ВВП I квартала был пересмотрен в сторону понижения: 6,6% г/г вместо 9,2% г/г. Подробнее см.: <https://armstat.am/ru/?nid=157&id=1072>

Дефицит внешней торговли сократился в январе – октябре 2024 г. до 3,1 млрд долл. (в январе – октябре 2023 г. он составлял 3,8 млрд долл.). По итогам десяти месяцев экспортные поставки выросли в 1,9 раза на фоне наращивания производства и экспорта драгоценных металлов и изделий из золота. В структуре экспорта товаров они занимают 66% (рост в 6,6 раза г/г в январе – сентябре 2024 г.). Вместе с поставками минеральных продуктов эти позиции обеспечили положительную динамику экспорта. Импорт в январе – октябре вырос на 50,8% г/г и тоже был обеспечен в основном ввозом драгоценных металлов для целей обработки и последующего экспорта (в 6,1 раза г/г). В структуре импорта значительно снизилась доля транспортных средств и минеральных продуктов. Без учета торговли драгоценными металлами динамика как импорта, так и экспорта в январе – сентябре была отрицательной (минус 7,6% г/г и минус 10,6% г/г соответственно).

Инфляция остается ниже целевого диапазона ЦБ РА ($4 \pm 1,5\%$). Темп роста потребительских цен стабилизировался на уровне 0,6% г/г в октябре. Цены в продовольственном сегменте продолжали снижаться — продукты питания подешевели на 0,5% г/г в октябре после снижения на 1,0% г/г месяцем ранее. В октябре замедлился также рост цен на услуги, составив 3,3% г/г после 3,6% г/г месяцем ранее, и усилилось снижение цен в непродовольственном сегменте. Дезинфляционное влияние мировых цен на товары и сырье, снижение инфляционных ожиданий и стабильность курса драма ограничивают рост цен в стране. Вместе с тем снижение ставки рефинансирования ЦБ РА и стимулирующая бюджетная политика выступают проинфляционными факторами в 2024 г. Мы прогнозируем рост цен на уровне 1,8% г/г к концу года.

Центральный банк продолжил цикл снижения ставки рефинансирования в 2024 г. На заседании 29 октября ставка была понижена на 0,25 п.п. — до 7,25%. Решение было принято в условиях слабого инфляционного фона и снижения инфляционных ожиданий. С начала цикла смягчения денежно-кредитной политики во втором полугодии 2023 г. ставка рефинансирования суммарно уменьшилась на 3,5 п.п. Мы ожидаем, что на фоне слабой динамики цен и замедления экономической активности ставка может быть снижена еще на 0,25 п.п. в декабре и к концу года составит 7,0%.

Баланс государственного бюджета сформировался с дефицитом в 2,1% ВВП в январе – октябре 2024 г.⁴ (в аналогичном периоде 2023 г. дефицит составлял -0,2% ВВП). Доходы увеличились на 9,1% г/г, в то время как расходы — на 16,3% г/г. И это 44% запланированного на текущий год уровня дефицита в размере 4,8% ВВП (75% запланированных доходов и 71% — расходов), что создает возможность для увеличения государственных расходов в конце года.

⁴ По отношению к ВВП последних четырех кварталов.

Прогноз

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

Показатель	2023	2024П	2025П	2026П	2027П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	8,3	6,0	5,5	5,3	5,0
Инфляция (% г/г на конец года)	-0,6	1,8	3,1	3,0	2,5
Ставка МБК (%, в среднем за год)	10,4	8,3	7,0	6,8	6,0
Курс армянского драма к доллару (в среднем за год)	393	392	402	405	407

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

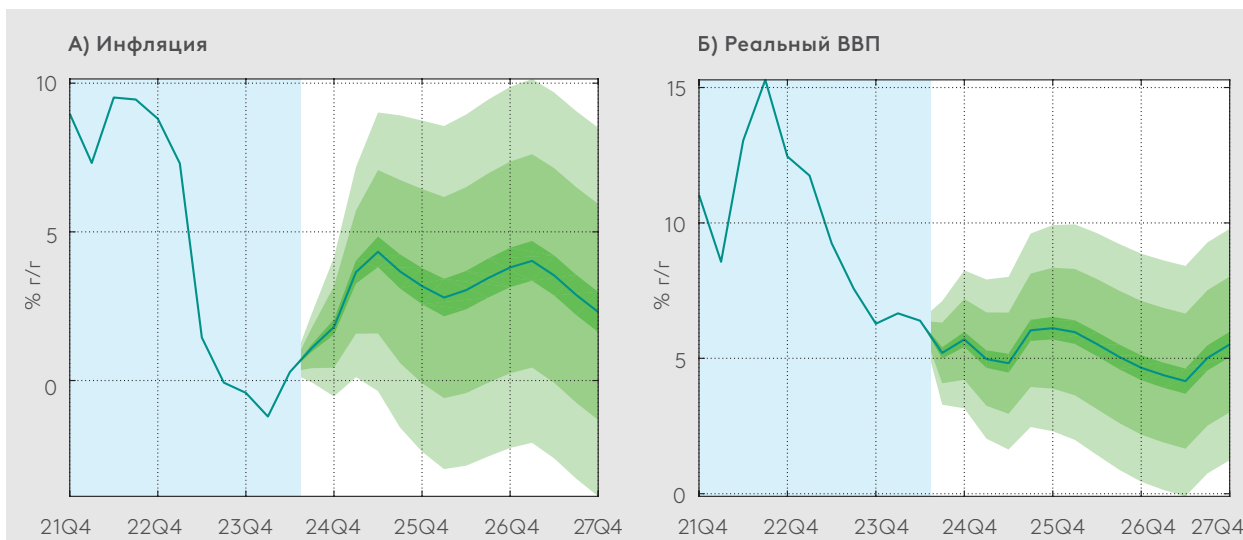
Экономическая активность и инфляция

ВВП Армении увеличится на 5,5% в 2025 г. Рост экономики приблизится к сбалансированным темпам (рисунок 6.А) после высоких показателей последних трех лет (подробнее см. [Макроэкономический обзор ЕАБР. Октябрь 2024. Врезка 2](#)). Стимулирующее влияние налогово-бюджетной политики и смягчение денежно-кредитных условий будут поддерживать спрос в 2025 г. В 2026 и 2027 гг. экономический рост сложится вблизи долгосрочных темпов — 5,3% и 5,0% соответственно (таблица 3).

Со стороны внешнего спроса ожидается положительное влияние на экономику Армении. В 2025 г. ускорятся темпы роста экономики Китая, ожидается восстановление деловой активности в еврозоне. В России и США динамика экономического роста станет более умеренной, но все еще останется достаточно высокой. Относительно стабильный внешний спрос на экспортируемые товары, рост международных цен на медь, а также восстановление положительной динамики чистых объемов денежных переводов после сокращения в 2024 г. окажут поддержку экономике Армении на всем прогнозном горизонте.

Инфляция прогнозируется на уровне 3,1% г/г на конец 2025 г. (рисунок 6.Б). Мы ожидаем возврат инфляции в целевой диапазон (4±1,5%) уже в I квартале 2025 г. Этому будут способствовать: восстановление роста мировых цен на продовольствие, эффект снижения ставки рефинансирования за последние полтора года, стимулирующая бюджетная политика и умеренное ослабление курса драма. В 2026–2027 гг. инфляция несколько замедлится после восстановления в 2025 г. и сформируется вблизи нижней границы целевого диапазона ЦБ РА, составляя в среднем 2,8% в год. Подобная динамика будет обусловлена стабильностью курса драма, а также мировых цен на продовольствие и возвратом экономики к долгосрочным темпам роста.

↓ Рисунок 6. Прогноз экономической активности и инфляции в Армении



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

Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс армянского драма

Ставка МБК сформируется вблизи ставки рефинансирования и составит 7,0% в среднем за 2025 г. (рисунок 7.А). В условиях возврата инфляции в целевой диапазон ЦБ РА и постепенного укрепления внутреннего спроса мы ожидаем, что цикл снижения ставки рефинансирования будет завершен в первом полугодии 2025 г. По нашим оценкам, денежно-кредитная политика окажет стимулирующее влияние на спрос в течение следующего года. В 2026–2027 гг. ставка сформируется вблизи 6,5%, что будет соответствовать стабильному нахождению инфляции в целевом диапазоне ЦБ РА, а темпов роста ВВП — на долгосрочном устойчивом уровне.

Среднегодовой курс драма к доллару прогнозируется на уровне 402 в 2025 г. (рисунок 7.Б). Стоимость драма несколько снизится в 2025 г. Постепенное умеренное ослабление армянского драма по сравнению с текущим годом будет происходить на фоне снижения ставок на денежном рынке и замедления темпов роста экономики. Помимо этого, на динамику обменного курса драма также повлияет рост импорта в условиях укрепления внутреннего потребительского и инвестиционного спроса. Восстановление динамики чистого притока денежных переводов после сокращения в 2024 г. и устойчивая туристическая активность окажут поддержку национальной валюте. В 2026–2027 гг. среднегодовой курс составит около 406 драмов за доллар.

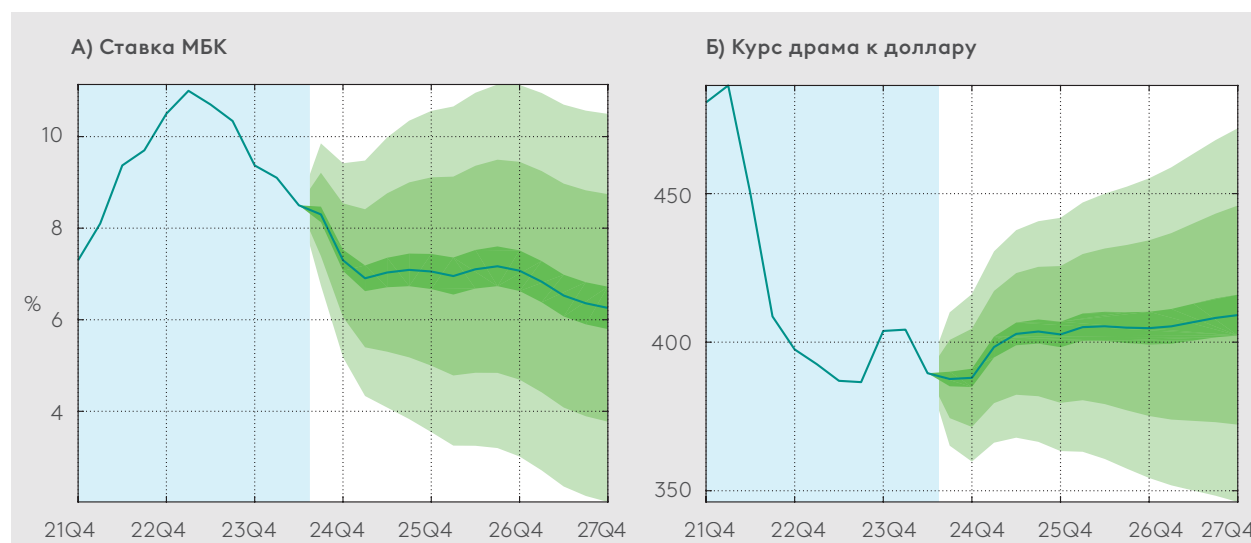
Стимулирующий характер бюджетной политики в 2025 г. Влияние бюджетной политики на спрос в 2025 г., по нашей оценке, будет стимулирующим с учетом планов правительства по расширению дефицита бюджета до 5,5% ВВП после 4,8% в 2024 г.⁵ Расширение дефицита будет связано с увеличением уровня расходов

⁵ Проект Государственного бюджета на 2025 г.

на 1,1 п.п. до 31,5% ВВП, в то время как доходы будут увеличены на 0,3 п.п. до 26% ВВП в 2025 г. Правительство планирует увеличить уровень капитальных расходов до 6,6% ВВП в 2025 г. и до 7,1% ВВП в 2026 г. Успешная реализация этих планов будет способствовать повышению общей производительности, что позитивно отразится на темпах потенциального роста экономики в среднесрочном периоде.

В 2026–2027 гг. прогнозируем нейтральное влияние бюджетной политики на спрос с учетом плавного снижения расходов до 29,5% ВВП и увеличения доходов до 26,5% ВВП к 2027 г.

↓ Рисунок 7. Прогноз процентной ставки и курса армянского драма



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Вероятность резкого оттока капитала и трудовых ресурсов и связанных с этим экономических потерь (подробнее см. [Макроэкономический прогноз ЕАБР 2023–2025](#)) **становится маловероятным риском** для экономики Армении. Процесс оттока, скорее всего, будет растянут во времени, и его влияние будет постепенным, благодаря чему экономика успеет адаптироваться к новым условиям.

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

РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ



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



РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

Экономика увеличится на 2,6% в 2025 г. на фоне роста потребительской активности и спроса со стороны России. Следствием расширения внутреннего спроса и ослабления ценового регулирования станет повышение инфляции с 5,9% в 2024 г. до 6,6% в 2025 г. В базовом сценарии ожидаем сохранения ставки рефинансирования близко к текущему уровню (9,5%) на всем прогнозном горизонте.

Текущая ситуация

Рост ВВП Беларуси составит 4,3% по итогам 2024 г. Расширение внутреннего спроса и рост экспортных поставок в Россию стали факторами увеличения выпуска. По итогам десяти месяцев текущего года ВВП страны вырос на 4,2% г/г. Значимое влияние на экономическую активность оказали расширение кредитования и действия властей по стимулированию инвестиций. Оценка роста на текущий год повышена на 0,9 п.п. по сравнению с [предыдущим прогнозом \(ЕАБР, 2024b\)](#), а основной причиной пересмотра стало сохранение сильного спроса со стороны основного торгового партнера — России.

В отраслевом разрезе отмечается увеличение выпуска во всех ключевых секторах, однако основу экономического роста по-прежнему обеспечивает промышленное производство. Рост промышленного сектора составил 6,2% г/г по итогам января – октября 2024 г., а вклад в прирост ВВП достиг 1,6 п.п. Почти 90% всего роста промышленности — вклад обрабатывающих отраслей, выпуск которых увеличился на 6,3% г/г. Ключевым фактором такой динамики стал высокий спрос со стороны России. Значимый вклад в прирост ВВП (около 0,9 п.п. в январе – октябре 2024 г.) обеспечен расширением оптовой и розничной торговли на 11,8% г/г и 4,6% г/г соответственно. С увеличением добавленной стоимости строительства на 9,1% г/г связан прирост ВВП на уровне 0,4 п.п. Рост на 3,2% г/г производства продукции в сельском хозяйстве, преимущественно за счет животноводства, сформировал около 0,2 п.п. прироста ВВП. Позитивным сигналом является также наметившееся восстановление в секторе «Информация и связь» после спада в 2022–2023 гг. Появление новых заказов обусловило увеличение занятости, рост сектора составил 1,2% г/г по итогам января – октября 2024 г.

Внутренний спрос существенно вырос в текущем году. Увеличение потребления домашних хозяйств было поддержано ростом реальных располагаемых доходов населения на 9,4% г/г в январе – сентябре и расширением потребительского кредитования в среднем на 2,9% в месяц в январе – сентябре 2024 г. Инвестиционная активность также заметно возросла (на 7,6% г/г за январь – сентябрь 2024 г.), чему в том числе могло способствовать введение налоговых льгот: освобождение от уплаты НДС на импорт технологического оборудования, аналоги которого в стране не производятся, а также комплектующих и запасных частей. В результате расходы на капитальные вложения в оборудование выросли

на 13,4% г/г, обеспечив 2/3 прироста всех инвестиций. Увеличение инвестиционного строительства (+5,9%) также оказало поддержку росту инвестиций.

Инфляция остается на уровне целевого ориентира, ожидаем увеличения потребительских цен на 5,9% по итогам 2024 г. Показатель на протяжении года сохраняется на уровне около 6%, составив 5,9% г/г в октябре 2024 г. (5,8% г/г в декабре 2023 г.). Сохраняющееся регулирование цен практически на всю потребительскую корзину, введенное в конце 2022 г., является ключевым фактором, сдерживающим инфляцию. Базовая инфляция постепенно повышалась на протяжении года, достигнув 5,3% г/г в октябре 2024 г. (3,8% г/г в декабре 2023 г.). Важную роль сыграло ослабление обменного курса белорусского рубля и существенное ускорение инфляции в России, которые вместе с ростом заработных плат привели к повышению издержек предприятий, которые транслировались в увеличение цен. Дополнительное проинфляционное влияние оказало повышение цен на сезонные овощи и фрукты на 11% г/г в октябре.

Внешняя торговля товарами и услугами перестала быть профицитной из-за роста внутреннего спроса. В январе – сентябре текущего года дефицит внешней торговли составил 0,36 млрд долл., в то время как за аналогичный период прошлого года профицит составлял почти 0,53 млрд долл. Отрицательное сальдо торговли товарами почти удвоилось, составив 2,94 млрд долл. (годом ранее дефицит равнялся 1,52 млрд долл.) и став фактором изменения внешне-торговой ситуации. Причина — заметно опережающие темпы роста импорта (+7,6% г/г) по сравнению с экспортом (+3,1% г/г). По-прежнему ухудшение ценовых условий является фактором дисбаланса во внешней торговле. В условиях доминирующей доли российского рынка в структуре экспортных поставок промышленных товаров ослабление курса российского рубля к доллару приводит к сокращению экспортной выручки. При этом импорт товаров растет на фоне расширения внутреннего спроса. Повышение профицита внешней торговли услугами до 2,58 млрд долл. на фоне увеличения экспорта туристических и транспортных услуг позволило компенсировать около 40% роста дефицита торговли товарами.

Условия банковского кредитования умеренно ужесточились. Ожидаем, что Национальный банк сохранит ставку рефинансирования 9,5% до конца 2024 г. После возобновления операций Национального банка по изъятию ликвидности с января 2024 г. ставки межбанковского рынка повысились с 2,2% в декабре 2023 г. до 5,5% в январе 2024 г. и оставались в диапазоне 4,5–5,8% в среднем на протяжении января – сентября текущего года. Снижение ликвидности привело к росту ставок по новым депозитам до 8,2% в сентябре 2024 г. после 4,9% в декабре 2023 г., в результате ставки по новым кредитам в рублях повысились до 10,8% с 8,8%. Кредитный портфель банков увеличился на 8,1% на конец сентября 2024 г. по сравнению с началом года, в том числе в национальной валюте на 15,9%.

Уровень золотовалютных резервов заметно вырос и составляет 8,93 млрд долл. на начало ноября. Прирост резервов с начала года на 0,81 млрд долл. был обеспечен переоценкой стоимости золота в их структуре на 1,16 млрд долл. вследствие повышения цен.

Прогноз

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

Показатель	2023	2024П	2025П	2026П	2027П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	3,9	4,3	2,6	1,9	1,5
Инфляция (% г/г на конец года)	5,8	5,9	6,6	7,9	7,4
Ставка рефинансирования (% годовых в среднем за год)	10,1	9,5	9,5	9,5	9,5
Курс белорусского рубля к доллару (в среднем за год)	3,00	3,25	3,38	3,57	3,81

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

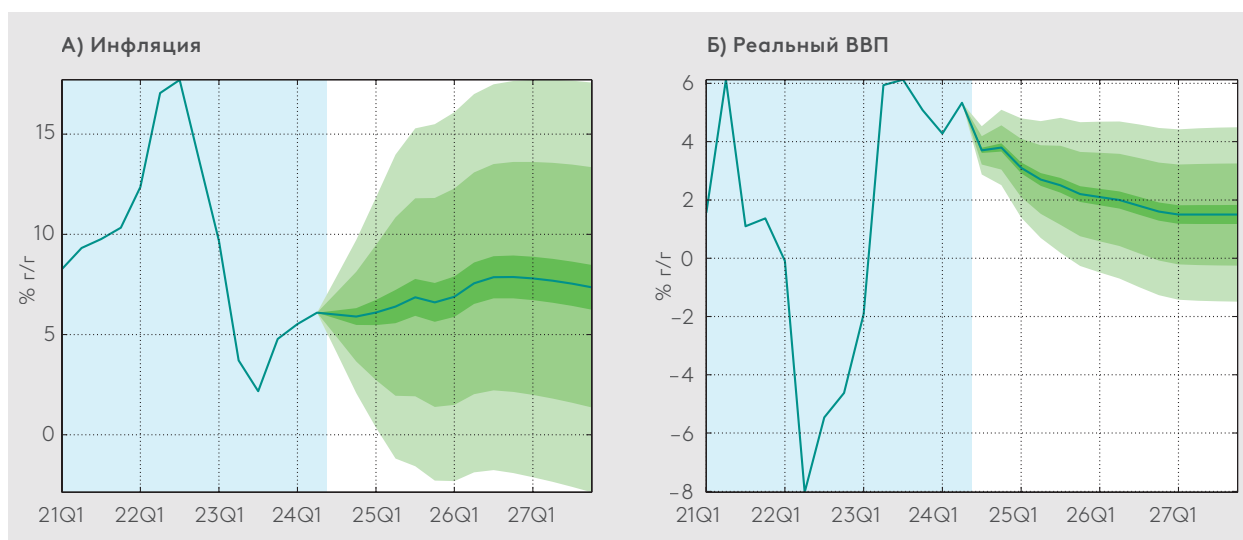
Экономическая активность и инфляция

ВВП увеличится на 2,6% в 2025 г. Рост заработных плат, с учетом как запланированного увеличения в бюджетном секторе, так и повышения в частном секторе на фоне жесткого рынка труда, поддержит внутренний спрос. Помимо этого, поддержку спросу окажет относительно мягкая денежно-кредитная политика. Рост внутреннего спроса будет способствовать увеличению импорта, который, по нашим оценкам, будет примерно соответствовать росту экспорта. При этом экспорт в 2025 г. сохранит положительную динамику на фоне ожидаемого повышения спроса со стороны России. Ограничивать рост экспорта будет повышение уровня конкуренции на ключевом рынке на фоне расширения импортозамещающих производств в России. В то же время реализация единой промышленной политики Беларуси и России в части использования мер, инструментов финансовой поддержки двух государств и наращивания финансовой поддержки совместных проектов может стать фактором, увеличивающим возможности роста белорусской экономики. В условиях высокой загрузки мощностей ожидаем расширения капитальных вложений на фоне стимулирующей инвестиционной политики и сохранения доступности кредитования. Сдерживать возможности расширения экономики будут дефицит рабочей силы и ограниченный доступ к передовым технологиям.

В 2026–2027 гг. продолжится постепенное движение к сбалансированным темпам роста (рисунок 8.А). Замедление динамики ВВП в среднесрочной перспективе позволит вернуть экономику к траектории сбалансированного роста после периода перегрева. Рост потенциала экономики будет сдерживаться дефицитом трудовых ресурсов и действием введенных ограничений на доступ к технологиям.

Инфляция ускорится до 6,6% в 2025 г. Проинфляционное давление со стороны внутреннего спроса, заработных плат и ускорения роста цен в России сдерживается административным регулированием цен. Перенос накопленных издержек в потребительские цены будет растянутым во времени из-за невозможности быстрого отказа от политики ценового регулирования. Мы исходим из предположения постепенного ослабления регулирования цен для целей улучшения финансового состояния предприятий ввиду накопленных ценовых издержек. Кроме того, повышенная инфляция в России также будет оказывать проинфляционное влияние на белорусский рынок. Повышенная инфляция сохранится в 2026–2027 гг. (рисунок 8.Б).

↓ Рисунок 8. Прогноз экономической активности и инфляции в Беларуси



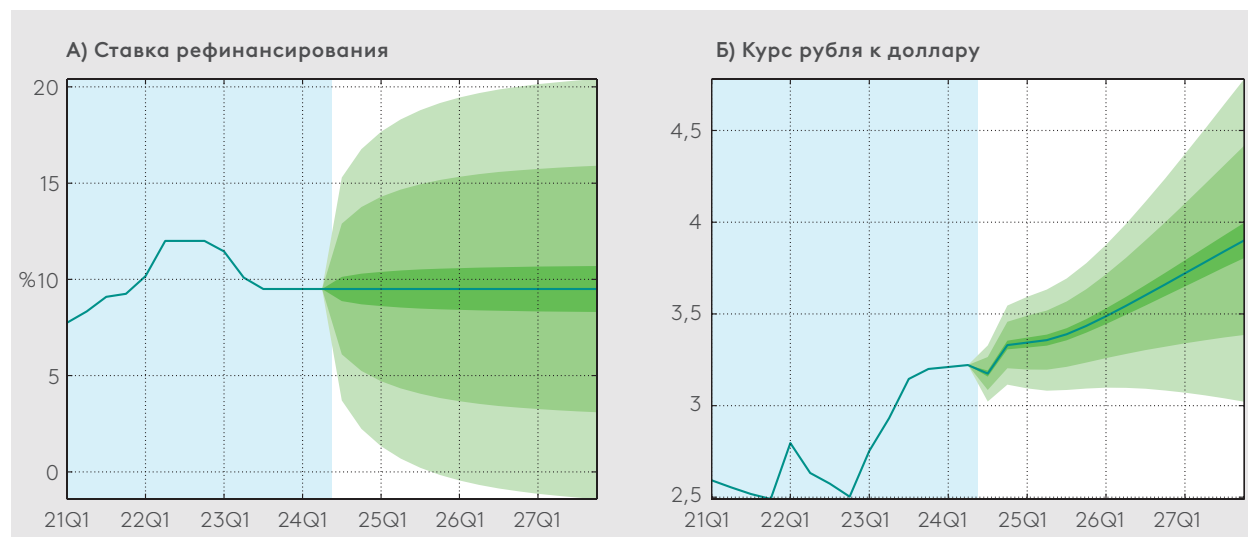
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс белорусского рубля

Денежно-кредитные условия останутся мягкими в 2025 г. Ставка рефинансирования Национального банка может сохраниться на уровне 9,5%. К ее понижению нет предпосылок при прогнозируемом ускорении инфляционных процессов. При этом в реальном выражении ее значение будет снижаться вследствие более высокого роста цен. Прогнозируем ставку рефинансирования на уровне 9,5% на протяжении всего прогнозного периода (рисунок 9.А).

Среднегодовой курс белорусского рубля к доллару прогнозируется около 3,38 в 2025 г. (рисунок 9.Б). Дефицит внешней торговли может расширяться в 2025 г. вследствие ограниченных возможностей для роста экспорта при сохраняющемся спросе на импорт. Это приведет к умеренному ослаблению белорусского рубля к доллару. Поддержку курсу будет оказывать сохранение чистого предложения валюты на внутреннем валютном рынке за счет продажи валюты физическими лицами и нерезидентами. В среднесрочной перспективе тенденция снижения стоимости национальной валюты сохранится в связи со сравнительно низкими темпами роста потенциального ВВП и повышенной инфляцией.

↓ Рисунок 9. Прогноз ставки рефинансирования и курса белорусского рубля



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Риском для экономики Республики Беларусь остается значительное замедление роста в России. В условиях высокой степени синхронизации бизнес-циклов белорусской экономики с российской замедление роста ВВП в России в рисковом сценарии приведет к сокращению объемов экспорта. Высокий уровень концентрации белорусского экспорта на российском направлении ограничивает возможность перенаправления экспортных потоков в другие страны, что приведет к сокращению объемов выпуска. Следствием станет снижение выручки — как в силу уменьшения физических объемов поставок, так и вследствие еще более значительного по сравнению с базовым сценарием ухудшения условий торговли. Это существенно ограничит возможности для поддержания роста внутреннего спроса. Для сохранения конкурентоспособности белорусских товаропроизводителей вынужденной мерой станет ослабление обменного курса белорусского рубля, что создаст дополнительное проинфляционное давление. В условиях роста издержек и снижения доходности от экспортных операций усиление ценового регулирования не будет эффективным, и для сдерживания инфляции потребуются повышение процентных ставок. В условиях рисковом сценария заметно повышается вероятность стагнации в Республике Беларусь.

Риск нарушения логистических цепочек и новых серьезных санкционных ограничений в отношении Беларуси сохраняет актуальность. Необходимость формирования новых маршрутов доставки товаров и проведения внешнеэкономических расчетов со странами, не входящими в ЕАЭС, создаст дополнительные издержки для белорусских предприятий. При этом повышение санкционного давления до российского уровня может привести к потере сохранившегося транзитного потенциала. Следствием станет сокращение объемов внешней торговли, в первую очередь импорта комплектующих, что негативно повлияет на уровень производства и конкурентоспособность белорусских предприятий.

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН



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



РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

Прогнозируем повышение роста экономики до 5,5% в 2025 г. с последующим выходом на траекторию устойчивого роста в среднесрочном периоде. Это становится возможным благодаря реализации государственных инициатив, направленных на развитие стратегически важных инфраструктурных и социально значимых проектов. Инфляция замедлится до 7,3% г/г на конец 2025 г., что создаст условия для продолжения цикла снижения базовой ставки.

Текущая ситуация

Экономика уверенно восстанавливается после негативного влияния паводков.

Рост ВВП ускорился до 4,1% г/г в январе – сентябре после 3,2% г/г в январе – июне 2024 г. Во второй половине 2024 г. отмечено расширение активности в строительном секторе, в том числе за счет [восстановления ущерба \(ЕАБР, 2024а\)](#), нанесенного паводками. По итогам 10 месяцев 2024 г. ключевой экономический индикатор⁶ вырос на 5,3% г/г. Основу роста в январе – октябре 2024 г. обеспечил сильный внутренний спрос. Так, выпуск в розничной торговле увеличился на 7,3% г/г, а инвестиции в основной капитал несырьевого сектора⁷ — на 9,4% г/г. Рост общего объема инвестиций (на 1,9% г/г в январе – октябре 2024 г.) сдерживался сокращением капиталовложений в нефтяной сектор вследствие завершения работ по модернизации месторождения Тенгиз ([НБ РК, 2024](#)). В IV квартале 2024 г. ожидается замедление темпов роста в промышленном секторе. Причиной будет снижение объемов добычи нефти из-за проведения планового ремонта на месторождении Кашаган и исполнения обязательств Казахстана в рамках ОПЕК+. Спад будет компенсирован реализацией государственных инициатив, таких как «Комфортная школа», «Тариф в обмен на инвестиции», «Доступный интернет», а также расширением инвестиционной активности в обрабатывающих отраслях. Поэтому ожидаем повышения темпов роста ВВП до 4,5% по итогам 2024 г.

Инфляция продолжила замедляться в 2024 г. Рост цен замедлился до 8,5% г/г в октябре 2024 г. с 9,8% г/г в декабре 2023 г. Этому способствовала умеренно жесткая денежно-кредитная политика, проводимая НБ РК в последние два года. Дополнительным фактором снижения инфляции стало замедление роста цен на мировых рынках продовольствия. Так, продовольственная инфляция составила 4,9% г/г в октябре 2024 г. после 8,5% г/г в декабре годом ранее. Более значимому снижению инфляции препятствовали ослабление курса тенге во второй половине 2024 г. и повышение тарифов на жилищно-коммунальные услуги. Эффекты ослабления тенге выразились в том, что индекс потребительских цен на непродовольственные товары

⁶ Расчет краткосрочного экономического индикатора базируется на изменении индексов выпуска по базовым отраслям (сельское хозяйство, промышленность, строительство, торговля, транспорт и связь), составляющим свыше 60% от ВВП.

⁷ За исключением инвестиций из государственного бюджета.

с августа 2024 г. вновь стал повышаться после 16 месяцев устойчивого снижения и на конец октября составил 7,8% г/г. В результате повышения тарифов инфляция платных услуг ускорилась до 14,3% г/г в октябре 2024 г. (с 12,4% г/г в декабре 2023 г.). Указанные факторы сохранят свою актуальность до конца 2024 г. и в начале 2025 г. По нашим оценкам, инфляция на конец 2024 г. составит 8,5%.

Улучшение состояния счета текущих операций. Дефицит счета текущих операций составил 269,6 млн долл. в январе – сентябре 2024 г. (6,4 млрд долл. годом ранее). Такая динамика связана с ростом профицита баланса товаров и услуг на 3,4 млрд долл.

Профицит торгового баланса по итогам 2024 г. Положительное сальдо торгового баланса в январе – сентябре 2024 г. составило 18,4 млрд долл. и выросло на 5,4 млрд долл. по сравнению с аналогичным периодом годом ранее. Росту показателя способствовало повышение стоимостных объемов экспорта на 5,6% г/г и снижение импорта на 4,8% г/г. Ключевой вклад в увеличение экспорта внесли поставки за рубеж энергоресурсов (3,4 п.п.), продукции химической промышленности (1,9 п.п.), а также металлов и изделий из них (1,3 п.п.). Сдерживающее влияние на динамику экспорта оказало снижение поставок за рубеж продовольствия, преимущественно зерна (на 1,1 п.п.). Сокращение импорта преимущественно связано с падением стоимостного объема ввозимых машин и оборудования (на 4,5 п.п.) и минеральных продуктов (на 0,6 п.п.).

Планомерное снижение базовой ставки в 2024 г. Национальный банк Республики Казахстан придерживался консервативного подхода при проведении денежно-кредитной политики. В 2024 г. регулятор снижал ставку три раза. В результате базовая ставка снижена с 15,75% на начало года до 14,25% в июле. Годовая инфляция все еще складывается выше целевого ориентира, а проинфляционные риски сохраняют свою актуальность. В частности, повышательное давление со стороны внешнего сектора вновь стало усиливаться в осенние месяцы, продолжается рост тарифов на жилищно-коммунальные услуги, все это повышает волатильность инфляционных ожиданий населения. Наряду с этим осенью повысились темпы обесценения обменного курса тенге на фоне усиления волатильности на региональных финансовых рынках. Все это в совокупности потребовало повышения базовой ставки до 15,25% на ноябрьском заседании.

Дефицит государственного бюджета по итогам 2024 г. Отрицательное сальдо государственного бюджета Казахстана в январе – сентябре 2024 г. составило 3,0 трлн тенге (годом ранее – 2,2 трлн тенге). Доходы бюджета выросли на 5,1% г/г. Рост обеспечен увеличением неналоговых поступлений (в 3,7 раза) и объема трансферта из Национального фонда (на 19,6% г/г). Сдерживающее влияние на увеличение доходной части бюджета оказывает снижение поступлений по налогам на добавленную стоимость, акцизам и корпоративному подоходному налогу. Расходы государственного бюджета выросли на 7,2% г/г на фоне увеличения трат на образование, социальное обеспечение и обслуживание долга.

Улучшение суверенного рейтинга. Международное рейтинговое агентство Moody’s повысило долгосрочный рейтинг Республики Казахстан с Baa2 до Baa1, прогноз «стабильный». Присвоенный Казахстану суверенный рейтинг стал наивысшим за все годы независимости республики. Прогресс в реформировании сферы государственного управления и проводимая политика по диверсификации экономики — ключевые факторы присвоения высокого рейтинга. Fitch Ratings подтвердило суверенный кредитный рейтинг Казахстана на уровне BBB с прогнозом «стабильный», отмечая сильные внешние запасы прочности и финансовую гибкость. Оба агентства подчеркивают позитивные изменения в деловом климате и развитие ненефтяного сектора, что способствует экономической стабильности и привлечению инвестиций.

Прогноз

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

Показатель	2023	2024П	2025П	2026П	2027П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	5,1	4,5	5,5	5,5	5,5
Инфляция (% г/г на конец года)	9,8	8,5	7,3	5,6	5,1
Ставка TONIA (% годовых в среднем за год)	16,4	14,0	12,3	9,5	8,0
Курс казахстанского тенге к доллару США (в среднем за год)	456	466	486	492	503

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

В 2025 г. темпы роста ВВП повысятся до 5,5% г/г. Мы сохранили оценку роста, данную в [предыдущем прогнозе \(ЕАБР, 2024b\)](#) (таблица 5). Государственные инициативы, направленные на развитие стратегически важных инфраструктурных и социально значимых проектов, а также на создание точек роста в регионах ([МФ РК, 2024](#); [Правительство РК, 2024](#)), войдут в число ключевых драйверов экономики в 2025 г. Ключевой предпосылкой нашего прогноза является рост потенциала экономики в результате запуска нового инвестиционного цикла, нацеленного на увеличение запаса привлеченных прямых иностранных инвестиций до 150 млрд долл. к 2029 г. (143 млрд долл. на конец июня 2024 г.). Это будет расширять потенциал несырьевого сектора экономики, в частности в обрабатывающих отраслях. Дополнительную поддержку экономика получит в результате возобновления поставок зерна за рубеж. Во второй половине года ожидается рост добычи и экспорта нефти после запуска новых мощностей на месторождении Тенгиз. Это даст дополнительные 0,4–0,6 п.п. к росту ВВП. Снижение базовой ставки в 2025 г. придаст дополнительный импульс экономике.

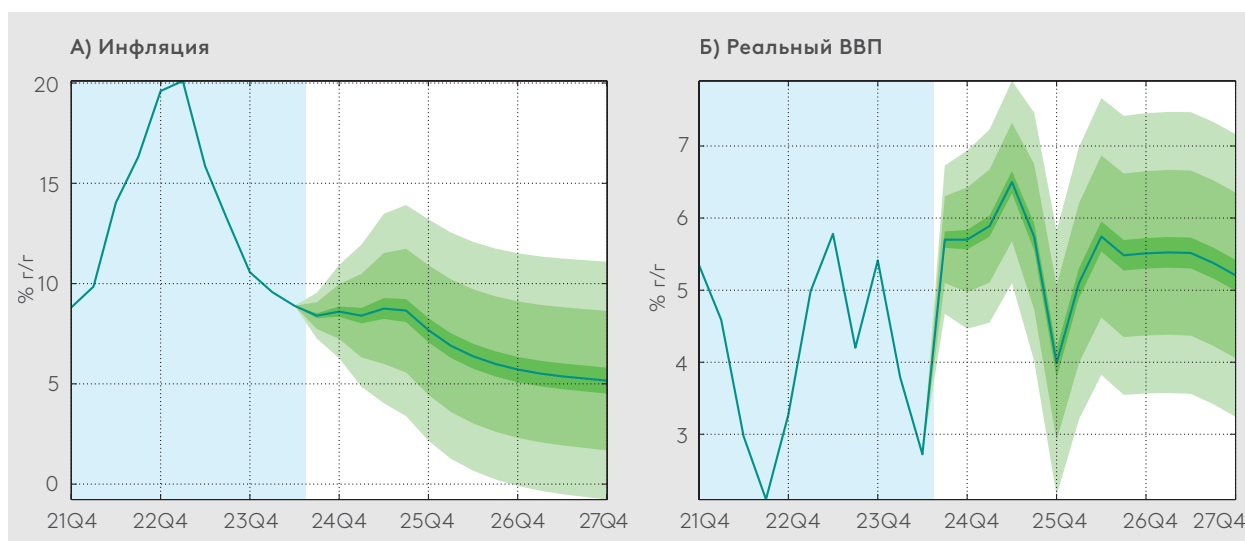
Устойчивый рост экономики Казахстана на уровне 5,5% в 2026–2027 гг. ([рисунок 10.5](#)). Раскрытие потенциала несырьевых секторов, и в особенности обрабатывающих производств, благодаря реализации новой инвестиционной политики

будет поддерживать рост ВВП в среднесрочной перспективе. Дополнительный положительный эффект окажет смягчение денежно-кредитных условий, а стимулирующее влияние бюджетной политики, напротив, уменьшится.

Инфляция снизится на конец 2025 г. до 7,3%. Эта цифра на 1,0 п.п. выше, чем в [предыдущем прогнозе](#) (ЕАБР, 2024b), и такие коррективы объясняются более значительным ослаблением тенге, чем предполагалось весной 2024 г. В 2025 г. ожидается следующий этап повышения тарифов на жилищно-коммунальные услуги в среднем на 10–15%. Кроме этого, рост кредитования продолжит оказывать поддержку внутреннему спросу. Данные факторы будут препятствовать более быстрому снижению инфляции. С другой стороны, сохранение умеренно жестких денежно-кредитных условий в начале 2025 г. будет стабилизировать инфляционные ожидания и способствовать дальнейшему замедлению роста цен.

Прогнозируем инфляцию вблизи целевых значений. В 2026–2027 гг. ожидаем постепенного снижения инфляции к целевым уровням на фоне охлаждения потребительского спроса после высоких показателей предыдущих лет ([рисунок 10.А](#)). На конец 2027 г. темп прироста потребительских цен, согласно нашему прогнозу, составит 5,1% г/г.

↓ **Рисунок 10. Прогноз экономической активности и инфляции в Республике Казахстан**



Примечание: сезонно скорректированные данные.

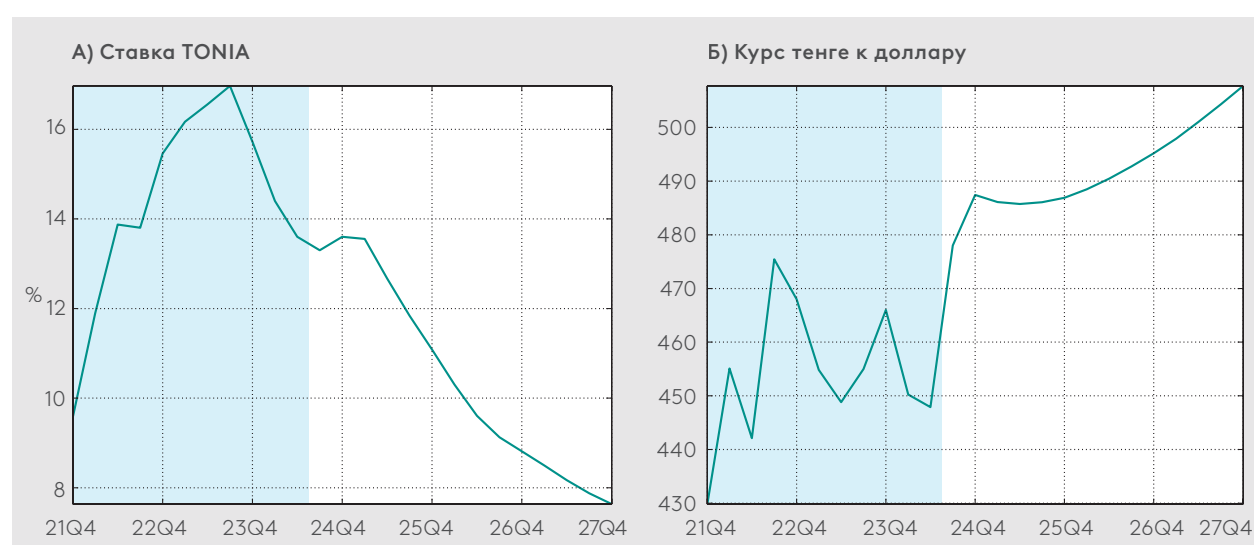
Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс казахстанского тенге

Снижение базовой ставки по мере ослабления инфляционного давления. Учитывая, что проинфляционные риски все еще сохраняют свою актуальность, ожидаем, что НБ РК будет удерживать ставку выше 15% до апреля 2025 г. Устойчивое замедление инфляции создаст предпосылки для дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. Мы прогнозируем базовую ставку на уровне 11,25% на конец 2025 г. В среднесрочной перспективе приближение инфляции к целевому ориентиру 5% создаст условия для снижения базовой ставки до нейтрального уровня 8% к концу 2027 г. ([рисунок 11.А](#)).

Умеренное ослабление тенге в среднесрочном периоде. В 2025 г. курс национальной валюты оценивается в среднем на уровне 486 тенге за доллар (рисунок 11.Б). В начале 2025 г. высокая базовая ставка продолжит оказывать поддержку тенге. Кроме этого, в 2025 г. объем трансфертов из Национального фонда останется на повышенном уровне в 5,25 трлн тенге, что создаст дополнительное предложение иностранной валюты на внутреннем рынке. В 2025 г. также ожидается повышение экспортной выручки в результате возобновления поставок зерна и увеличения поставок нефти за рубеж. Возврат нормы обязательной продажи 50% валютной выручки субъектами квазигоссектора тоже станет поддержкой тенге. Факторами ослабления тенге, с другой стороны, выступают увеличение импорта и платежи по обслуживанию внешнего долга. В среднесрочной перспективе прогнозируется умеренное снижение стоимости тенге.

↓ Рисунок 11. Курс казахстанского тенге и ставка TONIA



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

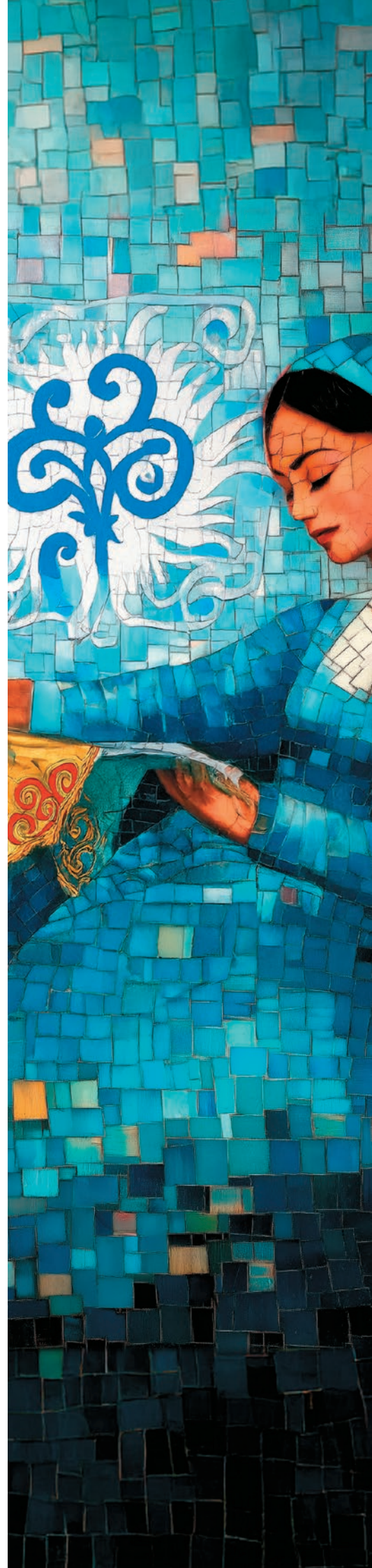
Риск замедления экономической активности. Более существенное сокращение мирового спроса на нефть может привести к более значимому снижению мировых цен на энергоресурсы. Это, в свою очередь, негативно скажется на объемах добычи нефти и ее экспорта, а также сократит налоговые поступления в бюджет. Другим риском, ограничивающим экономическую активность, может стать длительная приостановка работы Каспийского трубопроводного консорциума или сдвиг сроков по проекту будущего расширения на Тенгизе.

Проинфляционные риски сохраняют свою актуальность. Увеличение тарифов на услуги и более сильный рост мировых цен на продовольствие могут повысить инфляционные ожидания населения. Кроме этого, сохраняется риск оттока капитала с развивающихся рынков, что негативно может сказаться на валютах этих стран, в том числе обуславливая более выраженное обесценение тенге по сравнению с базовым сценарием.

КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА



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



КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

Прогнозируем рост ВВП Кыргызской Республики на 8,7% в 2025 г. на фоне сильно-го инвестиционного спроса. Инфляция по итогам 2025 г. составит 5,0%. Допускаем постепенное повышение учетной ставки по мере устойчивого достижения инфляцией целевого диапазона.

Текущая ситуация

Укрепление внутреннего спроса стало ключевым фактором расширения экономической активности. ВВП Кыргызской Республики вырос на 9,6% г/г в январе – октябре 2024 г. Динамика в розничной и оптовой торговле объясняет 22% роста выпуска. Сфера услуг, исключая внутреннюю торговлю, и строительный сектор обеспечили дополнительно по 21%. Повышение потребительской активности сопровождалось увеличением реальной заработной платы (на 6,7% г/г в январе – сентябре 2024 г.) и ростом кредитования торгового сектора, а также займов для целей потребления. Высокая инвестиционная активность отмечена в добывающих отраслях, транспорте, энергетике и обрабатывающей промышленности, в том числе в рамках реализации государственных программ развития. Во второй половине 2024 г. экономика получила дополнительный импульс со стороны сельского хозяйства на фоне низкого урожая годом ранее. В IV квартале ожидаем снижения выпуска основных металлов, что замедлит динамику экономического роста. Прогнозируем рос ВВП на уровне 9,4% по итогам 2024 г.

Инфляция ниже целевого ориентира большую часть 2024 г. В октябре 2024 г. показатель составил 4,8% г/г после 7,3% г/г в декабре 2023 г. Ключевым фактором замедления роста индекса потребительских цен, как мы и [предполагали \(ЕАБР, 2023\)](#), стало ослабление проинфляционного давления со стороны мировых рынков продовольствия. Так, рост цен на пищевые продукты и безалкогольные напитки замедлился до 2,5% г/г в октябре 2024 г. с 3,4% г/г в декабре 2023 г. Дополнительное дезинфляционное влияние оказала динамика курса сома, который к середине ноября укрепился на 3,8% по сравнению с началом года. В результате инфляция непродовольственных товаров снизилась до 4,6% г/г в октябре 2024 г. с 12,2% г/г в декабре предыдущего года. Проинфляционное давление исходило со стороны повышения акцизов на табачные изделия и роста тарифов на электроэнергию. В IV квартале 2024 г. ожидается исчерпание дезинфляционного влияния внешних цен и динамики валютного курса, что обусловит повышение роста индекса потребительских цен. Прогнозируем инфляцию на уровне 5,6% г/г на конец 2024 г.

Дефицит счета текущих операций по итогам 2024 г. Отрицательное сальдо счета текущих операций платежного баланса КР составило 3,9 млрд долл. по итогам первого полугодия 2024 г., согласно предварительной оценке НБ КР. Годом ранее показатель составил 3,3 млрд долл. Расширению отрицательного сальдо

способствовало увеличению дефицита баланса товаров и услуг, а также рост инвестиционных доходов, выплачиваемых нерезидентам. Положительное сальдо вторичных доходов выросло на 11,5% г/г из-за усиления притока денежных переводов. По операциям финансового счета, исключая резервные активы, в первом полугодии 2024 г. сформировался приток капитала за счет поступления прямых иностранных инвестиций и привлечения долговых инструментов.

Расширение внешнеторговых операций по итогам 2024 г. Внешнеторговый оборот Кыргызской Республики вырос на 8,4% г/г в январе – сентябре 2024 г. Рост показателя обеспечен увеличением стоимостного объема экспорта на 28,2% г/г и импорта — на 3,7% г/г. Нарастивание экспортных доходов в основном связано с увеличением стоимостных объемов поставок основных металлов за рубеж на 37,8% г/г. Импорт вырос преимущественно за счет увеличения ввоза продукции из Китая (на 16,7% г/г). В структуре импорта из Китая наибольшая доля принадлежит тканям, а также машинам и оборудованию.

Национальный банк снизил процентные ставки. Инфляция находится ниже целевого ориентира (5–7%) с мая 2024 г. Это создало предпосылки для снижения учетной ставки с 13,0% (на начало года) до 9,0%, на этом уровне она и держится с конца мая 2024 г. С апреля 2024 г. НБ КР начал расширять процентный коридор вокруг учетной ставки. На начало 2024 г. процентный коридор был установлен на уровне 13% (+/-2 п.п.). С августа 2024 г. нижний порог процентного коридора — ставка по депозитам овернайт — установлен в размере 4%. Таким образом, новый процентный коридор составил 9% плюс 2 п.п. и минус 5 п.п. Вследствие этого ставка на межбанковском кредитном рынке по семидневным РЕПО снизилась с 12,0% на начало года до 4,3% на конец октября. Учетная ставка, по нашим оценкам, на конец года будет сохранена на уровне 9%.

Профицит государственного бюджета по итогам 2024 г. Профицит составил 5,0% ВВП в январе – сентябре 2024 г. (2,8% ВВП годом ранее). Доходы выросли на 17,4% г/г, половина роста обеспечена увеличением поступлений НДС на импортные товары. Рост неналоговых платежей в бюджет на 21,7% г/г сформирован за счет повышения доходов от собственности и процентных платежей на 33,1% г/г. Рост расходов на 10,3% г/г преимущественно связан с увеличением трат на цели развития экономики (в 2,8 раза). В соответствии с Основными направлениями фискальной политики КР на 2025–2029 гг. профицит государственного бюджета ожидается на уровне 0,9% ВВП по итогам 2024 г.

Международное рейтинговое агентство Moody's подтвердило долгосрочный рейтинг Кыргызской Республики на уровне В3 и улучшило прогноз, изменив его с «негативного» на «стабильный». Экономика и параметры государственного бюджета продемонстрировали устойчивость к негативному влиянию внешних шоков. По мнению агентства, финансирование со стороны партнеров по развитию, которое позволяет снизить затраты на обслуживание долга, является ключевым фактором, поддерживающим рейтинг.

Прогноз

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

Показатель	2023	2024П	2025П	2026П	2027П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	9,0	9,4	8,7	6,4	5,6
Инфляция (% г/г на конец года)	7,3	5,6	5,0	5,5	6,3
Ставка РЕПО — 7 дней (% годовых в среднем за год)	11,4	7,6	5,2	7,1	9,0
Курс кыргызского сома к доллару США (в среднем за год)	87,9	87,1	87,4	89,7	93,1

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

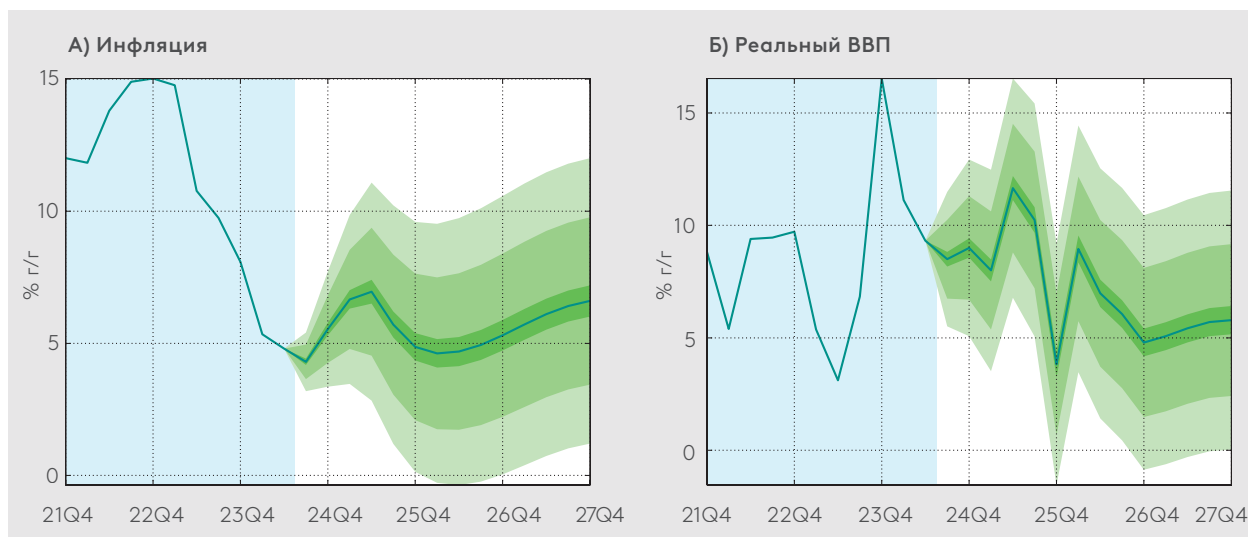
Рост ВВП в 2025 г. прогнозируется на уровне 8,7%. Высокая инвестиционная активность продолжит выполнять роль ключевого драйвера экономики. В 2025 г. ожидается приток ПИИ в горнодобывающую отрасль (МЮ КР, 2024). Дополнительный импульс инвестиционная активность получит в рамках реализации государственных инициатив в водоснабжении, энергетической отрасли и дорожной инфраструктуре. Данные проекты финансируются международными организациями развития. Дополнительную поддержку экономика получит в результате наращивания производства в отраслях обрабатывающей промышленности, в том числе выпуска основных металлов, нефтепродуктов, текстильных изделий, строительных материалов (МЮ КР, 2024). Потребительская активность к концу году снизится с высоких значений 2024 г. (таблица 6).

В среднесрочной перспективе темпы роста составят 6,0%. Замедление динамики до 6,4% г/г в 2026 г. будет обусловлено снижением объемов производства основных металлов (МЮ КР, 2024). В дальнейшем темпы роста будут стремиться к равновесному уровню (рисунок 12.Б).

Прогнозируем инфляцию около 5,0% г/г на конец 2025 г. Ожидаемое повышение мировых цен на продовольствие, а также планируемое повышение тарифов на электроэнергию (МЮ КР, 2021) будут создавать давление на внутренние цены. С другой стороны, ослабление внутреннего потребительского спроса и повышение учетной ставки будут сдерживать динамику роста потребительских цен (рисунок 12.А).

Сохранение инфляции в пределах целевого ориентира в среднесрочном периоде. Рост мировых цен на продовольствие продолжит оказывать повышательное давление на внутренние цены. Дальнейшее повышение учетной ставки будет стабилизировать инфляционные ожидания и позволит удержать инфляцию около 5,9% в среднем за 2026–2027 гг.

↓ Рисунок 12. Экономическая активность и инфляция в Кыргызской Республике



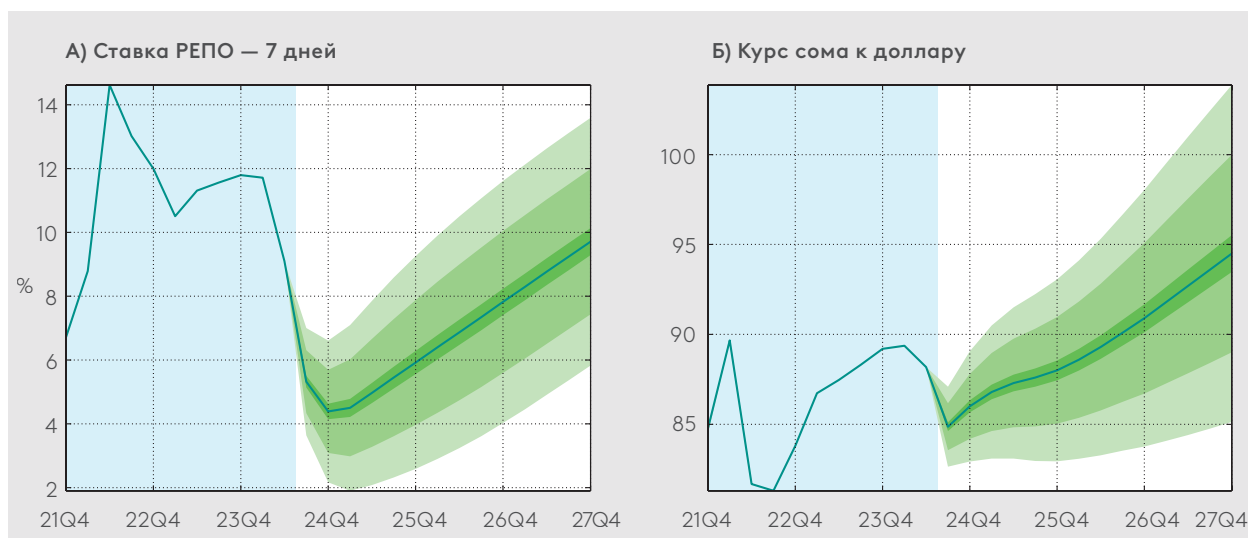
Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Повышение учетной ставки по мере достижения инфляцией целевого уровня. По нашим оценкам, на конец 2025 г. учетная ставка сложится около 9,25%. В среднесрочном периоде ожидаем сокращения процентного коридора до ± 1 п.п. и достижения учетной ставкой равновесного уровня, оцениваемого нами около 9,75% (рисунок 13.А).

Умеренное ослабление сома в среднесрочном периоде. Прогнозируем курс сома на уровне 87–90 за доллар США в 2025 г. Поддержку курсу окажут увеличение экспорта на фоне роста мировых цен на золото, а также замедление темпов роста импорта. В долгосрочном периоде ожидаем ослабления курса сома по мере снижения разницы инфляции в КР и странах — торговых партнерах. (рисунок 13.Б).

↓ Рисунок 13. Курс кыргызского сома и ставка РЕПО



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Риски замедления экономического роста. Более глубокая, чем ожидается в базовом сценарии, рецессия в глобальной экономике в первую очередь отразится на внешнеэкономической деятельности Кыргызской Республики и замедлит темпы экономического роста. Другим риском, ограничивающим экономическую активность, может стать сдвиг сроков реализации запланированных инвестиционных проектов.

Риски ускорения инфляции. Сохраняется риск оттока капитала с развивающихся рынков, что может повысить волатильность динамики курса сома. Это, в свою очередь, ускорит инфляцию и потребует проведения более жесткой денежно-кредитной политики по сравнению с базовым сценарием.

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ



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



РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Высокие темпы роста экономики в 2025 г. будут поддерживаться бюджетным стимулированием и увеличением экспорта в Китай. При этом высокие ставки и ограниченные возможности наращивания производства продолжают сдерживать расширение внутреннего спроса. Стимулирующая бюджетная политика усложнит процесс дезинфляции, что потребует от Банка России придерживаться «проинфляционного сценария», который не исключает возможности дальнейшего повышения ключевой ставки. Ожидаем начала цикла снижения ставки не ранее второй половины 2025 г. при отсутствии новых шоков. В этих условиях прогнозируем замедление инфляции до 6,5% в 2025 г.

Текущая ситуация

Рекордный рост экономики по итогам года. Мы ожидаем, что ВВП в 2024 г. увеличится на 4,1%, что станет самым высоким показателем за последние 12 лет, не считая восстановительного роста после отмены ковидных ограничений в 2021 г. Тем не менее в квартальной динамике выпуска наблюдается предсказуемое охлаждение, обусловленное политикой Центрального банка по снижению инфляции. В III квартале 2024 г. прирост экономики составил 3,1% г/г после 4,1% г/г и 5,2% г/г в I и II кварталах соответственно. Несмотря на замедление темпов роста, их уровень остается высоким в условиях повышения внутреннего спроса. В IV квартале динамика выпуска, вероятно, ускорится на фоне увеличения бюджетных расходов.

Промышленное производство — важный драйвер экономического роста. Вклад промышленности в прирост ВВП, по нашим оценкам, составил около 1,3 п.п. по итогам января – сентября 2024 г. при расширении выпуска на 4,4% г/г. Сектор обрабатывающих производств, самый крупный сектор промышленности, нарастил выпуск продукции на 7,9% г/г в условиях расширяющегося внутреннего спроса. Исключением стала нефтепереработка, объем выпуска в которой снизился на 2,4% вследствие выбытия части производственных мощностей на время внеплановых ремонтов НПЗ. Добыча полезных ископаемых сократилась на 0,6% г/г за январь – сентябрь, при этом внутри отрасли наблюдалась разнонаправленная динамика. Добыча угля и металлических руд выросла на 0,4% г/г и 1,3% г/г соответственно, а добыча прочих полезных ископаемых снизилась на 2,6% г/г, что прежде всего объясняется взятыми обязательствами по сокращению добычи нефти в рамках соглашений ОПЕК+.

Внутренний спрос существенно вырос. Увеличение потребления домашних хозяйств было поддержано ростом реальных располагаемых доходов на 8,6% г/г в январе – сентябре и расширением кредитования. Важным источником роста доходов населения является повышение заработных плат, которое в реальном выражении составило 9,1% г/г за январь – сентябрь. Высокий рост оплаты труда обусловлен прежде всего дефицитом квалифицированных работников в условиях

необходимости расширения производственных мощностей. Безработица сохраняется на историческом минимуме (2,4%) с июня этого года при рекордных уровнях загрузки производственных мощностей — более 80%⁸. Оптимизм компаний в отношении роста спроса на производимую продукцию обуславливает высокие темпы инвестиций, поддерживаемые бюджетными расходами и кредитованием. Инвестиционная активность возросла 8,6% г/г за январь – сентябрь, несмотря на сложности с поставками и платежами за импорт.

Проинфляционные процессы преобладают. Рост внутреннего спроса при ограниченных возможностях расширения производства накладывает свой отпечаток на динамику цен. Инфляция ускорилась во второй половине года, достигнув двузначных темпов⁹ в III квартале. Темпы роста потребительских цен более чем в два раза превышают цель по инфляции. Рост логистических издержек и стоимости проведения трансграничных платежей привел к удорожанию импорта, оказав дополнительное давление на цены. Базовая¹⁰ инфляция ускорилась во втором полугодии, достигнув 9,7%¹¹ м/м в октябре. Высокая устойчивая инфляция усиливается ростом инфляционных ожиданий среди населения и бизнеса. Инфляционные ожидания населения¹² вернулись к росту в мае 2024 г. и в октябре достигли 13,4% — это максимум с декабря 2023 г. Опросы профессиональных аналитиков также показали рост ожидаемой инфляции, но в более умеренном масштабе. Ожидаемая профессиональным сообществом инфляция на год вперед¹³ выросла до 5,3% с 4,0% в начале 2024 г. К октябрю ценовые ожидания бизнеса по сравнению с началом года прибавили 1,5 п. и достигли 23,3 п.

Высокая инерционность инфляционных процессов и возможное усиление инфляции на фоне роста расходов бюджета требуют проведения более жесткой денежно-кредитной политики. Мы ожидаем, что Банк России в своих решениях будет придерживаться «проинфляционного сценария», что говорит о возможности дальнейшего повышения ключевой ставки. Наша обновленная оценка инфляции — 8,5% по итогам 2024 г.

Ужесточение денежно-кредитных условий в 2024 г. в результате повышения ключевой ставки и требований к выдаче кредитов. Принимая во внимание усиление проинфляционных процессов, Банк России в три этапа повысил ключевую ставку суммарно на 5 п.п. — до 21% в октябре 2024 г. Ожидаем повышения ключевой ставки в декабре еще на 2 п.п. — до 23%. Кроме того, изменение условий

⁸ Мониторинг предприятий Банка России.

⁹ Темпы прироста потребительских цен к предыдущему кварталу в годовом выражении, скорректированные на сезонность: 5,9% в I квартале, 8,7% во II квартале и 11,2% в III квартале. Источник: Банк России.

¹⁰ Базовая инфляция измеряется на основе базового индекса потребительских цен (БИПЦ) и характеризует устойчивую часть общего показателя инфляции.

¹¹ С сезонной корректировкой в годовом выражении. Источник: Банк России.

¹² Медиана инфляционных ожиданий населения на год вперед, по данным опросов населения ООО «инФОМ».

¹³ Медиана прогнозов инфляции на конец 2025 г., по данным макроэкономического опроса Банка России за октябрь.

предоставления льготной ипотеки и макропруденциальные меры, повышающие устойчивость финансовой системы, дополнительно ужесточили условия кредитования. Спрос на кредиты тем не менее остается высоким — кредитный портфель банков с начала года по сентябрь 2024 г. вырос на 14,2%¹⁴. Ужесточение условий выдачи льготной ипотеки оказало сдерживающее влияние на рост ипотечных кредитов с июля, однако накопленный ранее кредитный объем заметно расширил внутренний спрос. Кроме того, ожидаемое увеличение стоимости автомобилей на фоне повышения утилизационного сбора обусловило резкое увеличение спроса на автокредиты. Полагаем, что эффект от повышения ключевой ставки замедлит темпы роста кредитования в IV квартале 2024 г.

Профицит текущего счета платежного баланса сформировался за счет сокращения импорта при относительно стабильном экспорте. Показатель увеличился более чем на 30% за январь – октябрь 2024 г. Усложнение проведения внешне-торговых расчетов, удорожание логистики и расширение импортозамещающих производств привели к снижению импорта товаров на 5,3% г/г за январь – октябрь 2024 г. Экспорт остался на уровне января – октября 2023 г., при этом снижение цен на нефть было частично компенсировано ростом несырьевого экспорта, что во многом стало возможным благодаря переориентации поставок на дружественные направления. За 10 месяцев 2024 г. товарооборот между Китаем и Россией вырос на 2,8% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, а в 2023 г. он увеличился на рекордные 26,3%.

Высокая волатильность и ослабление рубля к концу года. Введение новых санкционных ограничений в финансовой сфере во второй половине года сузило возможности использования иностранных валют при проведении расчетов, что привело к снижению импорта и стало фактором укрепления рубля в июле – августе в среднем до 88 рублей за доллар. Однако восстановление расчетных операций за импорт в совокупности с ослаблением требований по продаже валютной выручки и снижением экспортных доходов в последние месяцы на фоне низких цен на нефть вернули курс рубля на траекторию ослабления. Введение дополнительных санкций США в отношении российского финансового сектора усилило давление на рубль и повысило волатильность обменного курса. Ожидаем обменный курс национальной валюты около 100 рублей за доллар на конец 2024 г.

Дополнительные расходы бюджета могут повысить дефицит до 1,7% ВВП в 2024 г. С января по октябрь бюджет сложился с дефицитом 0,2 трлн рублей по сравнению с дефицитом в 1,1 трлн рублей за тот же период годом ранее. Сокращение дефицита обусловлено ростом доходов на 28,4% г/г за январь – октябрь по сравнению с прошлым годом при росте расходов на 23,7% г/г за этот же период. Однако предусмотренное изменение в закон о бюджете предполагает существенное увеличение бюджетных расходов в IV квартале, в результате чего расходы могут превысить доходы на 3,3 трлн рублей по итогам года.

¹⁴ Без учета кредитов МСБ.

Прогноз

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

Показатель	2023	2024П	2025П	2026П	2027П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	3,6	4,1	2,4	1,7	1,5
Инфляция (% г/г на конец года)	7,4	8,5	6,5	5,6	4,5
Ключевая ставка (% годовых в среднем за год)	9,9	17,5	22,1	15,5	11,5
Курс российского рубля к доллару США (в среднем за год)	85,2	92,5	104	106	109

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

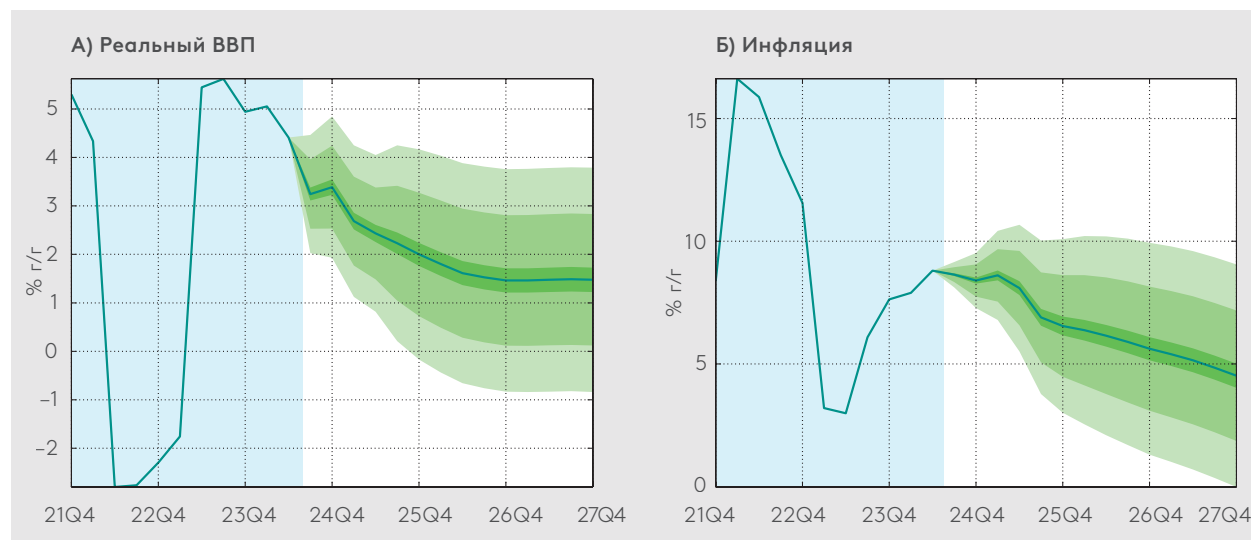
Прогнозируем рост ВВП на 2,4% в 2025 г. Предусмотренное законом о бюджете увеличение расходов на следующий год до 41,5 трлн рублей (39,4 трлн рублей в 2024 г.) дает основания полагать, что траектория замедления выпуска будет более полой, а снижение перегрева экономики — растянутым во времени. Рост экспорта за счет увеличения объемов поставок на фоне роста спроса со стороны ключевых торговых партнеров, в первую очередь Китая, поддержит увеличение ВВП. В то же время высокие процентные ставки и постепенное снижение темпов роста реальных располагаемых доходов населения станут факторами, сдерживающими экономическую активность (таблица 7). Мы ожидаем умеренного роста импорта в 2025 г. в условиях увеличения внутреннего спроса, который будет сдерживаться ослаблением обменного курса рубля.

В 2026–2027 гг. экономика продолжит движение к сбалансированному росту (рисунок 14.А). По мере остывания от перегрева предыдущих лет экономика будет стремиться к потенциалу. Этому во многом будет способствовать возврат бюджетной политики к формированию расходов в рамках бюджетного правила. Сдерживающее влияние на динамику ВВП будут оказывать структурные факторы, среди них: негативные демографические тенденции и дефицит кадров на рынке труда. Рост импортозамещающих производств, диверсификация направлений торговли и экспортных позиций будут частично компенсировать структурные ограничения, повышая темпы роста экономики.

Инфляция выше цели на всем горизонте прогноза. Прогнозируем замедление темпов роста цен до 6,5% в 2025 г. Основной эффект от существенного ужесточения денежно-кредитной политики реализуется в 2025 г. Быстрому замедлению инфляции будут препятствовать: стимулирующая бюджетная политика, высокие инфляционные ожидания, запланированная индексация тарифов ЖКХ (+11,9%)

и увеличение утилизационного сбора¹⁵ на автотранспорт. Ослабление курса рубля дополнительно затруднит процесс дезинфляции. Инфляция продолжит замедляться в 2026–2027 гг., однако будет оставаться на повышенных уровнях (рисунок 14.Б).

↓ Рисунок 14. Прогноз экономической активности и инфляции в России



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс российского рубля

Денежно-кредитная политика в рамках «проинфляционного сценария».

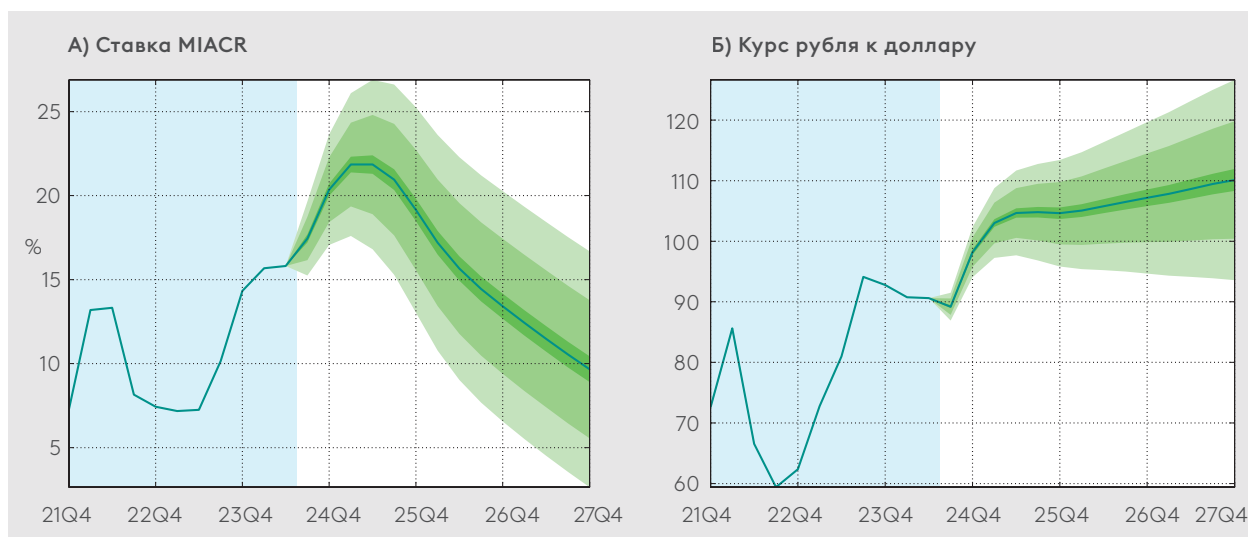
На фоне рассмотренных факторов достижение быстрой дезинфляции представляется маловероятным. Банк России будет держать ключевую ставку неизменной как минимум до середины 2025 г., а в случае возникновения дополнительных проинфляционных шоков не исключено и повышение ставки. В базовом сценарии мы ожидаем снижения ключевой ставки до 19% к концу 2025 г. По мере консолидации бюджета и формирования устойчивого тренда на замедление инфляции у регулятора появится возможность более активного смягчения денежно-кредитных условий в 2026–2027 гг. Прогнозируем снижение ключевой ставки до уровня около 10% к концу 2027 г. (рисунок 15.А).

Среднегодовой обменный курс составит около 104 рублей за доллар в 2025 г.

(рисунок 15.Б). Мы ожидаем умеренного ослабления обменного курса. Высокий внутренний спрос и бюджетные расходы будут увеличивать импорт, что отразится в спросе на валюту и будет снижать стоимость рубля. В то же время высокие ставки и рост доходов от экспорта окажут поддержку национальной валюте. На горизонте 2025–2026 гг. при отсутствии дополнительных внешних шоков ожидаем ослабления номинального курса в соответствии с разницей в уровнях инфляции в России и за рубежом.

¹⁵ С 1 октября 2024 г. индексация утилизационного сбора составила 70–85%, с дальнейшим повышением каждый год на 10–20% до 2030 г. Размер индексации для легковых автомобилей зависит от объема двигателя, для грузовых — от возраста и массы.

↓ Рисунок 15. Прогноз процентной ставки и курса российского рубля



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Существенное снижение цен на нефть остается ключевым риском для экономики России. Спрос на нефть может сократиться в условиях более значительного замедления роста мировой экономики, чем предполагает базовый сценарий. Риск падения цен на нефть усиливается в случае роста предложения нефти в странах вне ОПЕК. Снижение мировых цен на нефть в рисковом сценарии приведет к сжатию объемов выручки от экспорта. Это может стать серьезным вызовом для устойчивости как бюджета, так и валютного рынка. На фоне ожидаемого роста расходов бюджета в 2025 г. сокращение нефтяных доходов потребует поиска дополнительных источников финансирования. В случае наращивания госдолга будет ограничена доступность финансовых ресурсов для частного сектора. В текущих условиях повышенной значимости нефтяного экспорта для стабильности валютного рынка снижение цен на нефть приведет к заметному ослаблению курса рубля. Это усилит рост инфляционных ожиданий и потребительских цен. На фоне замедления роста заработных плат сократятся реальные доходы населения, приведя к сжатию внутреннего спроса. Дополнительное ужесточение денежно-кредитных условий на фоне уже высоких процентных ставок сформирует предпосылки для значительного спада деловой активности.

Вероятность новых торговых ограничений в отношении России по-прежнему остается высокой. Дополнительные ограничения на проведение международных расчетов создают риски как для бесперебойного поступления валютной выручки, так и для импорта технологической продукции. Реализация такого сценария потребует дополнительной перестройки логистических цепочек, что существенно повысит волатильность обменного курса и осложнит процесс дезинфляции. Это может потребовать более длительного периода поддержания высоких процентных ставок в экономике и негативно скажется на динамике экономического роста. Формирование альтернативных механизмов международных расчетов может стать способом снижения обозначенного риска.

РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН



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



РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН

Прогнозируем рост экономики на 8,4% в 2025 г. в условиях сильного внутреннего спроса, а также улучшения ценовых условий внешней торговли — повышения цен на золото и понижения цен на энергоносители. В 2025 г. инфляция повысится, а в 2026–2027 гг. стабилизируется в границах целевого диапазона НБТ (6±2%) под влиянием сильной потребительской активности. Национальный банк может приступить к повышению процентной ставки в 2025 г. на фоне роста инфляции.

Текущая ситуация

Высокие темпы роста экономики в 2024 г. По итогам января – сентября ВВП увеличился на 8,4% г/г. Вклад сельского хозяйства в рост ВВП составил 2,7 п.п. на фоне ускорения роста аграрного сектора в III квартале, которое объясняется [сдвигом сроков](#) (ЕАБР, 2024а) уборочных работ из-за неблагоприятных погодных условий весной текущего года. Вклад промышленности составил 1,0 п.п. в январе – сентябре благодаря устойчиво высоким темпам роста добычи полезных ископаемых. Торговля и строительство внесли в рост ВВП 1,5 п.п. и 0,4 п.п. соответственно.

Позитивные данные по сельскому хозяйству, показатели которого превышают аналогичные за январь – сентябрь 2023 г., дают основания ожидать сильного результата в масштабах всей экономики по итогам года, так как отрасль, вместе с пищевой промышленностью, дает примерно 28%¹⁶ ВВП. Учитывая также то, что вклад в динамику выпуска со стороны индустриального сектора, торговли и строительства остается достаточно высоким, мы прогнозируем, что в 2024 г. рост ВВП сложится на уровне 8,4%.

Развитие промышленности способствует быстрому росту экономики. По итогам января – октября 2024 г. индустриальный сектор экономики нарастил производство. Наиболее высокий рост продемонстрировала добывающая промышленность — 38,7% г/г благодаря увеличению добычи руд. Обработывающие отрасли выросли на 8% г/г, в большой степени вследствие высокой динамики в пищевой промышленности и металлургии (рост выпуска на 5,0% г/г и 12,6% г/г по итогам января – октября соответственно), ориентированных на внутренний и внешний спрос. Производство неметаллической минеральной продукции, востребованное в строительстве, также показало значительный рост (на 16,1% г/г по итогам января – октября). В производстве электроэнергии, тепло- и газоснабжении был зафиксирован невысокий рост — 2,3% г/г по итогам января – октября. Энергетика преодолела наблюдавшийся в первом полугодии спад, вызванный падением выработки электричества на ГЭС, но еще не вернулась к устойчивому росту. По нашим оценкам, промышленный сектор продолжит обеспечивать высокие темпы роста экономики, превышающие средние показатели региона операций ЕАБР на прогнозном горизонте.

¹⁶ Оценка аналитиков ЕАБР.

Торговля и инвестиции могут достигнуть двузначных темпов роста по итогам года. Розничные продажи и инвестиции повысились на 13,3% г/г и 6% г/г в январе – октябре соответственно. В IV квартале темпы роста торговли и инвестиций могут ускориться. В случае торговли причиной ускорения может стать повышение зарплат в бюджетном секторе, произошедшее в [середине года](#) (ЕАБР, 2024а). Для инвестиций возможное ускорение может быть обусловлено активным финансированием капитального строительства за счет средств бюджета (доля государства в годовом объеме инвестиций стабильно превышает 40%).

Импорт растет быстрее экспорта. За январь – октябрь страна поставила за рубеж товаров на 1,5 млрд долл., что соответствует приросту на 1,6% г/г. Для сравнения, в 2023 г. экспорт увеличился на 14,3% г/г. Выросли поставки на внешние рынки недргоценных металлов, а также текстиля, а снизились — золота. Сильный внутренний спрос в экономике способствовал увеличению импорта на 24,2% г/г — до 5,8 млрд долл. за январь – октябрь. Дефицит внешней торговли товарами составил 4,2 млрд долл. Годом ранее этот показатель составлял 3,1 млрд долл.

Национальная валюта выросла в цене в 2024 г. Курс сомони последовательно укреплялся с 10,96 сомони за доллар в среднем за декабрь 2023 г. до 10,6 в среднем по итогам октября. Этому способствовало улучшение платежного баланса — по итогам первой половины года¹⁷ профицит счета текущих операций составил 0,3 млрд долл. (6,2% ВВП) — после дефицита в размере 0,2 млрд долл. (4,6% ВВП) в первом полугодии 2023 г. — в основном благодаря притоку денежных переводов в страну.

Рост потребительских цен замедлился по сравнению с прошлым годом. Если в декабре 2023 г. инфляция составляла 3,8% г/г, то с февраля 2024 г. темпы роста цен снизились. В октябре инфляция составила 3,6% г/г. Низкая инфляция объясняется укреплением национальной валюты и снижением международных цен на импортируемые продовольствие и энергоносители. Учитывая низкую месячную инфляцию в ноябре прошлого года, когда цены снизились на 0,2% м/м, при том что с 2018 по 2022 г. в ноябре потребительские цены повышались в среднем на 0,9% м/м, можно ожидать, что к концу 2024 г. произойдет ускорение динамики цен в годовом выражении. Мы прогнозируем, что инфляция составит 3,9% г/г в декабре 2024 г. — близко к нижней границе целевого диапазона Национального банка (6±2%).

Национальный банк снизил ставку рефинансирования на 1,0 п.п. до 9,0% за период с конца 2023 г. по октябрь 2024 г. Ставка останется на этом уровне до конца года — последнее в 2024 г. заседание по вопросам денежно-кредитной политики состоялось 25 октября. Смягчение денежно-кредитной политики частично уравновесило влияние дезинфляционных факторов на рост потребительских цен. Накопленное влияние последовательных снижений процентной

¹⁷ Данные платежного баланса за январь – сентябрь еще не опубликованы.

ставки¹⁸ в 2024 г. будет способствовать ускорению инфляции к цели в следующем году.

Государственный бюджет исполняется с профицитом. За январь – сентябрь 2024 г. сальдо госбюджета выросло до 2,9 млрд сомони, или 2% ВВП, — с 1,9 млрд сомони за январь – сентябрь 2023 г. Доходы выросли на 10,9% г/г до 33,3 млрд сомони, превысив плановые на 5,4% в условиях высокого роста экономики и, как следствие, базы налогообложения. Расходы увеличились на 9,3% г/г до 31,3 млрд сомони. При этом финансирование ключевых инвестиционных направлений (за исключением энергетики и ЖКХ), таких как сельское хозяйство, промышленность, транспорт и связь, сократилось или не изменилось по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. До конца года можно ожидать¹⁹ опережающего роста расходов, направленных на поддержку большинства из этих отраслей, что окажет положительное влияние на общие экономические результаты 2024 г.

Прогноз

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

Показатель	2023	2024П	2025П	2026П	2027П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	8,3	8,4	8,4	8,0	7,4
Инфляция (% г/г на конец года)	3,9	3,9	5,9	6,7	6,8
Ставка рефинансирования (% годовых в среднем за год)	10,5	9,2	9,2	9,9	10,6
Курс сомони к доллару США (в среднем за год)	10,8	10,8	11,0	11,5	12,1

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

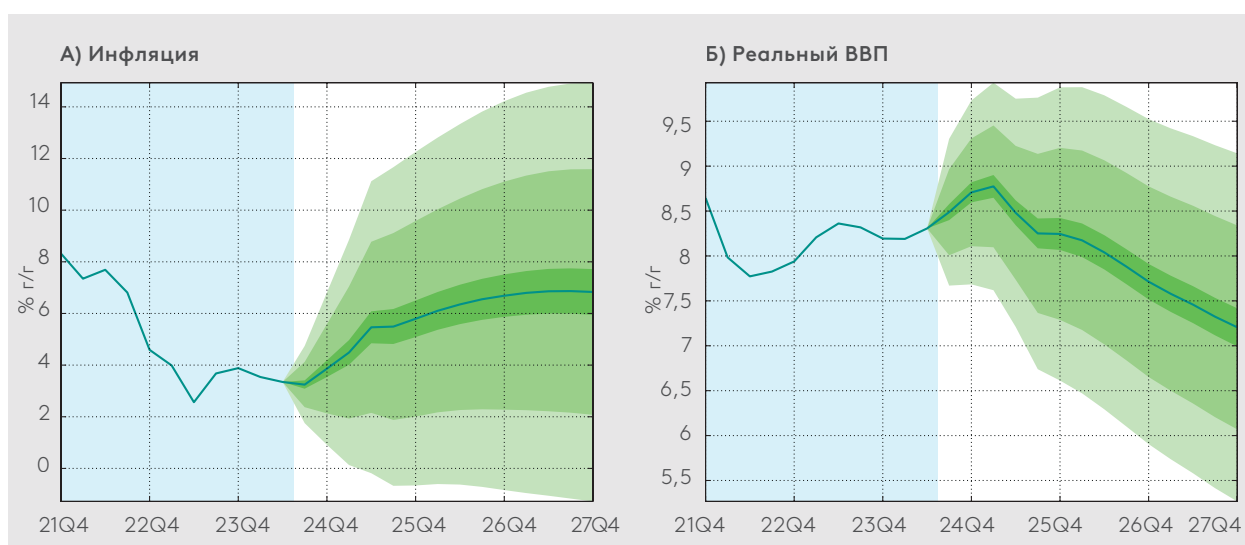
Повышаем прогноз роста экономики на 0,4 п.п. — до 8,4% в 2025 г. (таблица 8). Пересмотр обусловлен ожиданиями более высоких цен на золото и другие металлы, которые составляют основу экспорта, а также более низких цен на импортируемые энергоносители и продовольственные товары, чем мы прогнозировали в июне (ЕАБР, 2024b). Сокращение расходов на импорт позволит высвободить дополнительные средства, которые страна сможет использовать для финансирования потребления и инвестиций, что положительно скажется на росте экономики.

¹⁸ Смягчение денежно-кредитной политики в стране было более существенным, чем можно заключить на основе только снижения ставки рефинансирования. Если в декабре 2023 г. рост денежной массы M2 составлял минус 4,3% г/г, то к сентябрю 2024 г. он ускорился до 36,8% г/г.

¹⁹ На основании планов, предусмотренных [бюджетом на 2024 г.](#)

Мы прогнозируем постепенное замедление темпов роста ВВП в 2026–2027 гг. (рисунок 16.А). Влияние факторов, определяющих быстрый рост экономики в 2024–2025 гг., будет ослабевать. Замедлится рост цен на металлы, что отразится в снижении темпа наращивания производства горнорудной и металлургической промышленности. Постепенное замедление экономического роста в России отрицательно скажется на динамике текстильной промышленности, в значительной степени ориентированной на спрос в странах — соседях по региону, а также на притоке денежных переводов в Таджикистан. Тем не менее рост ВВП в Таджикистане останется самым высоким среди стран — участниц ЕАБР благодаря догоняющему характеру развития и высоким темпам увеличения численности населения страны.

↓ Рисунок 16. Прогноз экономической активности и инфляции в Таджикистане

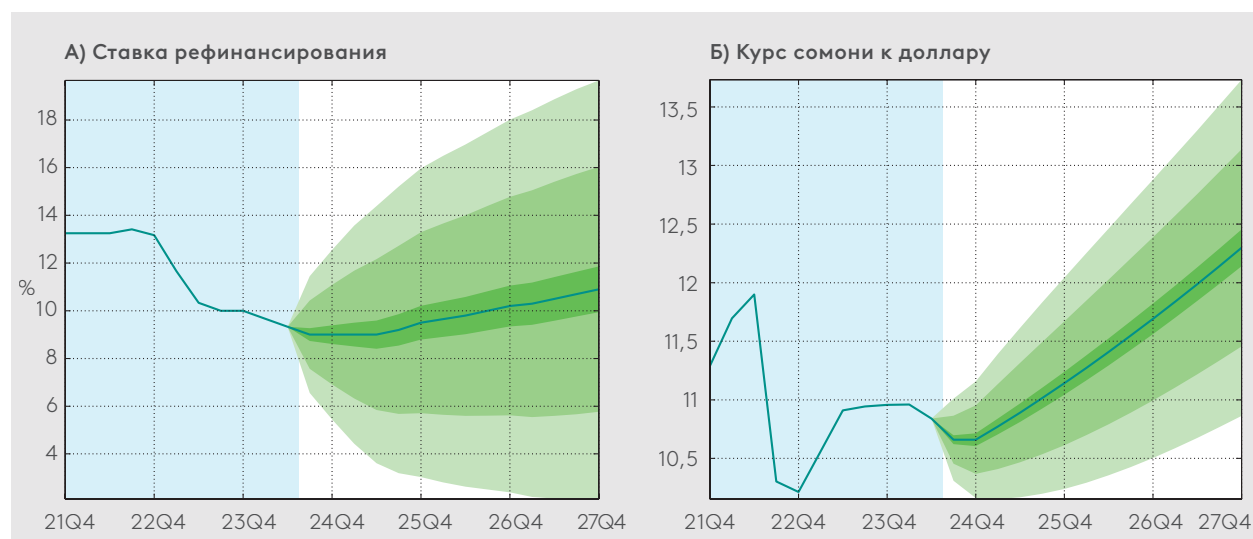


Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

В 2025 г. инфляция вернется в целевой диапазон НБТ (6±2%) и составит 5,9% по итогам года. Потребительский спрос, поддерживаемый ростом заработных плат, обеспечит ускорение роста цен до целевых уровней (рисунок 16.Б). Сдерживающее влияние будет оказывать динамика цен на импортируемые энергоносители — мы ожидаем снижения цен на нефть в среднем на 7,4% в 2025 г. по сравнению с 2024 г.

В 2026–2027 гг. инфляция стабилизируется вблизи середины целевого диапазона. Рост потребительских цен на уровне 6–7% в год будет обеспечен динамикой внутреннего спроса и постепенным ослаблением сомони. Дополнительное проинфляционное влияние на цены в 2026–2027 гг. окажет рост мировых цен на продовольствие.

↓ Рисунок 17. Ставка рефинансирования и курс сомони



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс национальной валюты

В 2025–2026 гг. национальная валюта вернется к постепенному ослаблению относительно доллара (рисунок 17.Б). Этому будет способствовать повышение спроса на иностранную валюту в условиях увеличения импорта, вызванного ростом потребления и инвестиций. В то же время на обменный курс сомони повлияет замедление экспорта из-за сокращающегося потенциала создания новых производств в отраслях, ориентированных на внешние рынки, а также снижение объема денежных переводов.

Во второй половине 2025 г. НБТ может начать повышать ставку рефинансирования в условиях стабилизации темпов инфляции вблизи 6% г/г. Ставка достигнет уровня около 11% к концу 2027 г. (рисунок 17.А), обеспечивая условия для сбалансированного роста экономики страны.

Риски

Ключевые риски для экономики Таджикистана связаны с внешними факторами. В случае, если слабый рост экономик развитых стран и замедление долгосрочного роста ВВП в Китае приведут к более значительному, чем в базовом сценарии, снижению цен на сырье, Таджикистан столкнется с падением доходов от экспорта. Одновременно в рисковом сценарии может произойти сокращение притока денежных переводов из-за снижения экономической активности и ослабления национальных валют в странах — ключевых экономических партнерах. В результате замедлится рост потребления домохозяйств и экономической активности страны в целом.

Возможное падение цен на золото — еще один внешний источник рисков для экономики Таджикистана. В 2024 г. стоимость золота значительно возросла,

обновляя исторические максимумы в течение года. По итогам октября 2024 г. среднемесячный рост цен на золото составил 41% в годовом выражении — это рекордный показатель за последние 13 лет. Однако удешевление стоимости золота возможно под воздействием различных факторов, таких как приостановка снижения процентных ставок ведущими центральными банками или ослабление геополитической напряженности. Учитывая, что золото составляет почти половину²⁰ экспорта Таджикистана, снижение его цен может привести к существенному сокращению экспортных поступлений. Это, в свою очередь, окажет заметное негативное влияние на экономический рост страны.

²⁰ 47% по итогам 2023 г.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Винокуров, Е., Ахунбаев, А., Бабаджанян, В., Бердигулова, А., Забоев, А., Кузнецов, А., Малахов, А., Перебоев, В., Усманов, Н., Федоров, К., Харитончик, А. (2022) Экономика Центральной Азии: новый взгляд. Доклады и рабочие документы 22/3. Ноябрь 2022. Алматы, Бишкек, Москва: Доступно на: <https://eabr.org/analytics/special-reports/ekonomika-tsentralnoy-azii-novyy-vzglyad/> (Просмотрено 22 ноября 2024).

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Мелихова, М., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. ЕАБР (2023) Макроэкономический прогноз 2024–2026. Декабрь 2023. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: https://eabr.org/upload/iblock/04b/EDB-Macroeconomic-Outlook-2024_2026_rus.pdf (Просмотрено 22 ноября 2024).

ЕАБР (2016) Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза. М., СПб.: ЕЭК, ЕАБР. Доступно на: https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/sistema-analiza-imakroekonomicheskogo-prognozirovaniya-evraziyskogo-ekonomicheskogo-soyuza/?sphrase_id=131813 (Просмотрено 28 ноября 2024).

Кузнецов, А., Соболевская, М., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. ЕАБР (2024а) Макроэкономический обзор ЕАБР. Октябрь 2024. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/monthly-review/makroekonomicheskii-obzor-eabr-oktyabr-2024/> (Просмотрено 21 ноября 2024).

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Соболевская, М., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. ЕАБР (2024б) Макроэкономический прогноз 2024–2026. Июнь 2024. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews/makroekonomicheskii-prognoz-eabr-2024-2026-June/> (Просмотрено 21 ноября 2024).

Кузнецов, А., Соболевская, М., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. ЕАБР (2024с) Макроэкономический обзор ЕАБР. Август 2024. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/monthly-review/makroekonomicheskii-obzor-eabr-avgust-2024/> (Просмотрено 22 ноября 2024).

МФ РК (2024) Министерство финансов Республики Казахстан. Проект Закона Республики Казахстан «О республиканском бюджете на 2025–2027 годы». Август 2024. Доступно на: <https://www.gov.kz/memleket/entities/minfin/documents/details/711702?lang=ru> (Просмотрено 19 ноября 2024).

МЮ КР (2021) Министерство Юстиции Кыргызской Республики. Среднесрочная тарифная политика Кыргызской Республики на электрическую энергию на 2021–2025 годы. Сентябрь 2021. Доступно на: <https://cbd.minjust.gov.kg/158785/edition/6855/ru> (Просмотрено 20 ноября 2024).

МЮ КР (2024) Министерство Юстиции Кыргызской Республики. Постановление Кабинета Министров Кыргызской Республики от 1 июля 2024 г. № 344 «О прогнозе социально-экономического развития Кыргызской Республики на 2025–2029 годы». Июль 2024. Доступно на: <https://cbd.minjust.gov.kg/7-30474/edition/13545/ru> (Просмотрено 20 ноября 2024).

НБ РК (2024) Национальный банк Республики Казахстан. Доклад о денежно-кредитной политике. Август 2024. Доступно на: <https://www.nationalbank.kz/ru/news/obzor-inflyacii/rubrics/2207> (Просмотрено 17 ноября 2024).

Правительство РК (2024) Официальный информационный ресурс Премьер-министра Республики Казахстан. Мажилис одобрил Закон «О республиканском бюджете на 2025–2027 годы». Октябрь 2024. Доступно на: <https://primeminister.kz/ru/news/mazhilis-odobril-zakon-o-respublikanskom-byudzhete-na-2025-2027-gody-29247> (Просмотрено 19 ноября 2024).

Deutsche Bundesbank 2021 Monthly Report, January 2021. Available at: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/858448/144b27fb6dae9364eff8c7e6a4a74fb4/mL/2021-01-produktivitaetswachstum-data.pdf> (Accessed 20 November 2024).

ABN-Ambro, 2024 Global Monthly Group Economics, May 2024. Available at: https://assets.ctfassets.net/1u811bvgvthc/6f2Nn845cb79Lmwt7cCMXY/e00b29fea6f9f3c2136b27609b9df37e/2024-05_-_Global_Monthly_-_Updated.pdf (Accessed 20 November 2024)

Da Silva, 2024, António Dias da Silva, Paola Di Casola, Ramon Gomez-Salvador and Matthias Mohr Labour productivity growth in the euro area and the United States: short and long-term developments ECB Economic Bulletin, Issue 6/2024. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/html/eb202406.en.html> (Accessed 20 November 2024).

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АБР	Азиатский банк развития
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
МВФ	Международный валютный фонд
НБ КР	Национальный банк Кыргызской Республики
НБ РК	Национальный банк Республики Казахстан
НБТ	Национальный банк Таджикистана
НДС	налог на добавленную стоимость
ОПЕК+	Организация стран — экспортеров нефти
ПИИ	прямые иностранные инвестиции
ППС	паритет покупательной способности
РА	Республика Армения
РБ	Республика Беларусь
РЕПО	вид сделки, при которой ценные бумаги продаются и одновременно заключается соглашение об их обратном выкупе по заранее оговоренной цене
РК	Республика Казахстан
РТ	Республика Таджикистан
РФ	Российская Федерация
США	Соединенные Штаты Америки
ФНБ	Фонд национального благосостояния
ФРС США	Федеральная резервная система США
ЦБ РА	Центральный банк Республики Армения
ЦБ РФ	Центральный банк Российской Федерации (Банк России)
COVID-19	COronaVirus Disease 2019, коронавирусная инфекция
MIACR	Moscow Interbank Actual Credit Rate (фактическая ставка по предоставленным межбанковским кредитам)
PMI	Purchasing Managers' Index (индекс деловой активности)
TONIA	Tenge OverNight Index Average
bbl	американский нефтяной баррель
%	процент
% г/г	годовой темп прироста
% м/м	месячный темп прироста
г.	год
гг.	годы
долл.	доллар США
млн	миллион
млрд	миллиард
п.п.	процентный пункт
трлн	триллион
тыс.	тысяча

ГЛОССАРИЙ

Бюджетные (фискальные) резервы

Объем свободных средств государственного бюджета, доступных для финансирования расходов.

Бюджетный (фискальный) импульс

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

Валютизация банковских вкладов (кредитов)

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

Нейтральная ставка

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

Потенциальный (равновесный) ВВП

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

Равновесный курс валюты

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

Разрыв выпуска

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

Purchasing Managers' Index (PMI)

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



АНАЛИТИКА НА САЙТЕ ЕАБР



Макроэкономический прогноз (RU/EN)

Макроэкономический прогноз ЕАБР 2024–2026

ЕАБР прогнозирует рост агрегированного ВВП стран — участниц Банка более 3% в 2024 г. Темпы роста экономики Евразийского региона сложатся выше мировых.



Доклад 24/7 (EN)

Капитал в многосторонних банках развития

В докладе рассмотрены семь вариантов увеличения капитала региональными и субрегиональными многосторонними банками развития в интересах государств-участников. Различные стратегии увеличения капитала могут привести к положительным эффектам.



Доклад 24/6 (RU/EN)

Евразийский транспортный каркас

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



Доклад 24/5 (RU/EN)

Питьевое водоснабжение и водоотведение в Центральной Азии

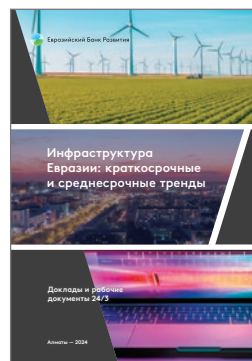
В Центральной Азии 10 млн человек не имеют доступа к безопасной питьевой воде. С учетом приоритетного значения питьевой воды для здоровья населения и масштаба вызовов, в регионе требуется комплексный подход. В новом исследовании ЕАБР представлен набор практических шагов, который формирует такой подход.



Доклад 24/4 (RU/EN)

Нефтегазохимическая промышленность Евразии: перспективы углубления переработки

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



Доклад 24/3 (RU/EN)

Инфраструктура Евразии: краткосрочные и среднесрочные тренды

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



Доклад 24/2 (RU/EN)

Экономическое сотрудничество в Евразии: практические решения

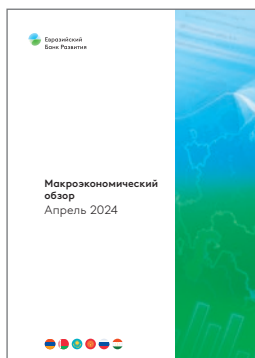
Новый доклад «Экономическое сотрудничество в Евразии: практические решения» содержит «меню» из прикладных решений, которые можно реализовать достаточно быстро и в гибких конфигурациях участвующих стран и которые направлены на развитие их взаимовыгодного сотрудничества.



Доклад 24/1 (RU/EN)

Программа развития академической мобильности

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



Макроэкономический обзор (RU)

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



Доклад 23/5 (RU/EN)

Мониторинг взаимных инвестиций ЕАБР — 2023

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



Доклад 23/4 (RU/EN)

Эффективная ирригация и водосбережение в Центральной Азии

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



Доклад 23/3 (RU/EN)

Трансграничные государственно-частные партнерства

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



Доклад 23/2 (RU/EN)

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

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



Доклад 23/1 (RU/EN)

Продовольственная безопасность и раскрытие агропромышленного потенциала Евразийского региона

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



Доклад 22/4 (RU/EN)

Регулирование водно-энергетического комплекса Центральной Азии

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



Доклад 22/3 (RU/EN)

Экономика Центральной Азии: новый взгляд

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



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