

ЕФСР  
ЕВРАЗИЙСКИЙ ФОНД  
СТАБИЛИЗАЦИИ И РАЗВИТИЯ

# РЕГИОНАЛЬНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР

2024 ВЕСНА



Документ является кварталным изданием Евразийского фонда стабилизации и развития и содержит анализ основных макроэкономических показателей, а также прогноз макроэкономических параметров в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

Документ публикуется в электронной версии на официальном сайте Евразийского фонда стабилизации и развития на русском и английском языках.

Электронная версия доступна по адресу:

[efsd.org/research/](https://efsd.org/research/)

**Для цитирования:** Региональный экономический обзор ЕФСР 2024 № 1(1). Москва: Евразийский фонд стабилизации и развития.

**Ключевые слова:** экономический рост, макроэкономический прогноз, ВВП, инфляция, валютный курс, платежный баланс, денежно-кредитная политика, фискальная политика, процентная ставка, безработица, инвестиции, потребительский спрос.

**JEL:** E17, E20, E27, E30, E40, E50, F15, H60, O10.

Данный обзор подготовлен командой ЕФСР под общим руководством Главного экономиста **Сергея Улатова**. Подготовкой доклада руководила **Марина Гричик**.

Авторы разделов: **Марина Гричик, Тарас Цукарев, Кирилл Лемба** — разделы по внешнему сектору, Российской Федерации, Республике Казахстан, **Лиана Арутюнян** — раздел по Республике Армения, **Александр Янушкевич** — раздел по Республике Беларусь, **Евгений Жевнов, Дмитрий Кудряшов** — раздел по Кыргызской Республике, **Ярослав Баклажанский** — раздел по Республике Таджикистан. **Кирилл Лемба** — долговая устойчивость в Республике Армения и Республике Таджикистан, **Дмитрий Талтаев** — долговая устойчивость в Республике Беларусь и Кыргызской Республике.

Контент-редакторы — **Марина Гричик, Тарас Цукарев, Кирилл Лемба**.

Выпускающий редактор — **Ольга Захарова**.

Выражаем благодарность **Тиграну Костяню** и **Наталье Писаревой** за предоставленные рекомендации по доработке обзора.

#### **ПРИМЕЧАНИЕ:**

Выводы и интерпретация фактов в публикации не обязательно отражают официальную позицию Экспертного совета ЕФСР, Совета ЕФСР или государств — учредителей ЕФСР.

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.

Комментарии, предложения и замечания к настоящему документу вы можете направить по адресу [pressa@efsd.org](mailto:pressa@efsd.org).

# СОДЕРЖАНИЕ

Список сокращений .....	2
Вступительное слово Главного экономиста .....	4
Внешний сектор.....	6
Россия .....	12
Казахстан .....	22
Армения .....	34
Беларусь .....	46
Кыргызстан .....	60
Таджикистан .....	72

# СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

<b>Армстат</b>	Статистический комитет Республики Армения
<b>Белстат</b>	Национальный статистический комитет Республики Беларусь
<b>БНС АСПР РК</b>	Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан
<b>ВВП</b>	валовой внутренний продукт
<b>ВМР</b>	валовые международные резервы
<b>ГЦБ</b>	государственные ценные бумаги
<b>ГЭС</b>	гидроэлектростанция
<b>ЕАЭС</b>	Евразийский экономический союз
<b>ЕЦБ</b>	Европейский центральный банк
<b>ИПЦ</b>	индекс потребительских цен
<b>КРС</b>	крупный рогатый скот
<b>МВФ</b>	Международный валютный фонд
<b>Минфин РА</b>	Министерство финансов Республики Армения
<b>Минфин РБ</b>	Министерство финансов Республики Беларусь
<b>Минфин РК</b>	Министерство финансов Республики Казахстан
<b>Минфин РФ</b>	Министерство финансов Российской Федерации
<b>Минфин КР</b>	Министерство финансов Кыргызской Республики
<b>Минфин РТ</b>	Министерство финансов Республики Таджикистан
<b>МСБ</b>	малый и средний бизнес
<b>МОТ</b>	Международная организация труда
<b>МРА</b>	международные резервные активы
<b>Нацфонд</b>	Национальный фонд Республики Казахстан
<b>НБКР</b>	Национальный банк Кыргызской Республики
<b>НБРБ</b>	Национальный банк Республики Беларусь
<b>НБРК</b>	Национальный банк Республики Казахстан
<b>НБТ</b>	Национальный банк Республики Таджикистан
<b>НДС</b>	налог на добавленную стоимость
<b>НСК КР</b>	Национальный статистический комитет Кыргызской Республики
<b>ПГИ</b>	Программа государственных инвестиций
<b>ПИИ</b>	прямые иностранные инвестиции
<b>РВСП</b>	расчетная величина стандартного риска
<b>Росстат</b>	Федеральная служба государственной статистики

<b>РЭОК</b>	реальный эффективный обменный курс
<b>СКВ</b>	свободно конвертируемая валюта
<b>СНГ</b>	Содружество Независимых Государств
<b>СТО</b>	счет текущих операций платежного баланса
<b>США</b>	Соединенные Штаты Америки
<b>Таджстат</b>	Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан
<b>ФАО</b>	Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН
<b>ФЛ</b>	физическое лицо
<b>ФНБ</b>	Фонд национального благосостояния России
<b>ФРС</b>	Федеральная резервная система США
<b>ЦБ РА</b>	Центральный банк Республики Армения
<b>ЧИА</b>	чистые иностранные активы
<b>ШДМ</b>	широкая денежная масса
<b>ЮЛ</b>	юридическое лицо
<b>BEA</b>	Bureau of Economic Analysis
<b>BLS</b>	Bureau of Labor Statistics
<b>Eurostat</b>	European Statistical Office
<b>EONIA</b>	Euro Overnight Index Average
<b>LCR</b>	Liquidity Coverage Ratio
<b>NBS</b>	National Bureau of Statistics of China
<b>NPL</b>	Non-performing Loan
<b>NSFR</b>	Net Stable Funding Ratio
<b>Q4oQ4</b>	IV квартал текущего года к IV кварталу прошлого года
<b>% г/г</b>	годовой темп прироста
<b>г/г</b>	год к году
<b>доллар</b>	доллар США
<b>долл./т</b>	долларов США за тонну
<b>кв/кв</b>	квартал к кварталу
<b>млн</b>	миллион
<b>млрд</b>	миллиард
<b>п.п.</b>	процентный пункт
<b>трлн</b>	триллион
<b>тыс.</b>	тысяча

# ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

## **Уважаемые коллеги,**

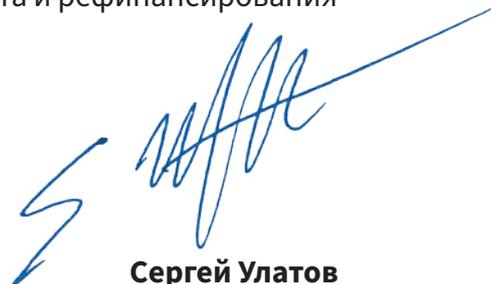
ЕФСР начинает публикацию регулярного доклада «Региональный экономический обзор» (РЭО), в котором представлен анализ текущих тенденций и среднесрочных перспектив развития государств — участников Фонда в контексте основных тенденций в мировой экономике. В рамках среднесрочного прогноза, представленного в докладе, также обсуждаются основные риски и вызовы для макроэкономической устойчивости государств — участников ЕФСР.

В 2023 году во всех государствах — участниках ЕФСР экономический рост превысил ожидания властей и аналитиков, несмотря на замедление глобального спроса, ужесточение условий на финансовых рынках и высокий уровень неопределенности. Ключевым фактором роста во всех странах был внутренний спрос, поддержанный в большинстве стран стимулирующей бюджетной политикой. При этом значимыми факторами ускорения экономической активности, особенно в государствах — получателях средств ЕФСР, стали уверенное восстановление экономики России, приток рабочей силы и капитала, а также изменение логистики трансграничных торговых потоков. В целом, правительства и центральные (национальные) банки всех стран проводили взвешенную макроэкономическую политику, направленную на поддержание устойчивости бюджетов и платежных балансов, а также снижение инфляционного давления.

В 2024 году ожидается замедление экономического роста во всех государствах — участниках ЕФСР. При этом темпы роста экономик останутся на относительно высоком уровне, в ряде стран все еще превышая потенциальный. Ожидаемое замедление мировой и российской экономик приведет к ослаблению внешнего спроса и сокращению денежных переводов в государства — получатели средств ЕФСР, что, в свою очередь, может привести к замедлению потребления и инвестиционной

активности и ухудшению устойчивости платежных балансов. Центральные (национальные) банки продолжат последовательную политику по нормализации денежно-кредитных условий и стабилизации инфляции. Однако внешние факторы и внутренние дисбалансы не позволят в ряде стран достичь целевых параметров по инфляции.

В среднесрочной перспективе ожидается, что экономический рост еще более замедлится в большинстве государств-участников в условиях высокой неопределенности, ограниченного потенциала и сокращающегося фискального пространства. При этом у среднесрочного прогноза преобладают понижительные риски, в том числе связанные с ужесточением санкционных ограничений. Уязвимость стран к внешним шокам сохранится на высоком уровне, что обусловлено постепенным ухудшением устойчивости платежных балансов и формированием потенциальных разрывов в финансировании бюджетов. Риски для долговой устойчивости ряда стран также будут нарастать, что связано с ограниченным доступом к международным финансовым рынкам и низким уровнем развития внутренних рынков для финансирования сохраняющихся дефицитов бюджета и рефинансирования текущих обязательств государств.



**Сергей Улатов**  
Главный экономист  
Евразийского фонда стабилизации и развития

# ВНЕШНИЙ СЕКТОР

**Рост мировой экономики замедлился после постпандемийного восстановительного скачка.** По оценке МВФ, темпы роста мирового ВВП снизились с 3,5% в 2022 году до 3,1% в 2023 году, что существенно ниже исторического тренда — 3,8% (в 2000–2019 годах). Замедление произошло за счет развитых экономик при сохранении динамики роста в развивающихся.

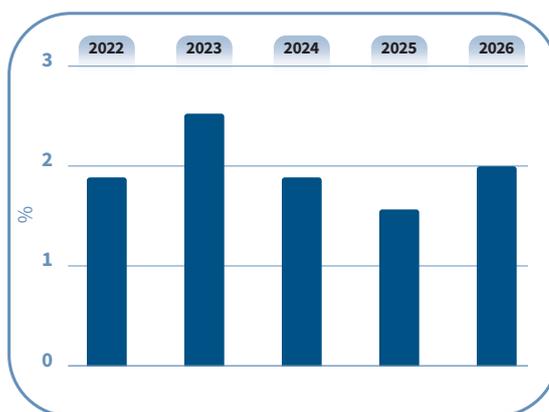
## США

**Прирост экономики США по итогам 2023 года превысил ожидания большинства аналитиков и составил 2,5%, несмотря на ужесточение денежно-кредитной политики.** Беспрецедентно высокий объем помощи населению, предоставленный во время пандемии COVID-19, продолжил поддерживать потребление домохозяйств, обеспечившее основной вклад (1,5 п.п.) в прирост экономики. Кроме этого, значимые вклады в рост ВВП сформировали госрасходы (0,7 п.п.) и чистый экспорт (0,6 п.п.). На рынке труда сохранялась напряженность: количество новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе в конце 2023 года превысило прогнозы аналитиков и властей, а реальные заработные платы по итогам года увеличились на 4,1%.

**По нашим оценкам, в среднесрочной перспективе рост экономики США стабилизируется в районе 2% после «мягкой посадки» в 2024 году в условиях постепенной нормализации денежно-кредитной политики (Рисунки 1А и 1С).** При этом ожидается, что экономика США будет продолжать расти быстрее еврозоны и других раз-

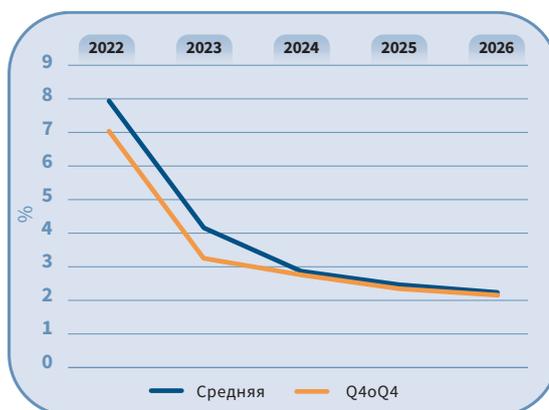
**Рисунок 1 (А, В, С). Ключевые макроэкономические показатели США**

### А. Прирост ВВП



Источник: ВЕА, расчеты авторов

### В. Инфляция



Источник: BLS, расчеты авторов

### С. Ставка ФРС



Источник: ФРС, расчеты авторов

витых стран. В 2024 году потребительские расходы замедлятся в условиях исчерпания сбережений населения, сформированных благодаря мерам антиковидной поддержки. Высокая стоимость обслуживания кредитов будет сдерживать рост расходов корпоративного сектора. В II–III кварталах текущего года рост ВВП может опуститься ниже 1% кв/кв, а к концу года начнет восстанавливаться. В результате по итогам 2024 года рост экономики США составит 1,9% и замедлится до 1,7% в 2025 году. Нормализация денежно-кредитной политики вернет темпы роста экономики к значениям около 2% в 2026 году.

**Ценовое давление сохранится в 2024–2025 годах в условиях остающейся напряженности на рынке труда.** Наблюдаемый в течение 2023 года тренд на снижение инфляции прервался в начале 2024 года. Темпы прироста цен в январе — феврале 2024 года превысили прогнозы аналитиков: в годовом выражении инфляция держится в диапазоне 3,5–4,0%. Ключевые риски повышенной инфляции связаны с рынком труда и ростом заработной платы. По нашим оценкам, на конец года инфляция замедлится до 2,7% и постепенно приблизится к таргету (2%) к концу 2026 года в условиях поступательного снижения ставки ФРС (Рисунки 1В и 1С).

**Ожидается, что в базовом сценарии ФРС будет осторожен в своих действиях по снижению ставки.** В условиях положительного разрыва выпуска и складывающейся динамики экономической активности ФРС сможет удерживать ставку на высоком уровне для борьбы с инфляцией вплоть до III квартала 2024 года. На конец 2024 года ожидается снижение ставки до 4,25–4,50%. Денежно-кредитные условия останутся жесткими, несмотря на снижение ставки (Рисунок 1С).

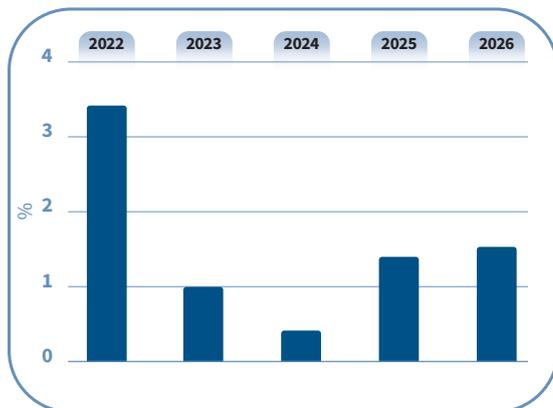
## ЕВРОЗОНА

**Еврозоне удалось избежать технической рецессии в 2023 году.** Спад был зафиксирован только в III квартале, в IV квартале динамика выпуска была близка к нулю, а по итогам 2023 года прирост ВВП составил 1,0%. Динамика входящих в блок стран при этом была разнонаправленной. В ряде стран, включая крупнейшую экономику блока — Германию — годовые темпы роста сложились отрицательными (–0,3%), в то время как в странах Южной Европы наблюдался умеренный рост. Композитный индекс PMI еврозоны начиная с июня 2023 года находится ниже 50, но благодаря динамике сектора услуг его значения в начале текущего года несколько улучшились — с 47,6 в декабре до 49,2 в феврале.

**По нашим оценкам, экономический рост еврозоны снизится до 0,4% в 2024 году и ускорится до 1,5% в 2025–2026 годах (Рисунок 2А).** Жесткая денежно-кредитная политика будет продолжать сдерживать потребительскую и инвестиционную активность в 2024 году. Фискальная политика также будет носить сдерживающий характер, прекратится действие мер поддержки в связи с высокими ценами на энергоносители. В странах со сравнительно большим удельным весом промышленности негативное давление продолжат оказывать падение спроса в мировой экономике и снижение конкурентоспособности европейских производителей. В 2025–2026 годах основным фактором ускорения экономической активности будет рост потребления на фоне нормализации денежно-кредитной политики и замедления инфляции. Увеличение объема инвестиций в зеленую экономику и цифровую трансформацию будет ограничено ростом расходов на оборону. Это временно поддержит внутренний спрос, но потенциально ограничит рост производительности в долгосрочной перспективе.

## Рисунок 2 (А, В, С). Ключевые макроэкономические показатели еврозоны

### А. Прирост ВВП



Источник: Eurostat, расчеты авторов

### В. Инфляция



Источник: Eurostat, расчеты авторов

### С. Ставка ЕЦБ



Источник: ЕЦБ, расчеты авторов

**Инфляция в 2024 году продолжит замедляться, но останется на уровне выше таргета ЕЦБ, несмотря на жесткие монетарные и фискальные условия (Рисунок 2В). Тренд на замедление**

инфляции сохраняется в 2024 году: в феврале инфляция замедлилась до 2,6% с 2,8% месяцем ранее. Основное давление на цены оказывает повышенный рост заработной платы, преимущественно в секторе услуг из-за сравнительно более высокого удельного веса расходов на оплату труда. Основным дефляционным фактором выступает снижение цен на энергоносители.

**Учитывая острую необходимость в поддержке экономики и умеренную инфляцию, мы ожидаем, что ЕЦБ приступит к снижению ставок уже в II квартале 2024 года.** Сохраняющееся инфляционное давление тем не менее не позволит проводить резкое снижение ставки. На конец 2024 года мы прогнозируем ставку EONIA на уровне 3,0%. Снижение инфляционного давления в результате замедления прироста заработной платы и адаптации к постпандемийным шокам при более слабом внутреннем спросе, чем в США, позволит ЕЦБ приблизить инфляцию к 2% в конце 2025 года (Рисунок 2С). Курс евро укрепится до 1,15 доллара в 2026 году за евро в свете сокращения разрыва между ставками США и еврозоны.

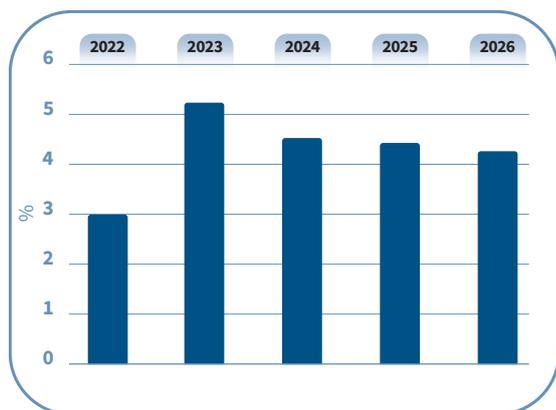
## КИТАЙ

**Китайская экономика выросла на 5,2% в 2023 году после снятия постпандемийных ограничений.** Несмотря на то что официальная цель властей была превышена, восстановление было неровным: слабый рост экспорта и инвестиций был компенсирован потребительскими расходами. При этом рынок труда находился в подавленном состоянии — в IV квартале зарплаты при найме на работу сократились на 1,3%. Одновременно происходило снижение потребительской уверенности.

**В среднесрочной перспективе потенциал роста китайской экономики**

### Рисунок 3 (А, В, С). Ключевые макроэкономические показатели Китая

#### А. Прирост ВВП



Источник: NBS, расчеты авторов

#### В. Инфляция



Источник: NBS, расчеты авторов

#### С. Курс юань/доллар



Источник: NBS, расчеты авторов

**снижается.** Проблемы на рынке недвижимости, высокий объем внутреннего долга, старение населения, фрагментация мировых цепочек создания добавленной стоимости ограничивают

перспективы роста китайской экономики. При этом поддержку росту будут оказывать новые источники роста в области производства электромобилей, энергоаккумулирующих систем нового типа, полупроводников, а также расширение экспорта на новые рынки. Согласно нашему прогнозу, темпы роста ВВП Китая замедлятся с 4,5% в 2024 году до 4,2% в 2026 году (Рисунок 3А).

**Во втором полугодии 2023 года сформировался дефляционный тренд, который прекратился только в феврале 2024 года.** Ожидается, что для борьбы с дефляционным давлением в стране будут применяться стимулирующие фискальные меры, которые на прогнозном горизонте поддержат внутренний спрос, способствуя росту цен до 2% при установленном потолке в 3% (Рисунок 3В).

Ожидаем укрепления юаня на прогнозном горизонте: курс вновь опустится ниже уровня 7 юаней за доллар, что будет поддерживать стабильность внутреннего финансового рынка, повышая привлекательность китайских активов. Это также соответствует планам властей по проведению политики крепкого юаня.

## СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

**Прогноз цен на сырьевые товары исходит из отсутствия новых шоков и волатильности на мировых рынках.** По нашим оценкам, сформированные на протяжении последних лет геополитические риски и логистические ограничения уже заложены в цены. Вызванные пандемийными ограничениями дисбалансы на сырьевых рынках также в основном ликвидированы. В этом контексте цены на сырьевых рынках формируются преимущественно на основе макроэкономических факторов спроса и предложения. В результате

индекс цен на металлы снизится до 103 в 2024 году с 104 годом ранее, а за последующие два года вырастет до 108,5 в условиях ускорения роста мировой экономики. Аналогичная траектория заложена в прогноз цены на медь, которые в 2024 году снизятся до 8479 долларов за тонну с 8490 в прошлом году, а к 2026 году вырастут до 8806 долларов за тонну. Индекс цен на продовольствие после прошлогоднего снижения (-9,2%) вырастет на 2% в 2024 году и останется относительно стабильным в 2025–2026 годах (Рисунки 4А и 4В).

**Прогноз цен на нефть предполагает умеренное снижение стоимости барреля нефти Urals** — с 70,9 доллара в текущем году до 68,6 доллара в 2026 году.

**Повышенный спрос на золото со стороны центральных банков, желающих снизить в резервах долю СКВ, будет определять динамику цен в ближайшие годы.** По нашим оценкам, цена на золото продолжит рост и в среднем составит 2067 долларов в 2024 году и 2104 доллара в 2025 году, после чего ожидается коррекция до 2026 долларов в 2026 году.

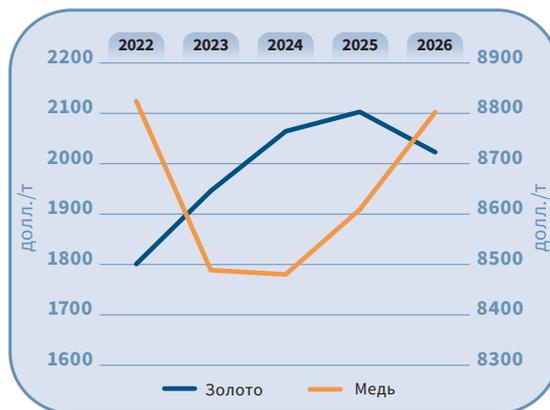
**Рисунок 4 (А, В). Цены на сырьевые товары**

**А. Металлы, продовольствие, нефть Urals**



Источник: Всемирный банк, расчеты авторов

**В. Золото, медь**



Источник: расчеты авторов

Основными повышательными рисками для цен на сырьевые товары остаются возможность усиления геополитического напряжения, особенно на Ближнем Востоке, и затруднение логистики через Красное море. Понижательный риск представляет снижение спроса из-за более медленного роста экономики Китая и реализации сценария жесткой посадки в развитых странах.

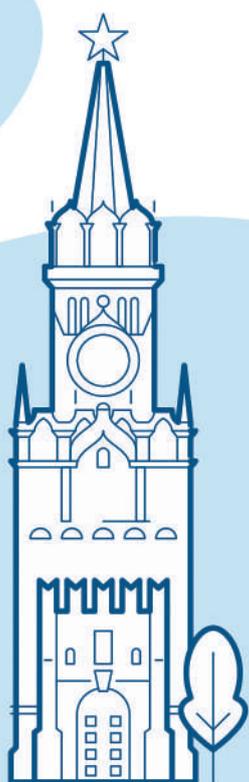




**Р**ост экономики России в 2023 году существенно превысил ожидания властей и аналитиков в начале года в результате быстрой адаптации ключевых экономических процессов к санкционным ограничениям и стимулирующей бюджетной политики. Реальный ВВП увеличился на 3,6% за счет роста потребления домохозяйств, инвестиций и запасов материальных средств. В условиях стимулирующей бюджетной политики дефицит консолидированного бюджета составил 2,3% ВВП и сложился ниже 2,7% ВВП, заложенных в основных направлениях бюджетной политики, благодаря росту доходов бюджета выше ожиданий. Инфляция по итогам 2023 года составила 7,4%. В условиях высокого инфляционного давления ключевая ставка была повышена с 7,5%

в июне до 16% в конце года. На фоне дефицита рабочей силы уровень безработицы опустился до 3,2%, при этом реальная заработная плата увеличилась на 7,8%.

В 2024 году рост реального ВВП, по нашим оценкам, составит 2,4%. Потребительская активность несколько снизится в результате перехода к сберегательной модели, при этом инвестиции, несмотря на высокие кредитные ставки, сохранят свой вклад в экономический рост. Инфляция замедлится до 5,6% к концу 2024 года и вернется к целевым 4% только в 2026 году. Ожидается, что Банк России начнет цикл постепенного снижения ключевой ставки в III квартале 2024 года, на конец года ставка будет находиться вблизи 13%.



# ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

## РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

**В 2023 году российская экономика выросла на 3,6%, показав высокую устойчивость и адаптивность экономических процессов к санкционным ограничениям.** Существенное расширение внутреннего спроса стало ключевым драйвером роста (Рисунок 1): рост расходов на конечное потребление домохозяйств составил 6,5%; государственные расходы увеличились на 7,0%; валовое накопление увеличилось на 15,8%. Высокая инвестиционная активность была обусловлена значительными вложениями средств ФНБ в инфраструктурные проекты и увеличением частных инвестиций. Чистый экспорт внес отрицательный вклад в рост ВВП по итогам года. Физический и стоимостный объем экспорта снизился в связи со сложностями логистической инфраструктуры в переориентации экспортных потоков на новые рынки. Переориентация импортных потоков на дружественные страны, напротив, происходит быстрее, что в совокупности с усилением внутреннего спроса стимулировало быстрый рост импорта.

**РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА  
В 2023 ГОДУ ВЫРОСЛА  
НА 3,6%**

**В 2023 году ключевыми драйверами роста ВВП в разрезе производства стали обрабатывающая промышленность и торговля (Рисунок 2).** Обрабатывающая промышленность выросла на 7%,

превысив уровень 2021 года. Наибольшие темпы роста зафиксированы в производстве металлоизделий, электроники (в том числе компьютерного оборудования) и транспортных средств. Оптовая торговля продемонстрировала высокий восстановительный рост в 8,4%, в то время как объемы розничной торговли восстанавливались менее интенсивно с темпом 2,5%. Финансовая и страховая деятельность выросла на 8,6% на фоне высокого объема кредитования экономики. Строительный сектор вырос на 7%, поддерживая высокую положительную динамику второй год подряд. Сельское хозяйство показало околонулевой рост, что связано с высокой базой 2022 года из-за высокого урожая зерновых.

В IV квартале 2023 года наблюдалось замедление поквартального роста, обусловленное ужесточением денежно-кредитной политики и снижением внутреннего спроса. Наблюдаемое замедление свидетельствует, что пик отклонения от устойчивых темпов роста экономики был пройден в III квартале.

Среднегодовое значение сводного индикатора бизнес-климата, по данным опроса Банка России, в 2023 году составило 6,7 пункта. Это максимальный показатель с 2013 года, когда среднегодовое значение индикатора было 7,9. Настроения бизнеса значительно улучшились по сравнению с 2022 годом, когда они находились в отрицательной зоне (-0,2 пункта). Сезонно скорректированный индикатор растет с середины 2023 года и сохраняет положительную динамику в начале 2024 года.

**Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования**



Источник: расчеты на основе данных Росстата

**Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству**



Источник: расчеты на основе данных Росстата

## УРОВЕНЬ БЕЗРАБОТИЦЫ В 2023 ГОДУ 3,2%

Ситуация на рынке труда в 2023 году оставалась напряженной в условиях неблагоприятного демографического тренда и нехватки рабочей силы. Уровень безработицы в 2023 году продолжил снижение и достиг нового исторического минимума — 3,2% по итогам 2023 года (Рисунок 3). Нехватка рабочей силы оказывает давление на рост номинальной и реальной заработной платы, который, по предварительным данным,

составил 12,8% и 7,4% соответственно по итогам 2023 года (Рисунок 4). Рост реальных располагаемых доходов населения, по предварительным данным, достиг максимального уровня с 2010 года и составил 5,4%.

**Рисунок 3. Индикаторы рынка труда**



Источник: Росстат

**Рисунок 4. Доходы населения**



Источник: расчеты на основе данных Росстата

## ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Несмотря на замедление инфляции до 7,4% в декабре 2023 года по сравнению с 11,9% в декабре 2022 года (Рисунок 5), во второй половине года наблюдался существенный рост инфляционного давления. На протяжении всего 2023 года инфляционные процессы были

разнонаправленными: в начале года наблюдалось постепенное снижение инфляции до минимального значения в 2,6% г/г в мае, а уже с середины года инфляционное давление начало возрастать. Ускорение инфляции было обусловлено быстрым ростом внутреннего спроса, который опережал возможности расширения производства, а также ростом цен на импортные товары в результате значительного ослабления рубля во второй половине года.

**Рисунок 5. Декомпозиция инфляции (на конец периода, г/г)**



Источник: Банк России

**Рисунок 6. Динамика монетарных индикаторов (на конец периода, г/г)**



Источник: расчеты на основе данных Банка России

**Банк России предпринял решительные действия для борьбы с растущей инфляцией, последовательно повышая ключевую ставку в течение 2023 года.** С июля по конец 2023 года ключевая ставка была увеличена пять раз — с 7,5 до 16%. Несмотря на резкое

повышение ключевой ставки и замедление инфляции в декабре 2023 года, однозначные выводы об устойчивом снижении инфляции делать преждевременно. Оперативные данные за январь — февраль 2024 года свидетельствуют о сохранении высокого инфляционного давления.

С января 2023 по февраль 2024 года рублевая денежная масса (M2), скорректированная с учетом сезонности, выросла на 21,5%. За указанный период годовой темп прироста широкой денежной массы замедлился с 24–26% в I квартале 2023 года до 18,3% к февралю 2024 года. Повышение ключевой ставки усилило привлекательность банковских вкладов, способствуя увеличению объема срочных рублевых депозитов домохозяйств, чей годовой прирост ускорился с 6,1% в июле 2023 года до 38,5% в феврале 2024 года. Параллельно произошло замедление роста объема наличной денежной массы (M0) с 28,9% в сентябре 2023 года до 7,3% в феврале 2024 года (Рисунок 6).

**В 2023 году активы банковского сектора в России увеличились на 24,6% до 98% ВВП, показав рекордный рост с 2014 года.** Собственные средства банков выросли на 19,3%, а вклады физических лиц — на 20,4%. В течение года, несмотря на ужесточение денежно-кредитной политики Банком России, которое началось во второй половине года, кредитная активность оставалась на высоком уровне. Портфель кредитов, предоставленных нефинансовым организациям, увеличился на 20,5%, а кредитование населения — на 24,3% (Рисунки 7, 8). Спрос на кредиты начал замедляться в IV квартале 2023 года в рамках ужесточения денежно-кредитных условий, но оставался на относительно высоком уровне по данным за январь 2024 года.

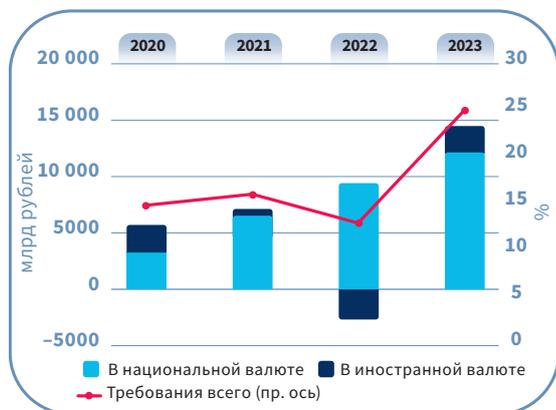
Общий объем ипотечного кредитования за 2023 год вырос на 29,4% (до 18,2 трлн рублей), с выдачей 2 млн жилищных кредитов на сумму 7,8 трлн рублей, что в 1,5 раза превысило показатели 2022 года. Особенно востребованными оказались программы государственного льготного кредитования, на которые пришелся 61% ипотечных кредитов. Однако уже в январе 2024 года, в связи с ужесточением условий льготного кредитования, прирост портфеля снизился до 0,7% против 1,6% в декабре 2023 года, что приблизилось к динамике начала прошлого года.

**Рисунок 7. Прирост требований банков к физическим лицам (на конец периода)**



Источник: Банк России

**Рисунок 8. Прирост кредитов бизнесу в расширенном определении (на конец периода)**



Источник: Банк России

**Рисунок 9. Ставки по новым кредитам и депозитам**



Источник: Банк России

## БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

В 2023 году, по предварительным данным, дефицит консолидированного бюджета России составил 3,9 млрд рублей, что эквивалентно 2,3% ВВП (Рисунок 10). Дефицит расширился с 1,4 млрд рублей в 2022 году, но сложился ниже, чем было заложено в основных направлениях бюджетной политики, основной причиной чего стал рост доходов бюджета выше ожиданий. Бóльшая часть увеличения расходов пришла на IV квартал, когда было распределено 33% от всего годового объема расходов, равного 63 млрд рублей. И хотя общие доходы бюджета в 2023 году увеличились на 6 млрд рублей по сравнению с 2022 годом, нефтегазовые доходы государства сократились на 2,7 млрд рублей (-24%).

**ДЕФИЦИТ  
КОНСОЛИДИРОВАННОГО  
БЮДЖЕТА В 2023 ГОДУ  
2,3% ВВП**

Государственный долг остается на низком уровне и составил на конец года **15,1% ВВП**, незначительно увеличившись с **14,7%** в прошлом году. Внутренний долг вырос с 12,1 до 12,2% ВВП, внешний — с 2,6 до 2,8% ВВП (Рисунок 11).

Размер ФНБ по итогам года достиг почти **12 трлн рублей (10,4 трлн рублей на конец 2022 года)**, в том числе ликвидная часть — 5 трлн рублей (6,1 трлн рублей), средства, инвестированные в активы, — почти 7 трлн рублей (4,3 трлн рублей). Номинальный объем ФНБ главным образом увеличился благодаря эффекту переоценки на фоне ослабления рубля к юаню и роста рублевой цены золота. При этом использование ликвидной части на финансирование дефицита федерального бюджета составило 3,5 трлн рублей.

Рисунок 10. Государственный бюджет



Источник: Минфин РФ

Рисунок 11. Государственный долг



Источник: расчеты на основе данных Минфина РФ

## ВНЕШНИЙ СЕКТОР

В 2023 году профицит по счету текущих операций снизился до **50,2 млрд долларов с 238 млрд в 2022 году**. Преимущественно это было связано с резким сокращением торгового профицита до 118,3 млрд долларов с 315,6 млрд долларов. Изменение торгового баланса было вызвано сокращением экспорта на 29% до 422,7 млрд долларов, в основном из-за снижения цен на ключевые экспортные позиции России, и одновременным увеличением импорта на 10% до 304,4 млрд долларов благодаря росту поставок из дружественных стран. Сальдо финансового счета составило 40,1 млрд долларов, в основном за счет увеличения иностранных активов на 38 млрд долларов, что отражает активность резидентов на внешних рынках и прямые инвестиции за границей. В то же время иностранные обязательства уменьшились на 1,8 млрд долларов из-за выведения средств нерезидентами и погашения долга перед ними (Рисунок 13).

**ПРОФИЦИТ ПО СЧЕТУ  
ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ  
\$50,2 МЛРД**

В течение 2023 года российский рубль испытал значительное ослабление по отношению к доллару, что было обусловлено замедлением поступления валютной выручки, несоответствием валютной структуры платежей по экспорту и по импорту, а также переоцененностью рубля на начало периода. Эти факторы спровоцировали ослабление национальной валюты примерно на 35–40%, достигнув пикового уровня 98–101 рублей за доллар в августе 2023 года. В ответ на эти вызовы были приняты меры по обязательной продаже валютной выручки

экспортерами и значительному ужесточению денежно-кредитной политики. Эти действия увеличили привлекательность рублевых сбережений и создали предпосылки для постепенного укрепления руб-

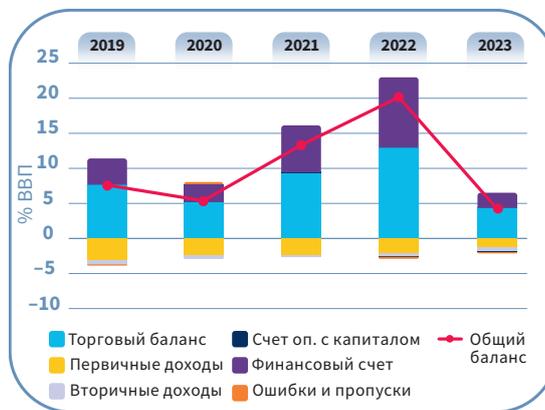
ля. Несмотря на тренд на ослабление, к концу 2023-го и в начале 2024 года наблюдается процесс укрепления российской валюты до уровня 89–91 рублей за доллар (Рисунок 12).

**Рисунок 12. Динамика ценовых условий внешней торговли**



Источник: Банк России, Минфин РФ

**Рисунок 13. Платежный баланс**



Источник: Банк России

## СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

	2022 Факт	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз
Рост экономики России (%)	-2,1	3,6	2,4	1,4	1,6
Инфляция в России (дек. к дек. пред. года %)	11,9	7,4	5,6	4,2	4,0
Инфляция в России (сред, % г/г)	13,7	5,9	7,0	4,5	4,1
Курс рубль / доллар (сред)	68,5	85,2	92,1	93,4	95,9
Ключевая ставка в России (сред, %)	10,5	9,9	14,9	10,5	7,4

**В 2024 году, по нашим оценкам, в России ожидается замедление экономического роста до 2,4%.** При этом экономическая активность останется на относительно высоком уровне, что в значительной степени объясняется «эффектом переноса» высокой базы IV квартала 2023 года и результатом пересмотра вверх прошлых оценок. Потребительская активность несколько замедлится в 2024 году из-за перехода домохозяйств к сберегательной модели поведения в условиях высоких процентных ставок по вкладам. Инвестиционная активность частного сектора, хоть

**ПРИРОСТ ВВП В 2024 ГОДУ 2,4%**

и столкнется с ограничениями из-за высоких кредитных ставок, сохранится на высоком уровне в связи со стремлением к расширению производственных мощностей, а также с необходимостью внедрения автоматизации в ответ на недостаток рабочей силы. Государственные расходы будут продолжать стимулировать экономическую активность. Импорт сократится в 2024 году вследствие снижения темпов роста



внутреннего спроса ввиду высоких процентных ставок и относительной дороговизны импортных товаров.

**В 2025–2026 годах прогнозируется постепенное приближение экономики к траектории долгосрочного роста на уровне 1,4–1,6%.** К 2026 году импорт должен вернуться к траектории сбалансированного роста. Экспорт в 2025 году будет продолжать сокращаться из-за добровольного снижения объемов добычи нефти и транспортных логистических ограничений. Однако мы ожидаем его постепенного восстановления вместе с завершением процесса переориентации экспорта в последующие два года. В условиях замедления экономики и введения программ по повышению мобильности граждан для эффективного распределения трудовых ресурсов рост заработных плат будет замедляться, в то время как уровень безработицы останется близким к текущим показателям.

**Инфляция снизится до 5,6% в 2024 году благодаря сохранению жесткой денежно-кредитной политики и замедлению внутреннего спроса.** Банк России сохранит консервативный подход к ослаблению денежно-кредитной политики и перейдет к осторожному снижению процентной ставки в ответ на замедление инфляции только в III квартале 2024 года. К концу года ожидается снижение ставки приблизительно до уровня 13%, с дальнейшим уменьшением до 7% к 2026 году.

**Ввиду высокой инерции инфляция будет оставаться повышенной и вернется к целевому уровню в 4% только в 2026 году.** Более быстрому замедлению инфляции будут препятствовать повышенные и незаякоренные инфляционные ожидания, активное бюджетное стимулирование и новый тренд на рост доли инвестиций в ВВП, отражающийся в сохранении высокой инвестиционной активности.



Курс рубля в 2024 году стабилизируется в районе 92 рублей за доллар с последующим повышением к концу 2026 года до 96 рублей за доллар из-за снижения ставки и разницы в уровнях инфляции между Россией и зарубежными странами. Стабилизация валютного курса рубля поможет избежать дополнительного инфляционного давления.

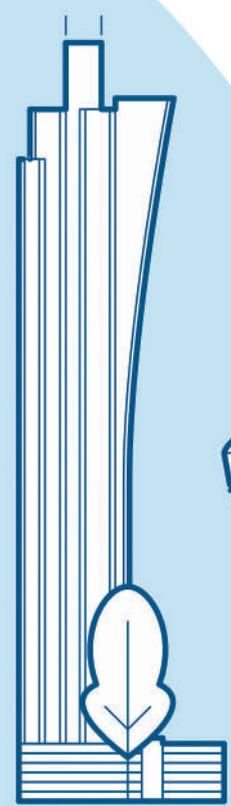
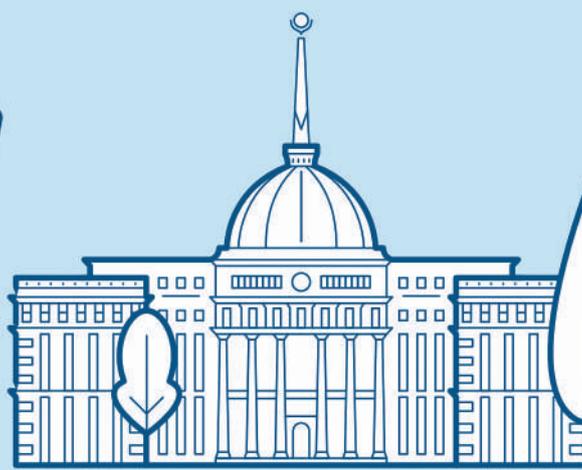
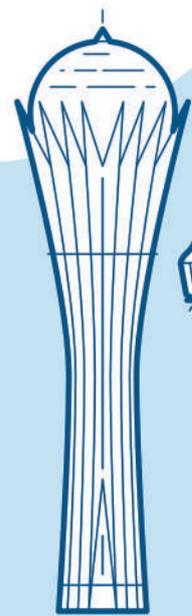
## **РИСКИ И НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ СРЕДНЕСРОЧНОГО ПРОГНОЗА**

Одним из существенных понижательных рисков для базового прогноза является возможность введения новых торговых, финансовых и логистических ограничений в отношении России, которые могут нарушить уже установленные логистические цепочки и создать препятствия для формирования новых. Это не только затруднит переориентацию российского экспорта и замедлит его восстановление,

но и усложнит доступ к необходимым технологиям для модернизации производственных мощностей.

Среди ключевых проинфляционных рисков можно выделить потенциальные сложности с восстановлением экспортных потоков, что может привести к колебаниям валютного курса и, как следствие, к росту инфляции. Риск также представляет более медленный процесс смещения потребительского спроса с импортных на отечественные товары, связанный с инерционностью потребительских предпочтений, что может поддерживать инфляционное давление за счет сохраняющейся высокой зависимости от импорта.

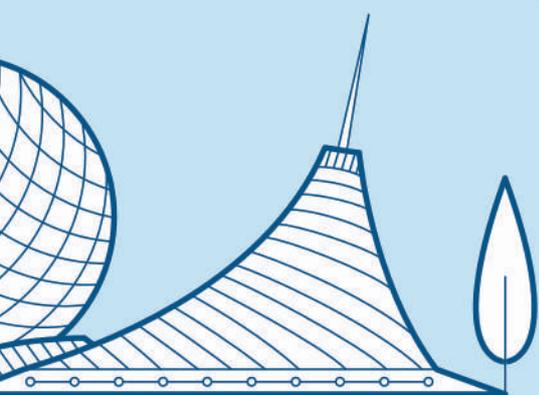
В контексте рынка труда выделяется инфляционный риск, связанный с опережающим ростом заработной платы, учитывая исторически низкий уровень безработицы, ограниченные производственные ресурсы и сохраняющийся высокий спрос на рабочую силу.



Экономика Казахстана продемонстрировала в 2023 году максимальный за десятилетие темп прироста в 5,1%. Драйвером экономического роста стал инвестиционный и потребительский спрос, поддерживаемый стимулирующей фискальной политикой и расширением кредитования. В условиях опережающего роста расходов дефицит бюджета в 2023 году увеличился до 2,3% ВВП на фоне рекордных трансфертов из Национального фонда. Быстрый рост импорта при одновременном сокращении экспорта, вызванного падением цен на нефть, обусловил формирование дефицита счета текущих операций в размере 3,8% ВВП — максимум с 2020 года. Инфляция устойчиво замедлялась на протяжении всего года: достигнув пикового значения в 23,1% г/г в феврале

2023 года, в декабре 2023 года опустилась до однозначного показателя в 9,8%. На этом фоне НБРК уже в июле начал снижение базовой ставки, которая в конце года составила 14,75%.

Ожидаем, что в 2024 году казахстанская экономика сохранит высокие темпы роста, и реальный ВВП вырастет на 4,6%. По-прежнему ключевым источником роста будет выступать внутренний спрос. Фискальная политика будет носить стимулирующий характер: расходы будут направлены на поддержку социальной сферы и крупных государственных инвестиционных программ. Инфляция продолжит замедляться и к декабрю 2024 года снизится до 8,5%. Это позволит НБРК продолжить нормализацию денежно-кредитной политики, базовая ставка в среднем за год составит 12,7%.



## РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

**В 2023 году экономика Казахстана выросла на рекордные 5,1%, более чем на четверть превысив средние темпы роста за последнее десятилетие.** ВВП достиг максимального значения в 261,4 млрд долларов<sup>1</sup>. Объем ВВП на душу населения в долларах составил 13 136 долларов. В январе — феврале 2024 года, по предварительным данным, темп прироста экономики замедлился до 4,2% г/г.

**Рост экономики в 2023 году обеспечивался внутренним инвестиционным и потребительским спросом, опережающие темпы роста импорта над экспортом формировали отрицательный вклад чистого экспорта (Рисунок 1).** Основной вклад в прирост экономики обеспечило валовое накопление основного капитала, инвестиции в основной капитал увеличились на 13,7%. Наиболее высокие темпы роста инвестиций наблюдались в секторах информации и связи, транспорта, а также социальной и коммунальной сферы. Объем оптовой торговли увеличился на 12,3%; розничный товарооборот вырос на 7,7%, при этом торговля непродовольственными товарами росла быстрее торговли продовольствием.

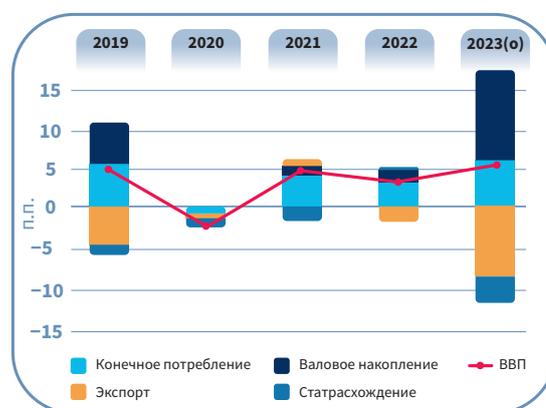
**ВВП  
\$261,4 млрд**

**Положительный вклад в прирост экономики обеспечивали все отрасли, за исключением сельского хозяйства (Рисунок 2).** Наибольший вклад сформировала торговля (1,9 п.п.). Вклад

<sup>1</sup> В Национальном плане развития Казахстана до 2029 года поставлена цель — достижение уровня ВВП в 450 млрд долларов к 2029 году.

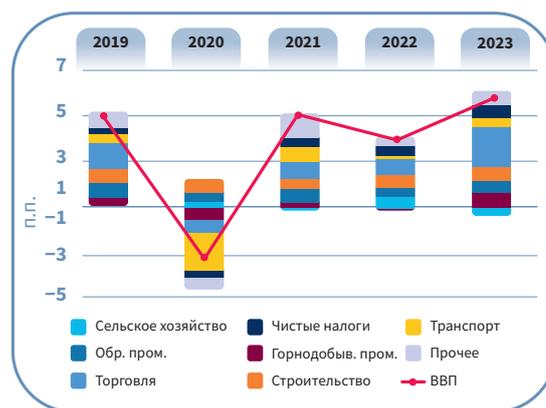
горнодобывающей промышленности (0,7 п.п.) превысил вклад обрабатывающей промышленности (0,5 п.п.) на фоне роста добычи сырой нефти (6,6%) и природного газа (10,8%), несмотря на взятые Казахстаном обязательства по сокращению добычи в рамках ОПЕК+ и ремонтные работы на ряде добывающих предприятий. Бюджетные расходы поддержали сферу строительства, обеспечившую 0,7 п.п. прироста ВВП.

**Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования**



Источник: расчеты на основе данных БНС АСПР РК

**Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству**



Источник: расчеты на основе данных БНС АСПР РК

**Безработица снизилась в IV квартале 2023 года до 4,7% с уровня 4,8–4,9%, на котором она держалась с середины 2016 года, в том числе молодежная безработица упала до абсолютного минимума — 3,4% (Рисунок 3).** Это про-

изошло на фоне опережающего роста занятого населения (9% г/г) над ростом рабочей силы (7% г/г). Занятость выросла на 76,7 тыс. человек, превысив 9 млн человек.

## БЕЗРАБОТИЦА В 2023 ГОДУ 4,7%

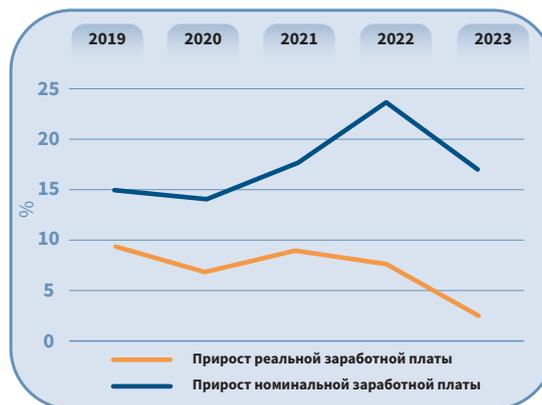
Прирост реальных зарплат замедлился до 2,6% в 2023 году по сравнению со средним ростом 8% в 2019–2022 годах (Рисунок 4). Сильнее всего реальные зарплаты выросли в секторе информации и связи (11,1%), финансах (9,3%), электро- и водоснабжении (8,2 и 6,4% соответственно) и транспорте (5,5%). Снижение реальных зарплат наблюдалось в образовании, строительстве, секторе услуг по проживанию и питанию. Рост номинальной среднемесячной зарплаты в 2023 году также существенно замедлился по сравнению с 2022 годом, но остался на относительно высоком уровне (17,1%) в условиях высокого роста цен.

Рисунок 3. Индикаторы рынка труда



Источник: БНС АСПР РК

Рисунок 4. Доходы населения



Источник: БНС АСПР РК

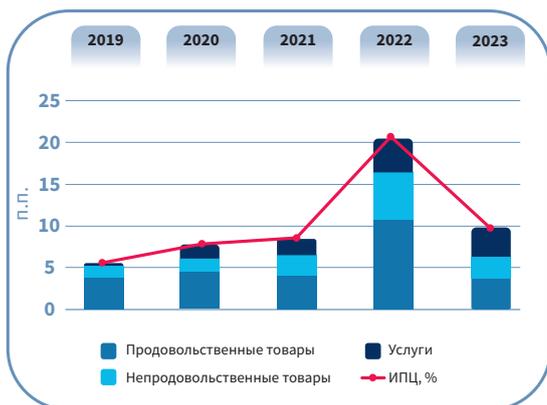
## ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

В течение 2023 года динамика потребительских цен устойчиво снижалась в условиях умеренно жесткой денежно-кредитной политики НБРК, укрепления курса тенге и снижения мировых цен на продовольствие. Тем не менее уровень инфляции всё еще превышает целевой ориентир НБРК (вблизи 5%). Потребительская инфляция, достигнув пикового значения в 23,1% г/г в феврале 2023 года, замедлилась до 9,8% г/г в декабре 2023 года (Рисунок 5) и до 9,3% г/г в феврале 2024 года. Значительное замедление роста цен фиксировалось как на продовольственные товары (7,4% г/г в феврале 2024 года против 26,2% г/г годом ранее), так и на непродовольственные (8,5% г/г в феврале 2024 года против 20,5% г/г).

**Инфляционные ожидания населения остаются повышенными.** В феврале 2024 года инфляционные ожидания составляли 14,6%, воспринимаемая инфляция — 16,3%.



**Рисунок 5. Декомпозиция инфляции (на конец периода, г/г)**



Источник: БНС АСПР РК

**Рисунок 6. Динамика монетарных индикаторов (на конец периода, г/г)**



Источник: БНС АСПР РК

Замедлению инфляции с ноября 2023 года препятствуют рост тарифов на регулируемые коммунальные услуги и удорожание рыночных услуг. Цены на платные услуги в феврале 2024 года ускорились до 12,8% г/г и внесли практически половину вклада в прирост инфляции. Месячный рост цен на этом фоне превысил историческую среднюю (0,7% в феврале 2017–2021 годов, согласно данным НБРК) и составил 1,1%, при этом рост цен на услуги был в шесть раз выше средних исторических значений — 1,7% против 0,3%. Рост главным образом связан с повышением тарифов на ЖКУ на 14,4% в феврале 2024 года по сравнению с февралем прошлого года в рамках реализации новой государственной программы в сфере ЖКХ «Тариф в обмен на инвестиции» (Врезка 1).

## Врезка 1. Тариф в обмен на инвестиции

В 2023 году в Казахстане началась реализация государственной программы «Тариф в обмен на инвестиции»<sup>2</sup>. В рамках программы в 2023–2029 годах предполагается модернизировать инженерные сети электро-, тепло- и водоснабжения, а также водоотведения и обеспечить снижение износа коммунальной инфраструктуры на 20% до 2029 года. Благодаря программе планируется привлечь более 3 трлн тенге инвестиций в обновление 62 тыс. км инженерной инфраструктуры, принять на баланс 25 тыс. км бесхозных сетей. Запуск программы также позволил начать повышение зарплат более 200 тыс. работников сферы ЖКХ с нынешних 135 тыс. тенге до 200–300 тыс. тенге.

Программа предусматривает возможность участия частных инвесторов в модернизации и развитии ЖКХ страны. В рамках программы предусмотрено повышение тарифов на регулируемые услуги ЖКХ с целью предоставления качественных услуг по обоснованному ценам.

Уязвимые слои населения могут рассчитывать на помощь акиматов по оплате коммунальных услуг за счет предоставления компенсации части затрат на коммунальные платежи. С 2022 года предельно допустимый уровень расходов семей при оказании жилищной помощи составляет 10%.

Инвестиции в инфраструктуру будут профинансированы как за счет оплаты услуг потребителями, так и средств госбюджета и средств субъектов естественных монополий.

<sup>2</sup> Комитет по регулированию естественных монополий Министерства национальной экономики Республики Казахстан. Реализация программы «Тариф в обмен на инвестиции». Доступно на: <https://www.gov.kz/memleket/entities/krem/press/article/details/139374?lang=ru>

**НБРК поддерживает умеренно жесткие денежно-кредитные условия с целью снижения инфляции до уровня 5% в среднесрочной перспективе.**

В результате пяти последовательных решений о снижении базовой ставки с июля 2023 года по февраль 2024 года ее уровень уменьшился с 16,75 до 14,75%. Ставки на кредитном рынке с момента ужесточения ДКП в конце 2022 года преимущественно находились выше 19%, но в конце прошлого года опустились для юридических лиц до 18,7%, для физических лиц — до 17,9%. Ставки по срочным депозитам как для юридических, так и для физических лиц не демонстрируют явных признаков снижения вслед за базовой ставкой (Рисунки 6, 9). Сальдо открытой позиции НБРК выросло в среднем с 3,9 трлн тенге в январе 2023 года до 5,2 трлн тенге<sup>3</sup> в январе 2024 года.

**Прирост широкой денежной массы замедлился по сравнению с предыдущими годами (Рисунок 6).** Прирост ШДМ по итогам 2023 года составил 11,7% против прироста в среднем на 17% в предыдущие три года, в том числе на 13,9% в 2022 году. Опережающими темпами росла тенговая часть денежной массы, увеличившись за год на 16,8% (18% в 2022 году) при росте номинального ВВП на 8,5%. Дифференциал ставок депозитов в тенге и СКВ привел к росту депозитов физических и юридических лиц в нацвалюте на 20%, в то время как валютные депозиты снизились на 11,4%. В результате долларизация ШДМ снизилась к концу 2023 года до минимального значения за 24 года — 14,5%.

**Темпы прироста кредитов в экономике в расширенном определении<sup>4</sup> оста-**

<sup>3</sup> Национальный банк Республики Казахстан. Открытая позиция по операциям. Доступно на: <https://nationalbank.kz/ru/nbkoperation/otkrytaya-poziciya-po-operaciyam-nbk>

<sup>4</sup> Включают остатки фактической задолженности по кредитам банковского сектора, ипотечных организаций, других субъектов квазигосудар-

**вались достаточно высокими и составили 19,7% на конец 2023 года (21,7% в 2022 году).** Кредиты населению, составляющие более половины (52,5%) всего кредитного портфеля, выросли на 25,4%, бизнесу — на 14,1%. Кредиты банковского сектора<sup>5</sup> населению росли за счет потребительского кредитования (34,2%), в то время как ипотечное кредитование после периода бурного роста начало замедляться (14,2%) (Рисунок 7). Рост кредитов бизнесу обеспечивался спросом со стороны малого предпринимательства (25,2%), при этом задолженность по кредитам среднего и крупного бизнеса выросла на 4 и 5% соответственно. Объем кредитов бизнесу в расширенном определении вырос на 14,1% (Рисунок 8).

ственного сектора, организаций, осуществляющих микрофинансовую деятельность.

<sup>5</sup> Включает банки второго уровня и АО «Банк Развития Казахстана».



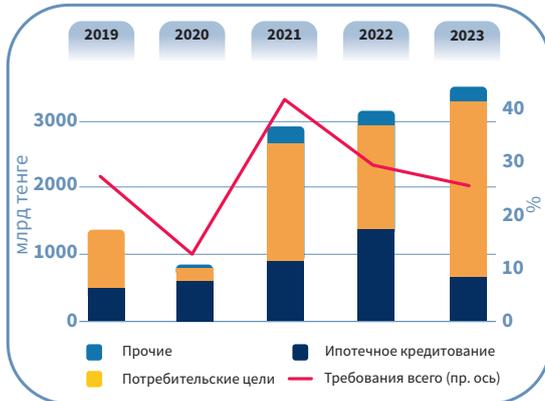
## Врезка 2. Льготное кредитование МСБ

В Казахстане широко распространены программы льготного кредитования малого бизнеса. Субсидии можно получить как на инвестиции, так и на пополнение оборотных средств. Ставка по льготному кредиту формируется как размер базовой ставки НБРК плюс 7 п.п., из которых 8% оплачивает предприниматель, а разница субсидируется государством.

В настоящее время Правительство разработало новую госпрограмму, которая предусматривает постепенный переход от субсидирования МСБ к инструментам гарантирования и иным мерам нефинансовой поддержки.

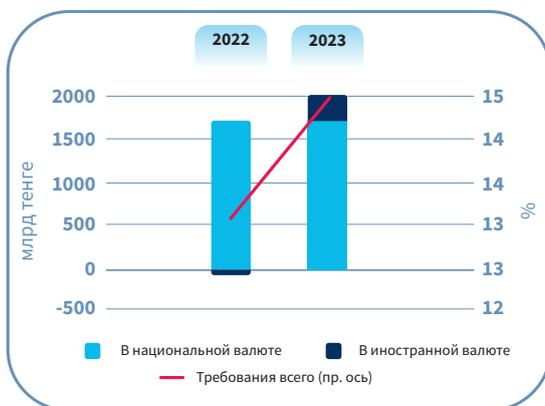
Чистая прибыль банковского сектора выросла на 49% и составила 2,2 трлн тенге, при этом отношение дохода к совокупным активам выросло до 4,7% (3,7% на аналогичную дату прошлого года), а к собственному капиталу — до 36,7% (30,4%). Одним из источников процентных доходов для банков также являлось размещение свободных средств в ГЦБ и ноты НБРК. Росту финансовых показателей также способствовало улучшение качества кредитного портфеля — доля неработающих займов снизилась с 3,4 до 2,9% от ссудного портфеля (Рисунок 10).

Рисунок 7. Прирост требований банков к физическим лицам (на конец периода)



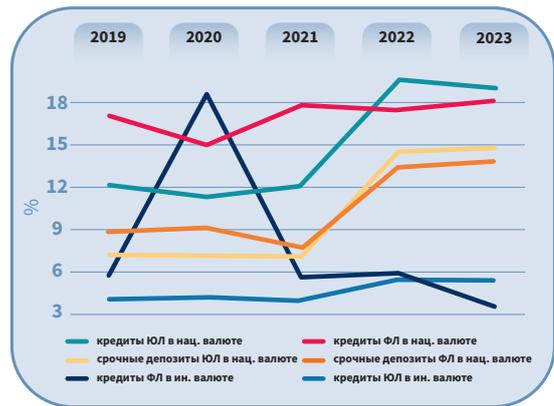
Источник: расчеты авторов на основе данных НБРК

Рисунок 8. Прирост кредитов бизнесу в расширенном определении (на конец периода)



Источник: НБРК

Рисунок 9. Ставки по новым кредитам и депозитам



Источник: НБРК

Рисунок 10. Показатели банковского сектора



Источник: НБРК

## БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСДОЛГ

В 2023 году фискальная политика носила стимулирующий характер, направленный на расширение финансирования социальной сферы, в значительной степени поддержанное трансфертами из Нацфонда. В 2023 году доходы госбюджета выросли на 23,1% (4,7 трлн тенге) до 20,9% ВВП (Рисунок 11) за счет прироста как налоговых (4,1 трлн тенге), так и неналоговых поступлений (1,2 трлн тенге). В течение года объем трансфертов из Нацфонда был скорректирован с 3,2 до 4,0 трлн тенге, что составило 16% всей

доходной части бюджета или 3,4% ВВП. Дополнительно 1,3 трлн тенге поступили в бюджет за счет продажи акций КазМунайГаз<sup>6</sup>. Таким образом, трансферты достигли максимального значения, если не учитывать кризисный 2020 год. Расходы в 2023 году выросли на 24,3% (5,2 трлн тенге) до 22,4% ВВП. Почти половина прироста (47%) была вызвана ростом расходов на образование, здравоохранение и соцобеспечение. При этом самые высокие темпы роста номинальных расходов сформировались по статьям ТЭК (52%), ЖКХ (47%) и обслуживание госдолга (37%). Удельный вес расходов по обслуживанию госдолга в структуре расходов остается достаточно низким — 7% по итогам прошлого года. В результате опережающего роста расходов дефицит госбюджета увеличился в 2023 году до 2,4% ВВП против 2,1% ВВП в 2022 году (Рисунок 7). Нефтяной дефицит остается высоким, несмотря на сокращение с 8,1% ВВП в 2022 году до 7,1% ВВП в 2023 году.

## ДЕФИЦИТ ГОСБЮДЖЕТА В 2023 ГОДУ 2,4% ВВП

Уровень государственного долга за 2023 год снизился с 24,4 до 22,8% ВВП благодаря опережающему росту ВВП, при увеличении номинального объема с 25,3 до 27,2 трлн тенге (Рисунок 12). Внешний госдолг снизился на 0,8 трлн тенге до 5,9% ВВП (26,1% от общего объема). Внутренний госдолг увеличился на 3,7 трлн тенге до 15,0% ВВП, более 70% прироста произошло за счет долгосрочных ГКО. Инвесторы сохраняют высокий спрос на ГЦБ, по-

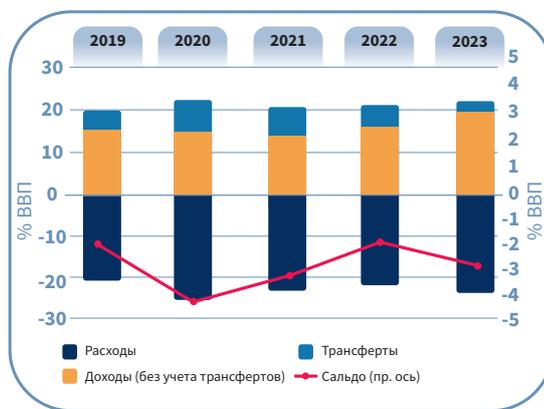
<sup>6</sup> Фонд «Самрук-Казына» выплатил в бюджет 1,3 трлн тенге, полученных в результате продажи акций «КазМунайГаза». Покупателем акций «КазМунайГаза» стал Нацфонд.

скольку их доходность остается выше ожидаемой инфляции, несмотря на снижение базовой ставки и планируемые изменения в части налогообложения прибыли банков от покупки ГЦБ<sup>7</sup>.

## МЕЖДУНАРОДНЫЕ АКТИВЫ НАЦФОНДА НА КОНЕЦ 2023 ГОДА \$60 МЛРД

Регулярная поддержка бюджета из средств Нацфонда не позволяет ему выйти на траекторию роста. Международные активы Нацфонда за прошлый год выросли на 7,7% и превысили 60,0 млрд долларов — вблизи этого уровня их объем колеблется на протяжении последних 10 лет<sup>8</sup>.

Рисунок 11. Государственный бюджет

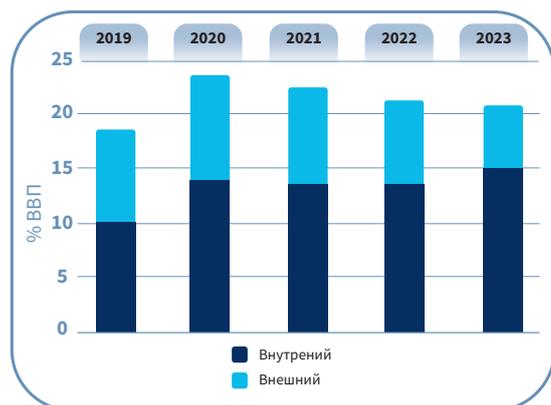


Источник: Минфин РК

<sup>7</sup> Газета Курсив № 04. Что будет с госдолгом на бирже в 2024 году? Доступно на: <https://kz.kursiv.media/2024-02-02/print1021-lbrv-governmentbonds/>

<sup>8</sup> С февраля текущего года 50% от ежегодного инвестиционного дохода Фонда будут направляться на специальные накопительные счета детей до достижения ими 18 лет в рамках реализации проекта «Нацфонд — детям».

**Рисунок 12. Государственный долг**



Источник: Минфин РК

## ВНЕШНИЙ СЕКТОР

**Рост импорта вследствие высокого внутреннего спроса и укрепления курса тенге при ухудшении ценовой конъюнктуры экспорта привел к сокращению торгового баланса и формированию максимального с 2020 года дефицита счета текущих операций (3,8% ВВП) (Рисунок 13).** Экспорт товаров и услуг сократился на 4,1% до 89,7 млрд долларов: рост добычи нефти не смог компенсировать падение нефтяных цен. Одновременно импорт вырос на 21,1% до максимального исторического значения в 72,8 млрд долларов (27,9% ВВП). В результате в 2023 году торговый баланс сократился с 14,8% до 6,5% ВВП (Рисунок 14). Балансы первичных и вторичных доходов остались вблизи своих исторических трендов.

**Чистое заимствование средств, согласно данным финансового счета платежного баланса, сложилось в объеме 0,2 млрд долларов (Рисунок 14).** Приток прямых инвестиций в экономику был близок к объемам 2021–2022 годов — порядка 5,0 млрд долларов. В разрезе секторов Правительство и НБРК в результате трат из Национального фонда и погашения внешнего долга сокращали как внешние активы (–1,8 млрд долларов), так

и обязательства (–1,7 млрд долларов). Банки одновременно увеличили как требования к нерезидентам (2,7 млрд долларов), так и обязательства перед нерезидентами (2,4 млрд долларов). Другие сектора аналогично нарастили как требования, так и обязательства перед нерезидентами, но сальдо по их операциям осталось близким к уровню 2022 года.

**За 2023 год международные резервы увеличились почти на 900 млн долларов — до 36 млрд долларов, — что эквивалентно 5,9 месяца импорта (Рисунок 15).** В составе резервов выросли активы в СКВ — на 1,9 млрд долларов; активы в золоте сократились на 1,0 млрд долларов в результате продажи НБРК 57,43 тонны золота. Золото тем не менее всё еще формирует более половины резервов страны — 54%. Отток из резервов формировали выплаты по госдолгу в объеме 1,8 млрд долларов и снижение остатков банков на валютных счетах в НБРК.

**Рисунок 13. Динамика ценовых условий внешней торговли**



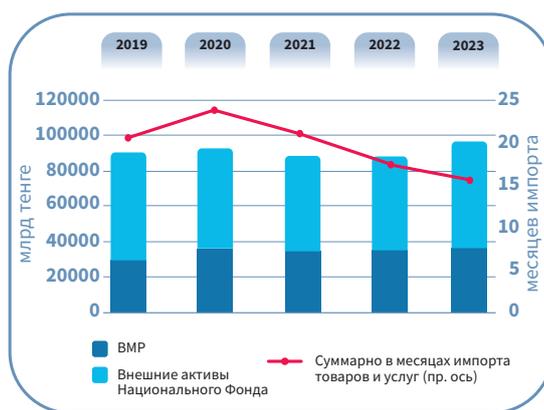
Источник: НБРК, Всемирный банк

Рисунок 14. Платежный баланс



Источник: НБРК

Рисунок 15. ВМР и внешние активы Национального Фонда (на конец периода)



Источник: НБРК

## СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

	2022 Факт	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз
Рост экономики Казахстана (%)	3,2	5,1	4,6	5,0	4,7
Инфляция в Казахстан (дек. к дек. пред. года %)	20,8	9,8	8,4	6,8	5,5
Инфляция в Казахстане (сред, % г/г)	14,9	14,9	9,0	7,4	5,9
Курс тенге / доллар (сред)	460,2	456,2	467,5	488,8	510,1
Ключевая ставка в Казахстане (сред, %)	13,8	16,4	12,7	8,8	7,7

**В базовом прогнозе мы ожидаем сохранения макроэкономической стабильности, чему будут способствовать сохранение комфортных для казахстанской экономики цен на нефть и снижение внешнего инфляционного давления.**

**В 2024 году ожидается сохранение высоких темпов роста экономики Казахстана.** По нашим оценкам, прирост ВВП составит 4,6%. Внутренний спрос останется ключевым драйвером роста за счет реализации масштабных государственных инвестиционных программ и расширения потребительской активности. Тенденция сохранится на всем прогнозном горизонте. Потребительская активность будет поддерживаться ускорением роста заработных

плат в условиях замедления инфляции, а также продолжающимся расширением потребительского кредитования.

**ПРИРОСТ ВВП В 2024 ГОДУ 4,6%**

**Высокие темпы роста будут поддерживаться стимулирующей фискальной политикой.** В 2024–2026 годах гарантированный трансферт из Нацфонда определен в размере 2 трлн тенге, при этом в 2024 году на финансирование значимых инфраструктурных проектов национального масштаба из Нацфонда также будет направлено 1,6 трлн тенге. В 2024 году ожидается продолжение повышения зарплат отдельным категориям бюджетников, учитывая рост минималь-

ной зарплаты на 21,4% и ожидаемую коррекцию поправочного коэффициента для зарплат госслужащих.

**Высокой инвестиционной активности будет содействовать реализация мер по улучшению инвестклимата и привлечению инвестиций в экономику.** Власти ожидают, что объем инвестиций в экономику вырастет на 22%<sup>9</sup>. Приоритетными направлениями являются строительство жилья, дорог, газификация, реализация проектов в обрабатывающей промышленности и сельском хозяйстве. Значительная их часть будет напрямую или косвенно профинансирована государством.

**Добыча углеводородного сырья в Казахстане, согласно прогнозу ОПЕК<sup>10</sup>, вырастет в 2024 году на 0,1 тыс. баррелей/сутки до 1,9 млн баррелей/сутки.** Казахстан при этом будет соблюдать обязательства по добровольному сокращению добычи нефти в рамках соглашений ОПЕК+. Импорт при этом будет сдерживаться ослаблением курса тенге, что позволит стабилизировать вклад чистого экспорта в прирост ВВП.

**Разрыв выпуска будет постепенно закрываться на всем прогнозном периоде.** В 2025 году рост экономики ускорится до 5,0% в свете роста добычи нефти до 2,1 млн баррелей/сутки за счет увеличения производственных мощностей на Тенгизском нефтяном месторождении и роста спроса в мировой экономике. В 2026 году ВВП увеличится на 4,5% в условиях реализации эффектов

от реализованных мер правительства по развитию экономики.

**Инфляция снизится до 8,5% в конце 2024 года благодаря сохранению умеренно жесткой денежно-кредитной политики, снижению продовольственной инфляции и инфляции в странах — торговых партнерах.** Однако замедление инфляции будет сдерживаться в ближайшие годы стимулирующей фискальной политикой, высоким внутренним спросом при сохранении повышенных инфляционных ожиданий у населения. Инфляция приблизится к уровню 5% (таргет НБРК) только в 2026 году.

**ИНФЛЯЦИЯ  
СНИЗИТСЯ ДО  
8,5%**

**НБРК сохранит курс на нормализацию денежно-кредитной политики и продолжит снижать процентную ставку в ответ на замедление инфляции и снижение инфляционных ожиданий.** Среднегодовой уровень базовой ставки в 2024 году составит 12,7%. Денежно-кредитная политика перейдет в нейтральную область только к 2026 году при последовательном снижении ставки до 7,7%.

**Курс тенге будет постепенно ослабевать.** В 2024 году среднегодовой курс ослабнет до 468 тенге за доллар на фоне снижения объемов продажи валюты из Нацфонда и сокращения дифференциала между ставкой НБРК и ставками за рубежом. В результате плавного ослабления курс снизится до 510,1 тенге в 2026 году, что соответ-

<sup>9</sup> Официальный информационный ресурс Премьер-Министра Республики Казахстан. Единый пакет льгот для инвесторов предлагается ввести в рамках нового Налогового Кодекса РК. Доступно на: <https://primeminister.kz/ru/news/edinyy-paket-lgot-dlya-investorov-predlagaetsya-vvesti-v-ramkakh-novogo-nalogovogo-kodeksa-rk-27472>

<sup>10</sup> ОПЕК. Ежемесячный отчет о ситуации на рынках нефти — Апрель 2024. Доступно на: <https://mom.opec.org/pdf-download/>



ствует рыночным ожиданиям. Приближение курса к равновесному значению позволит нормализовать сальдо счета текущих операций и снизить давление на государственный бюджет.

## РИСКИ И НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ СРЕДНЕСРОЧНОГО ПРОГНОЗА

**У базового прогноза роста ВВП преобладают понижательные риски.** Темпы роста ВВП могут быть пересмотрены вниз в случае дальнейших задержек в сроках ввода новых месторождений нефти. Потенциал роста экономики также может быть скорректирован в сторону понижения в случае более

медленной реализации планируемых инвестиционных проектов и неполучения ожидаемой от них отдачи.

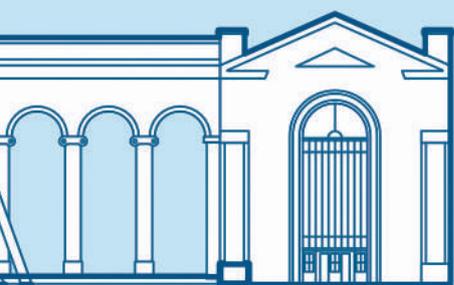
**Ключевым проинфляционным фактором на прогнозном горизонте является проведение стимулирующей бюджетной политики.** Рост расходов бюджета темпами, опережающими темпы роста ВВП, в условиях незаякоренных инфляционных ожиданий населения может привести к формированию инфляционной спирали. Риск для стабилизации инфляции также представляет ослабление курса тенге в случае снижения экспортной выручки из-за падения цен на нефть, перебоев в поставках нефти или замедления спроса в странах — торговых партнерах (Китай, еврозона).



**В** 2023 году экономика Республики Армения продолжала демонстрировать высокие темпы роста за счет дальнейшего расширения внутреннего спроса. При этом цены перешли в дефляционную зону в условиях ослабления внешнего ценового давления, сдерживающих монетарных условий и снижения инфляционных ожиданий. На этом фоне во второй половине 2023 года ЦБ РА начал осуществлять нормализацию денежно-кредитной политики. Бюджетная политика несколько ужесточилась, сохранив при этом

стимулирующий характер. Дефицит СТО несколько расширился на фоне снижения денежных переводов.

Согласно базовому сценарию в 2024-2026 годах темпы экономического роста будут близки к потенциальным. Денежно-кредитная политика будет направлена на возвращение инфляции в рамки целевого коридора. Дефицит бюджета расширится на фоне роста расходов бюджета, что приведет к формированию разрыва в финансировании.



## РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

**В 2023 году в Республике Армения сохранились высокие темпы экономического роста, обусловленные увеличением внутреннего потребительского и инвестиционного спроса.** По итогам 2023 года реальный ВВП увеличился на 8,7% (после 12,6% в 2022 году) (Рисунок 1). Наибольший вклад в прирост ВВП внес потребительский спрос (6,6 п.п.), обусловленный увеличением частного и государственного потребления (вклад в прирост ВВП составил 4,2 и 2,3 п.п. соответственно). Быстрый рост частного потребления был обусловлен ростом реальной заработной платы (на 12,4%) и потребительского кредитования (на 21,2%). Вклад инвестиционного спроса в прирост ВВП составил 2,2 п.п. Основным его драйвером было жилищное строительство, поддержанное ростом ипотечных кредитов на 26,4% и коммерческих кредитов в строительном секторе на 42,4%. Вклад чистого экспорта в прирост ВВП составил (-0,1 п.п.) после 6,2 п.п. годом ранее в условиях опережающего роста импорта на фоне укрепления армянского драма (реальный эффективный обменный курс за год укрепился на 13,9%).

**ВВП УВЕЛИЧИЛСЯ НА 8,7%**

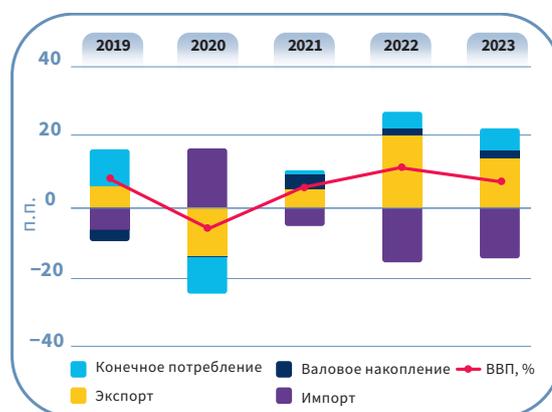
**В отраслевом разрезе основной вклад в рост экономической активности оказали секторы торговли, строительства и прочих услуг (Рисунок 2).** Вклад сектора оптовой и розничной торговли составил 2,9 п.п., строительства — 1,1 п.п. и прочих услуг — 3,3 п.п. (в том числе за счет секторов информации и связи (1,7 п.п.)<sup>1</sup>, государственного управления

<sup>1</sup> Несмотря на положительный вклад сектора информации и связи в прирост ВВП, наблюдается существенное замедление его темпов роста (с 68% г/г в апреле до -0,3% г/г в декабре 2023 года).

и обороны, обязательного социального страхования (0,9 п.п.), а также искусства, развлечений и отдыха (0,6 п.п.). При этом стоит отметить отрицательный вклад сектора финансовой и страховой деятельности (-0,6 п.п.) после положительного вклада 2,8 п.п. годом ранее, когда наблюдался значимый приток российского капитала.

**Высокий уровень экономической активности продолжает благоприятно сказываться на показателях рынка труда.** По итогам 2023 года в условиях увеличения численности занятых на 4,6% отмечалось снижение уровня официально зарегистрированных безработных до 12,5% (оценка) с 13,5% в 2022 году (Рисунок 3). Темпы роста номинальной заработной платы замедлились до 14,6% с 15,5% в предыдущем году. При этом в условиях существенного замедления инфляции реальная заработная плата в среднем по экономике увеличилась на 12,4%, что практически вдвое превысило показатель прошлого года (6,3%) (Рисунок 4). Наибольший рост заработной платы отмечался в секторах информации и связи, оптовой и розничной торговли, финансовой и страховой деятельности, а также в секторе искусства, развлечений и отдыха.

**Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования**



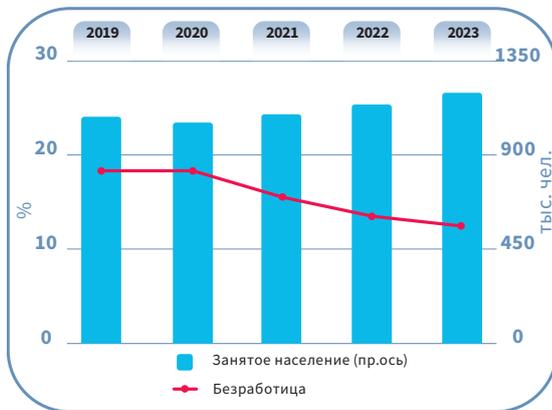
Источник: Армстат

**Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству**



Источник: Армстат

**Рисунок 3. Динамика уровня занятости и безработицы**



Источник: Армстат

Примечание: в 2023 году средние значения за 3 квартала

**Рисунок 4. Динамика заработной платы**



Источник: ЦБ РА, Армстат

## ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

По итогам 2023 года инфляция перешла в дефляционную зону в условиях ослабления внешнего ценового давления, сдерживающих монетарных условий<sup>2</sup> и снижения инфляционных ожиданий. По итогам декабря 2023 года 12-месячная инфляция составила (-0,6%) против 8,3% в декабре 2022 года, показатель базовой инфляции в годовом выражении снизился до (-0,4%) против 9,5% в декабре 2022 года. Преимущественно снижение цен наблюдалось на продовольственные товары (хлеб и хлебобулочные изделия, масла и жиры, овощи и мясопродукты и иные товары), вклад в изменение потребительских цен которых составил (-1,6 п.п.) против 4,1 п.п. в 2022 году (Рисунок 5).

**БЕЗРАБОТИЦА ПО ИТОГАМ 2023 ГОДА 12,5%**

В условиях существенного замедления инфляционных процессов в течение года и перехода в дефляцию ЦБ РА осуществлял постепенную нормализацию денежно-кредитной политики. За 2023 год ставка рефинансирования была снижена 5 раз с 10,75% годовых в июне до 9,25% годовых в декабре. При этом стоит отметить, что реакция банков в части изменения процентных ставок по кредитам и срочным депозитам была ограниченной. В частности, во втором полугодии 2023 года средневзвешенные процентные ставки по новым срочным депозитам в национальной валюте снизились на (-0,1 п.п.), а по новым кредитам, напротив, выросли на 0,2 п.п. (Рисунок 6).

<sup>2</sup> На фоне укрепления армянского драма и сдерживающей процентной политики.

**Рисунок 5. Декомпозиция инфляции (на конец периода, г/г)**



Источник: Армстат

**Рисунок 6. Процентные ставки (на конец периода)**



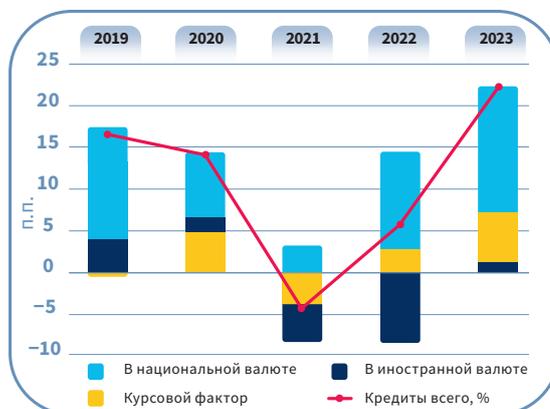
Источник: ЦБ РА, Армстат

Примечание: на рисунке представлены процентные ставки по новым выданным кредитам и привлеченным депозитам

**Несмотря на дальнейший рост процентных ставок по кредитам в национальной валюте, кредитная активность банков усилилась.** За 12 месяцев совокупный объем кредитов коммерческих банков увеличился на 22,4% по сравнению с 6,1% в предыдущем году (Рисунок 7). Данный прирост был преимущественно обусловлен ростом кредитов в национальной валюте (вклад 15,1 п.п.). Вклад роста кредитов в иностранной валюте без учета курсового фактора в общий прирост составил 6,1 п.п. В отраслевом разрезе наблюдался дальнейший рост доли ипотечных кредитов (20,8% после 20,2% в 2022 году) и кредитов для строительной отрасли (9,7% после 8,3%

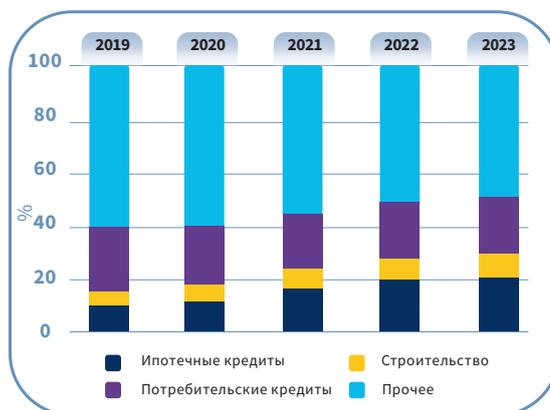
в 2022 году) (Рисунок 8) на фоне мер Правительства, направленных на стимулирование жилищного строительства и ипотечного кредитования путем возврата подоходного налога<sup>3</sup>.

**Рисунок 7. Прирост кредитов коммерческих банков**



Источник: ЦБ РА

**Рисунок 8. Структура кредитов коммерческих банков**



Источник: ЦБ РА

**Показатели финансовой устойчивости банковской системы продолжают сохраняться на приемлемом уровне.**

За 12 месяцев рентабельность активов сократилась с 4,1 до 2,7%, собственного капитала — с 27,9 до 17,4% на фоне снижения непроцентных доходов по сравнению с 2022 годом, когда наблюдался бум открытия банковских счетов

<sup>3</sup> Социально-экономические тенденции первого полугодия 2023 года и среднесрочные перспективы. Республика Армения. Доступно на: [https://efsd.org/upload/iblock/0f4/RA\\_makro\\_2023Q2.pdf](https://efsd.org/upload/iblock/0f4/RA_makro_2023Q2.pdf)

нерезидентов. Качество кредитного портфеля незначительно улучшилось, за счет снижения доли проблемной задолженности с 2,8 до 2,4%.

## БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

По итогам 2023 года государственный бюджет исполнен с дефицитом 2,0% ВВП по сравнению с дефицитом 2,1% ВВП годом ранее (Рисунок 9).

Доходная часть бюджета увеличилась до 24,8% ВВП (против 24,3% годом ранее) за счет роста налоговых поступлений на 0,7 п.п. до 23,4% ВВП. В частности, увеличились поступления налога на прибыль (на 0,8 п.п.) на фоне улучшения финансового положения предприятий; социальных взносов (на 0,2 п.п.) в результате увеличения с 1 января 2023 года ставки социального взноса работника с 4,5% до 5%; подоходного налога (на 0,3 п.п.) в результате роста занятости и зарплат, несмотря на снижение ставки с 22% до 21%, а также роста поступлений по остальным видам налогов (на 0,6 п.п.). Снижение налоговых поступлений наблюдалось по линии экологических платежей и платежей за природопользование (на 0,5 п.п.) в основном за счет снижения роялти от добычи металлических полезных ископаемых и по линии госпошлин (на 0,5 п.п.) в результате отмены вывозной пошлины на концентрат медно-молибденовой руды.

Общие расходы бюджета увеличились до 26,8% ВВП с 26,4% годом ранее за счет роста капитальных расходов. Сокращение текущих расходов на 0,1 п.п. до 21,8% ВВП наблюдалось по статье «товары и услуги» и «прочим расходам», по остальным статьям наблюдался рост. Капитальные расходы увеличились на 0,5 п.п. до 5,0% ВВП, при этом план был не выполнен

на 13,7%. Основной причиной невыполнения плана остаются проблемы управления и реализации капитальных проектов.

# ДЕФИЦИТ ГОСБЮДЖЕТА 2% ВВП

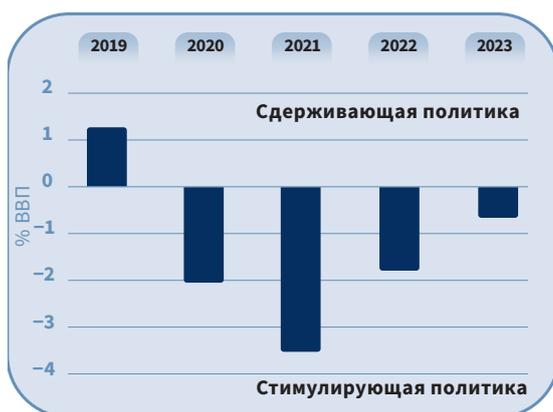
Согласно нашей оценке, бюджетная политика ужесточилась, сохранив при этом стимулирующий характер. Циклически скорректированный дефицит бюджета снизился с 1,9% ВВП в 2022 г. до 0,7% в 2023 г., указывая на существенно менее стимулирующий характер бюджетной политики (Рисунок 10). При этом фискальный импульс составил (-1,2 п.п.) ВВП, в том числе за счет импульсов со стороны доходов (-0,7 п.п. ВВП) и расходов (-0,5 п.п. ВВП) (Рисунок 11).

Рисунок 9. Государственный бюджет



Источник: Минфин РА

**Рисунок 10. Циклически скорректированное сальдо бюджета**



Источник: расчеты авторов

По итогам 2023 года уровень государственного долга вырос до 50,5% ВВП по сравнению с 49,2% годом ранее, что обусловлено значительным ростом заимствований в национальной валюте<sup>4</sup> и ослаблением армянского драма к доллару в конце года (Рисунок 12). При этом наблюдается продолжение снижения доли долговых обязательств в иностранной валюте с 64% до 56% от валового государственного долга, что в целом соответствует стратегии Правительства по управлению государственным долгом в части изменения его структуры в пользу внутренних заимствований.

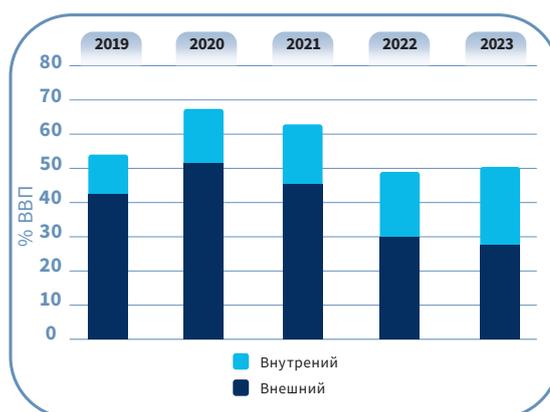
**Рисунок 11. Фискальный импульс**



Источник: расчеты авторов

<sup>4</sup> Размещены государственные казначейские облигации номинальной стоимостью 206,4 млрд драм в обмен на уступку денежных требований (имущественных прав) ряда финансовых организаций в соответствии с решением Правительства РА от 28.12.2023 № 2326.

**Рисунок 12. Государственный долг**



Источник: расчеты авторов

## ВНЕШНИЙ СЕКТОР

В 2023 году сальдо СТО сложилось дефицитным в размере 2,1% ВВП против профицита 0,8% ВВП годом ранее в связи со значимым сокращением денежных переводов (Рисунок 13).

Баланс<sup>5</sup> товаров также ухудшился и сложился на уровне (-10,1%) ВВП против (-9,5%) ВВП годом ранее. При этом стоимостной объем экспорта товаров вырос с 29,3 до 35,2% ВВП, чему способствовал рост внешнего спроса на российском и арабском рынке. Наибольший вклад в прирост экспорта (на 48,8%) внесли драгоценные металлы на фоне роста мировых цен на золото (Рисунок 13) и машины и оборудование. Стоимостной объем импорта товаров вырос с 38,8 до 45,2% ВВП на фоне роста потребительского и инвестиционного спроса. Наибольший вклад в прирост импорта (на 44,5%) внесли драгоценные камни и металлы, средства наземного, воздушного и водного транспорта, машины и обо-

<sup>5</sup> Наблюдалось существенное изменение в структуре торговых потоков на фоне роста экспорта в ОАЭ в 4,2 раза и Россию на 38,8%, а импорта — на 24,6% и 47,2% соответственно. В результате, доли ОАЭ и РФ в товарообороте РА за этот период составили 11,1 и 35,3% соответственно. В число основных торговых партнеров РА также входят страны Евросоюза (12,9%) и Китай (10,3%).

рудование. Профицит баланса услуг увеличился до 9,4% ВВП с 8,8% ВВП годом ранее в условиях роста притока туристов на 39,1%.

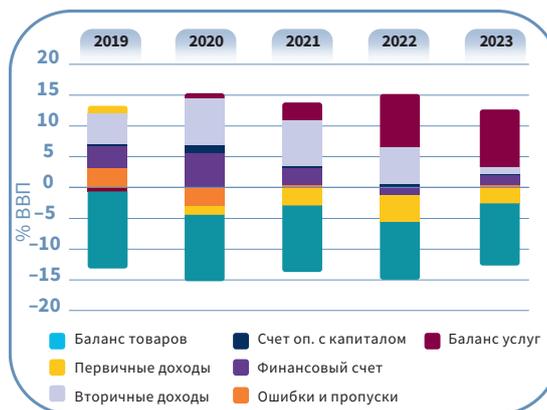
Отрицательный баланс первичных доходов по итогам 2023 года снизился до (-2,7%) ВВП с (-4,3%) ВВП годом ранее. Положительный баланс вторичных доходов снизился до 1,2% ВВП с 5,9% ВВП годом ранее в связи с существенным сокращением денежных переводов и ослаблением российского рубля к доллару.

**По финансовому счету платежного баланса наблюдалось чистое заимствование в размере 1,6% ВВП против чистого кредитования в размере 1,3% ВВП годом ранее.** Основным источником притока средств выступали прямые иностранные инвестиции, которые составили 1,6% ВВП. Суммарный отток по прочим инвестициям составил 2,7% ВВП против притока в размере 5,6% ВВП годом ранее, что обусловлено значительным снижением кредиторской задолженности депозитных организаций и прочих секторов перед нерезидентами в размере 2,3% ВВП, а также погашением депозитов депозитных организаций в размере 0,7% ВВП.

**С учетом вышесказанного по итогам 2023 года валовые международные резервы снизились** на на 0,5 млрд долларов — до 3,6 млрд долларов (или 3,0 мес. импорта)<sup>6</sup>.

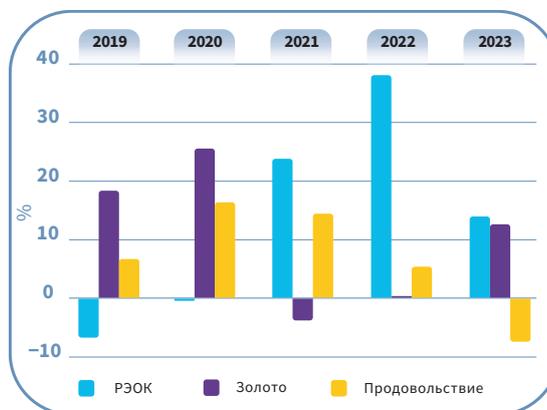
**Согласно оценке ПБ ЕФСР, в 2023 году армянский драм оставался переоцененным.** Реальный эффективный обменный курс укрепился на 13,9% (после укрепления на 38,1% в 2022 году) (Рисунок 14). Это влияет на дальнейшее снижение конкурентоспособности армянского экспорта.

**Рисунок 13. Платежный баланс**



Источник: ЦБ РА

**Рисунок 14. Динамика внешних ценовых переменных (г/г)**



Источник: ЦБ РА, Всемирный банк  
Примечание: (+) укрепление РЭОК

<sup>6</sup> Оценка авторов.

# СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

## РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР

Согласно базовому сценарию, в течение прогнозного периода темпы экономического роста постепенно замедлятся к потенциальному уровню. В 2024 году рост экономики несколько замедлится, но сохранится на высоком уровне в 6,3%. Потребительский и инвестиционный спрос останутся основными драйверами роста. Потребительский спрос будет поддержан дальнейшим ростом потребительского кредитования и заработной платы. При этом темп роста реальной заработной платы несколько замедлится. Рост инвестиционного спроса будет обусловлен дальнейшим ростом государственных инвестиций<sup>7</sup> и жилищного строительства. Рост экспорта товаров и услуг замедлится на фоне сохранения переоцененности армянского драма. В среднесрочном периоде темпы экономического роста будут около своего потенциального уровня (порядка 5,5%)<sup>8</sup>.

**ВВП УВЕЛИЧИТСЯ НА  
6,3%**

<sup>7</sup> Согласно планам Правительства, ожидается постепенное увеличение государственных инвестиций до 6,6% ВВП в среднесрочном периоде.

<sup>8</sup> Соответствует оценке ЦБ РА, опубликованной в «Отчете об инфляции» 12/03/2024.

## ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

Денежно-кредитная политика будет направлена на возвращение инфляции в рамки целевого коридора (4±1,5%). Согласно нашим оценкам, 12-месячная инфляция в декабре 2024 года составит 3,2% (г/г) на фоне постепенной нормализации монетарных условий (понижения ставки рефинансирования и ослабления армянского драма). В среднесрочной перспективе инфляция сохранится вблизи своих целевых значений.

**ИНФЛЯЦИЯ  
К КОНЦУ 2024  
ГОДА СОСТАВИТ  
3,2%**

## БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР

Ожидается увеличение расходов бюджета до 30% ВВП на всем прогнозируемом периоде после 26,8% ВВП в 2023 году в результате повышения текущих и капитальных расходов. Текущие расходы значительно увеличатся, преимущественно в результате статистических изменений, связанных с переводом средств кредита Нагорному Карабаху из источников финансирования (под чер-

той) в расходы (над чертой). Социальные расходы, связанные с выплатами пенсий, социальных пособий гражданам Нагорного Карабаха также будут отражены в текущих расходах бюджета РА. Однако начиная с 2025 года доля текущих расходов в ВВП постепенно будет снижаться в соответствии с требованием бюджетного правила на фоне увеличения капитальных расходов с 2024 года.

**Доходы правительства будут постепенно увеличиваться на всем прогнозном периоде.** Прирост налоговых поступлений в 2024 году составит примерно 0,75 п.п. ВВП, в том числе за счет улучшения налогового администрирования и изменений в налоговой политике. В 2025–2026 годах прирост налоговых поступлений составит около 0,5 п.п. ВВП ежегодно.

**С учетом вышесказанного в 2024–2026 годах дефицит бюджета в среднем составит 4,1% ВВП, практически вдвое превысив показатель 2023 года, что обуславливает формирование потенциального разрыва в финансировании.**

## ВНЕШНИЙ СЕКТОР

**Дефицит счета текущих операций расширится в 2024–2026 годах до 3% ВВП (в среднем) по причине прогнозируемого ухудшения торгового баланса и замедления притока денежных переводов.** На фоне опережающего роста объемов импорта по сравнению с экспортом на фоне роста потребительского и инвестиционного спроса в прогнозном периоде уровень международных резервов составит 2,9–3,1 месяца импорта на всем прогнозном периоде.

## РИСКИ И НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ СРЕДНЕСРОЧНОГО ПРОГНОЗА

Основными рисками, которые могут оказать негативное влияние на дальнейший рост ВВП, являются усиление геополитической напряженности, возможный отток капитала и сокращение потребления со стороны российских граждан (по нашим оценкам, положительное влияние притока российского капитала и потребления российских граждан на экономический рост Армении составило около 4,0 п.п.), а также невыполнение запланированных Правительством капитальных расходов и их низкая эффективность.

Также высокий риск представляет перегрев на рынке недвижимости, в основном связанный с мерами Правительства, направленными на стимулирование жилищного строительства Республики Армения и ипотечного кредитования путем возврата подоходного налога. По нашим оценкам, текущие цены могут превышать фундаментальный уровень на 30–35%, что также подтверждается оценкам ЦБ РА<sup>9</sup>.

Среди ключевых проинфляционных рисков можно выделить более ускоренную девальвацию национальной валюты на фоне ее текущей переоцененности.

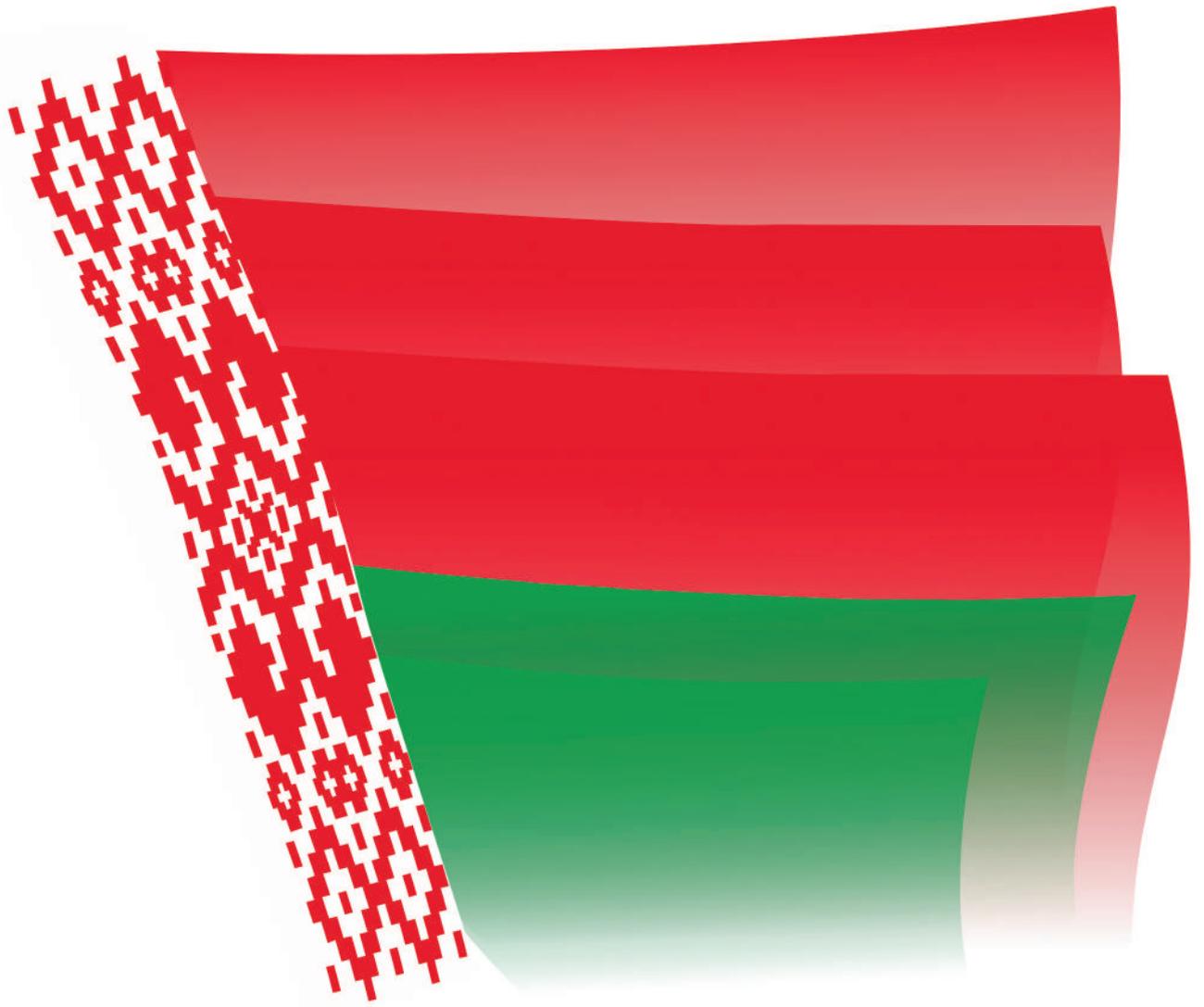
<sup>9</sup> Центральный банк Республики Армения. Финансовая стабильность. Основные показатели (IV кв. 2023). Доступно на: [https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/finstability/CCyB\\_presentation\\_2023Q4.pdf](https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/finstability/CCyB_presentation_2023Q4.pdf)

## ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

	2022 Факт	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз
<b>Национальные счета и цены (в %)</b>					
Номинальный ВВП					
в млрд драм	8 501	9503	10675	11875	13060
в млрд долларов	19,5	24,2	26,4	28,5	30,4
Прирост реального ВВП	12,6	8,7	6,3	5,5	5,5
ИПЦ (дек, г/г)	8,3	-0,6	3,2	4,0	4,0
<b>Деньги и кредит (на конец периода)</b>					
Широкие деньги, % изменения	16,1	17,4	15,5	12,8	11,2
Ключевая процентная ставка	10,75	9,25	7,5	7,5	7,5
<b>Государственные финансы (в % ВВП)</b>					
Доходы и гранты	24,3	24,8	25,2	25,6	26,2
налоговые поступления	22,7	23,4	24,2	24,7	25,2
Расходы бюджета	26,4	26,8	30,0	29,7	29,7
Текущие расходы	21,9	21,8	23,5	23,2	23,1
Капитальные расходы	4,5	5,0	6,5	6,5	6,6
Баланс бюджета ("-" дефицит / "+" профицит)	-2,1	-2,0	-4,8	-4,1	-3,5
<b>Внешний сектор (в % ВВП)</b>					
Счет текущих операций	0,8	-2,1	-2,5	-3,1	-3,5
Прямые иностранные инвестиции (- приток; + отток)	-5,1	-1,8	-2,4	-2,9	-3,3
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	4,8	3,0	2,9	3,0	3,1

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов

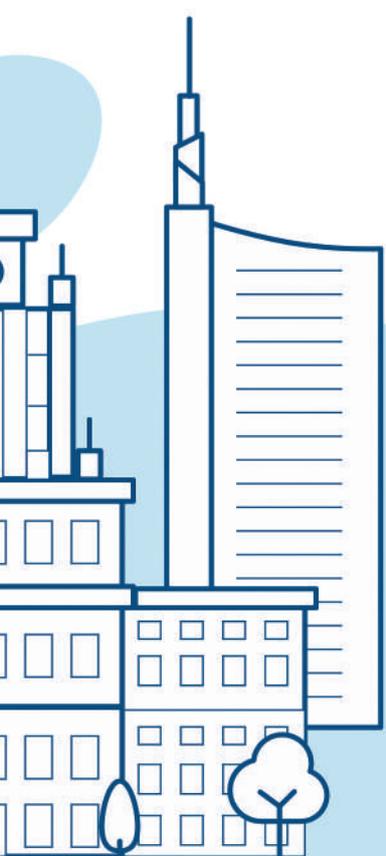




**В** 2023 году белорусская экономика восстанавливалась после негативного шока предыдущего года. Ключевым фактором роста выступала активизация внутреннего спроса, поддержанная заметным ростом реальной заработной платы и ускорением потребительского кредитования. Инфляция при общем замедлении по итогам 2023 года демонстрировала ускорение во второй его половине под влиянием высоких темпов роста цен в России и усиления внутреннего спроса. При этом сдерживающее влияние на внутренние цены продолжала оказывать система ценового регулирования.

Рост внутреннего спроса и объема внешней торговли, а также повышение ставок по некоторым налогам способствовали значительному улучшению фискальных параметров и переходу сальдо бюджета в положительную зону. Уровень государственного долга, по нашим оценкам, за 2023 год сократился почти на 1,4% ВВП.

Восстановление внутреннего спроса, вызвавшее быстрый рост импорта, а также более быстрое снижение цен экспорта по сравнению с ценами импорта на фоне ослабления российского рубля к доллару, обусловили значительно сокращение профицита внешнеторгового баланса и переход сальдо СТО в отрицательную область.



## РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

**В 2023 году белорусская экономика восстановилась после негативного шока 2022 года.** Рост реального ВВП за год составил 3,9% к соответствующему периоду предыдущего года (против спада на 4,7% годом ранее). По нашим оценкам, к середине 2023 года наблюдалось закрытие отрицательного разрыва выпуска, и во второй половине года началось существенное замедление экономической активности. Так, при среднеквартальных темпах прироста сезонно сглаженного реального ВВП<sup>1</sup> около 1,5% в течение года, в IV квартале данный показатель приблизился к нулевым значениям.

**ПРИРОСТ ВВП СОСТАВИЛ  
3,9%**

**Основной вклад в прирост реального ВВП вносило увеличение внутреннего спроса (Рисунок 1).** Розничный товарооборот за 2023 год увеличился на 8,5% против снижения на 3,7% годом ранее, и сопровождался быстрым восстановлением спроса на непродовольственные товары (рост на 12% после снижения на 7% годом ранее). Потребительская активность была поддержана ростом реальных располагаемых доходов населения на 6,3% (против снижения на 3,6% годом ранее) и потребительского кредитования на 39,6% (против снижения на 5,2% годом ранее).

**Несмотря на оживление инвестиционной активности, темпы роста инвестиций в основной капитал в 2023 году не компенсировали сокращение**

**инвестиций годом ранее.** Рост инвестиций в 2023 году на 14,8% (против снижения на 19,1% годом ранее) происходил в первую очередь за счет заметного увеличения затрат на закупку машин, оборудования и транспортных средств (32,0%), при этом инвестиции в строительные-монтажные работы выросли на 8,1%. Финансирование инвестиций наиболее быстрыми темпами росло за счет льготных кредитов банков (на 46,7%), средств республиканского и местных бюджетов (9,3% и 41,8% соответственно), а также собственных средств предприятий (16,5%).

**В отраслевом разрезе наибольший вклад в рост ВВП внесла промышленность, тогда как добавленная стоимость в транспорте и ИТ-секторе продолжала снижаться.** Объем промышленного производства вырос на 7,7% (вклад 2,2 п. п. в прирост реального ВВП) и сопровождался некоторым снижением складских запасов (до 65,8% от среднемесячного объема производства с 69,4% годом ранее) готовой продукции. Возобновление экспортных поставок и восстановление внутреннего потребления способствовали росту оптовой и розничной торговли на 12,7% (+1,2 п.п. ВВП). Восстановление происходило и в строительном секторе, в котором прирост добавленной стоимости составил 11,1% (+0,5 п.п. ВВП). Негативные тренды сохранялись в ИТ-секторе (спад на 14,2%), а также в транспорте (-1,8%) на фоне переориентации торговых потоков и более активного использования зарубежных перевозчиков.

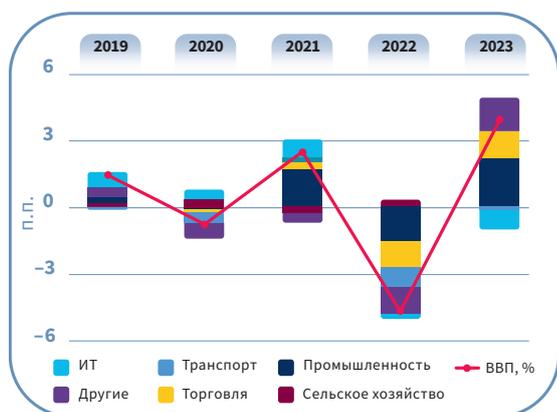
<sup>1</sup> Отношение величины реального ВВП за квартал с исключением сезонных эффектов к предыдущему кварталу.

**Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования**



Источник: Белстат

**Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству**



Источник: Белстат

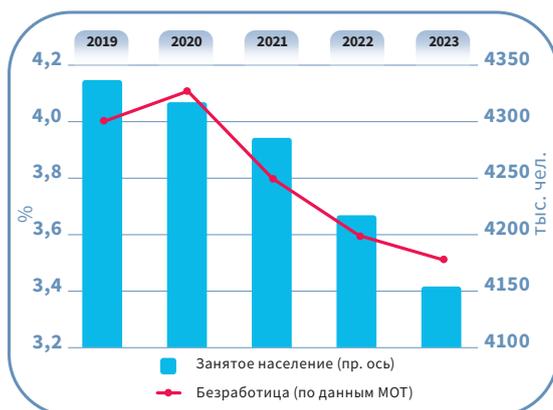
**Несмотря на рост экономики, финансовые результаты организаций продемонстрировали ухудшение.** Снижение прибыли от реализации (-7,8%) происходило под влиянием более быстрого роста себестоимости продукции (14,7%), в том числе за счет увеличения номинальной заработной платы (11,0%), по сравнению с выручкой от реализации (12,0%). Одним из факторов, ограничивающим рост выручки организаций, могла выступать система ценового регулирования. Несмотря на сокращение доли убыточных организаций за 2023 год до 10,7 с 11,3% годом ранее, сумма чистого убытка на одну организацию возросла на 76% до 7,7 млн рублей.

**Ситуация на рынке труда характеризовалась сохранением низкого уровня безработицы при снижении численности занятых.** Уровень безработицы в соответствии с критериями МОТ в IV квартале 2023 года составил 3,5% (против 3,6% годом ранее). При этом по итогам 2023 года среднегодовая численность занятых сократилась на 1,5% против снижения на 1,6% годом ранее (Рисунок 3). Одной из причин снижения занятости при относительно низком уровне безработицы выступает влияние демографических факторов, связанных с сокращением численности населения в трудоспособном возрасте в условиях старения населения и малочисленного пополнения категории трудоспособных молодыми специалистами по причине низкой рождаемости.

**БЕЗРАБОТИЦА  
НА КОНЕЦ 2023 ГОДА  
3,5%**

**Снижение предложения рабочей силы и импульс роста оплаты труда, в том числе связанный быстрым ростом зарплат в бюджетном секторе, обусловили увеличение средней заработной платы по экономике.** Реальная заработная плата за 2023 год выросла на 11% (против снижения на 1,8% годом ранее), а фонд заработной платы в реальном выражении увеличился на 8,5% (Рисунок 4), что значительно превышает темпы роста производительности труда (5,5%). Наиболее высокие темпы роста зарплат наблюдались в строительстве (18,9%) и государственном управлении (16,9%).

**Рисунок 3. Динамика уровня занятости и безработицы**



Источник: Белстат

**Рисунок 4. Доходы населения**



Источник: Белстат

## ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Инфляция в 2023 году замедлилась под влиянием ослабления внешнего инфляционного давления, укрепления белорусского рубля к российскому, снижения инфляционных ожиданий в условиях действия системы ценового регулирования<sup>2</sup>. По итогам 2023 года прирост потребительских цен составил 5,8% в годовом выражении по сравнению с 12,8% в конце 2022 года и целевым

<sup>2</sup> Постановление Совета Министров Республики Беларусь от 19.10.2022 № 713 «О системе регулирования цен».

интервалом НБРБ в 7–8% (Рисунок 5). Базовая инфляция за этот период замедлилась с 14,0 до 3,8%. В разрезе сегментов потребительского рынка основной вклад в инфляцию в 2023 года вносили рост цен на продовольственные товары (6,9%, и вклад 3,0 п.п.) и услуги (8,1%, и вклад 1,9 п.п.). Несмотря на заметное увеличение спроса на непродовольственные товары, вклад роста цен на них в общую инфляцию сложился умеренным и составил 0,9 п.п., что в том числе было обусловлено действием системы ценового регулирования. Замедление годовой инфляции способствовало некоторому снижению инфляционных ожиданий<sup>3</sup> до 11,5% в декабре 2023 года с 12,6% годом ранее.

**По мере ослабления дезинфляционного влияния со стороны внутреннего спроса и обменного курса, со второй половины 2023 года наблюдалось заметное ускорение инфляционных процессов.** Так, аннуализированный показатель инфляции<sup>4</sup> в IV квартале 2023 года, по нашим оценкам, составил около 9%. При этом во II и III кварталах данный показатель составлял около 3 и 6% соответственно. На ускорение инфляции в Беларуси в конце года оказало влияние увеличение темпов роста цен в РФ, а также динамика внутреннего спроса в условиях закрытия отрицательного разрыва выпуска и перехода его в положительную область<sup>5</sup>.

**Денежно-кредитная политика НБРБ сохранила стимулирующий характер в 2023 году при постепенном ее уже-**

<sup>3</sup> Ожидаемое изменение цен в предстоящие 12 месяцев по данным опроса населения по заказу НБРБ.

<sup>4</sup> Аннуализированный показатель инфляции представляет собой сезонно сглаженный темп роста цен за квартал, переведенный в годовое значение путем возведения в степень 4. Данный показатель позволяет оценить какой могла бы быть годовая инфляция при сохранении квартальных темпов роста цен в экономике в течение года.

<sup>5</sup> По оценкам НБРБ.

**сточении к концу года в условиях закрытия отрицательного разрыва выпуска и усиления инфляционного давления.** Важным фактором формирования мягких монетарных условий в рамках режима монетарного таргетирования выступило сохранение структурного избытка текущей ликвидности в банковской системе при отсутствии операций НБРБ по его изъятию. В результате прирост рублевой денежной базы за 2023 год составил 3,7 млрд рублей, или 24,1%. В таких условиях ставка межбанковского рынка сохранялась в диапазоне от 1 до 3% годовых (Рисунок 6). Решения НБРБ по снижению ставки рефинансирования (с 12% на начало года до 9,5% годовых на конец июня 2023 года) и пруденциального норматива РВСР<sup>6</sup> формировали дополнительный стимул по снижению ставок по новым рублевым кредитам в первой половине года с 10,3% на конец 2022 года до 8,5% годовых в июне 2023 года. Тем не менее, начиная со второй половины 2023 года, по мере ускорения инфляции и снижения избытка ликвидности, процентные ставки начали расти. Ставка по новым срочным рублевым депозитам увеличилась с 2,9% годовых в июне до 5,3% годовых в декабре 2023 года, а ставка по новым рублевым кредитам — до 9,3% годовых. В дополнение к этому, в декабре НБРБ принял решение о возобновлении с 2024 года операций изъятия ликвидности и увеличении норматива обязательных резервов по средствам, привлеченным в иностранной валюте.

**Мягкие монетарные условия проявились в ускорении роста денежных агрегатов в 2023 году.** Прирост широкой денежной массы составил 23,6% (против 12,7% годом ранее) (Рисунок 6). При этом

<sup>6</sup> Расчетная величина стандартного риска (РВСР). Если банки установят свои ставки выше указанного НБ порога, то регулятор будет трактовать такую ситуацию как переход банка к рисковому бизнес-модели и установит повышенные требования в области достаточности капитала и резервов.

наиболее быстрыми темпами росла рублевая денежная масса, которая увеличилась на 34,7% (25,0% годом ранее). Валютная составляющая сократилась на 3,6%, в результате чего уровень долларизации ШДМ сократился до 44,5% с 49,1% на начало года.

**Рисунок 5. Декомпозиция инфляции (на конец периода, г/г)**



Источник: Белстат

**Рисунок 6. Динамика монетарных индикаторов (на конец периода, г/г)**



Источник: Белстат, НБРБ

**Кредитная активность в 2023 году заметно ускорилась главным образом за счет расширения кредитования в национальной валюте.** Прирост требований банков и Банка развития по итогам 2023 года составил 16,0% в годовом выражении против прироста 4,4% на конец 2022 года. Требования банков (без учета Банка развития) к экономике по итогам 2023 года увеличились на 19,1% (против 2,4% за 2022 год) (Рисунок 7). При

этом кредитный портфель банков в белорусских рублях увеличился на 32,2%, а в иностранной валюте — сократился на 21,1%. Долларизация требований банков и Банка развития к экономике продолжила снижаться и составила 29,2% против 37,3% на начало года. Главными драйверами роста рублевого кредитного портфеля банков выступило кредитование предприятий как государственной (+31,7%), так и частной формы собственности (+49,6%), а также расширение потребительского кредитования (+39,6%). Кредиты физическим лицам на финансирование недвижимости<sup>7</sup> росли более умеренными темпами (+13,2%). Несмотря на заметный рост портфеля в розничном сегменте (Рисунок 8), долговая нагрузка по погашению и обслуживанию долга на домашние хозяйства даже несколько снизилась, составив 9,2%<sup>8</sup> от доходов против 9,4% на начало 2023 года и 9,9% на начало 2022 года.

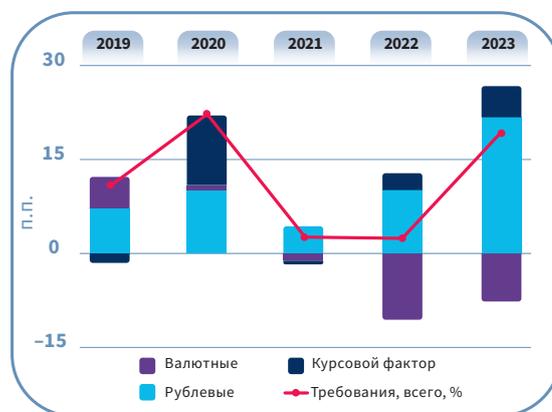
**В 2023 году наблюдалось заметное улучшение финансовых показателей банков.** Прибыль банков за 2023 год увеличилась на 40,1% по сравнению с прошлым годом, чему способствовал рост чистой процентной маржи до 4,41% с 4,09% годом ранее и доходов от высвобождения сформированных резервов на покрытие возможных убытков. Рост прибыли банков обусловил улучшение показателей рентабельности активов и нормативного капитала (с 2,0% и 13,2% на начало года до 2,5% и 15,8%, соответственно). Показатель достаточности нормативного капитала по итогам 2023 года составил 19,9% (против 21% на начало года) при пороговом значении не менее 10%. Доля не-

<sup>7</sup> На строительство (реконструкцию) и приобретение жилья, включая кредиты, полученные с предоставлением субсидий на уплату части процентов и основного долга в рамках Указа Президента № 240 «О государственной поддержке граждан при строительстве (реконструкции) жилых помещений».

<sup>8</sup> По данным НБРБ на 01.10.2023.

обслуживаемых активов (NPL) на конец 2023 года составила 5% против 4,9% на начало года (Рисунок 9). В то же время следует отметить рост NPL в сегменте юридических лиц до 8,3% против 7,2% на начало года. В части рисков ликвидности ситуация в банковском секторе хоть и несколько ухудшилась, но в целом также остается приемлемой. Показатели LCR и NSFR<sup>9</sup> снизились за 2023 год с 180,6 до 157,8% и с 137,6 до 132,6% соответственно.

**Рисунок 7. Декомпозиция годового прироста требований банков к экономике**



Источник: НБРБ

**Рисунок 8. Кредиты физическим лицам (на конец периода)**



Источник: НБРБ

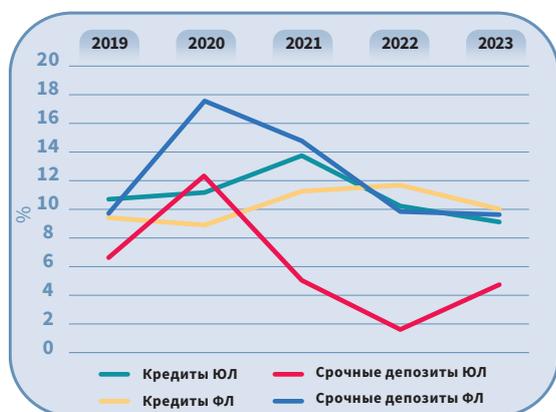
<sup>9</sup> LCR — показатель покрытия ликвидности; NSFR — норматив чистого стабильного фондирования. Размер норматива по данным показателям, установленный НБРБ, составляет не менее 100%.

**Рисунок 9. Показатели банковского сектора**



Источник: НБРБ

**Рисунок 10. Процентные ставки**



Источник: НБРБ

## БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

**Быстрый восстановительный рост экономики, а также повышение ставок по некоторым налогам обусловили значительный рост доходов, что при умеренном увеличении расходов способствовало улучшению фискальной позиции.** По предварительным данным, консолидированный бюджет за 2023 год исполнен с профицитом 1,1% ВВП против дефицита в 1,9% ВВП годом ранее (Рисунок 11). Первичное сальдо также перешло в положительную область (2,8% ВВП и (-0,9%) ВВП). Доходы консолидированного бюджета увеличились до 30,1% ВВП, из которых налоговые доходы — до

24,8% ВВП (+2,3 п.п.), а неналоговые — до 5,3% ВВП (+2,0 п.п.), в основном, за счет увеличения трансфертов РФ на компенсацию обратного акциза. Наибольший вклад в прирост налогов был обеспечен за счет активизации внешней торговли (рост поступлений по НДС и доходов от внешнеэкономической деятельности), а также увеличения доходов населения и повышения ставок налога на прибыль и подоходного налога для отдельных категорий. Расходы при этом выросли не так значительно — до 28,9% ВВП (+1,2 п.п.) главным образом за счет роста расходов на выплату процентов по долгу (+0,6 п.п.) и заработные платы бюджетных работников (+0,5 п.п.), тогда как капитальные расходы сократились на 0,3 п.п. на фоне уменьшения расходов на пополнение уставных фондов госпредприятий.

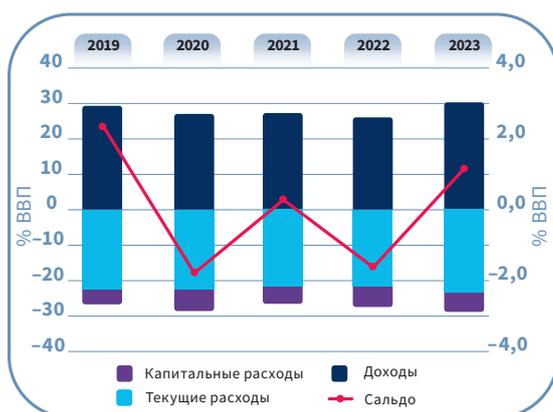
**ПРОФИЦИТ  
КОНСОЛИДИРОВАННОГО  
ГОСБЮДЖЕТА  
1,1% ВВП**

**Уровень государственного долга Республики Беларусь, согласно нашим оценкам, в 2023 году сократился в результате профицитного первичного сальдо бюджета и ограниченных возможностей по рефинансированию.** На конец 2023 года уровень прямого долга Правительства<sup>10</sup> составил 31,7% ВВП (Рисунок 12), сократившись с конца 2022 года на 1,4 п.п. за счет заметного снижения внешнего долга на 1,5 п.п. — в том числе за счет погашения еврооблигаций в эквиваленте 800 млн долларов<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Без учета гарантированного долга и долга местных бюджетов.

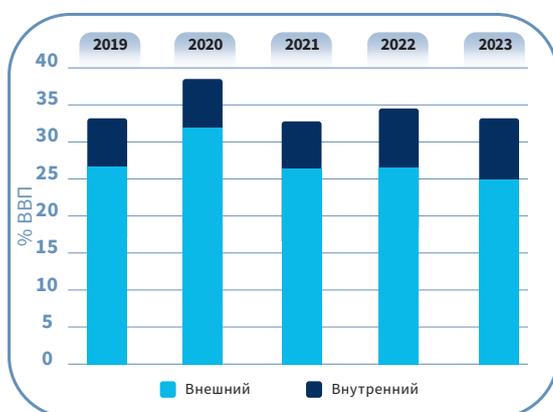
<sup>11</sup> Платеж произведен Минфином РБ в белорусских рублях через их размещение на специальном счете в «АСБ Беларусбанк» с выставлением ряда требований к потенциальным получателям дохода. В результате, значительное количество держателей облигаций не в состоянии получить причитающиеся доходы.

**Рисунок 11. Государственный бюджет**



Источник: Минфин РБ

**Рисунок 12. Государственный долг**



Источник: Минфин РБ

Примечание: с 2022 года оценка авторов

## ВНЕШНИЙ СЕКТОР

**На внешнеэкономическую позицию страны в 2023 году основное влияние оказали заметное снижение внешнеторгового профицита, а также замедление оттока капитала из страны.** В 2023 году сальдо СТО сложилось дефицитным в размере 1,0 млрд долларов (-1,4% ВВП) против профицита в 2,5 млрд долларов (3,4% ВВП) годом ранее. Переход сальдо СТО в отрицательную область обусловлен существенным снижением внешнеторгового профицита до 0,5 млрд долларов (0,7% ВВП) с 4,6 млрд долларов (6,2% ВВП) годом ранее, что не позволило покрыть дефицит первичных доходов, как это

было в 2022 году. Стоимостные объемы экспорта за 2023 год увеличились на 2,1% по сравнению с прошлым годом, а импорта — на 12,1% (Рисунок 14). По нашим оценкам, снижению профицита внешней торговли содействовали опережающие темпы роста физических объемов импорта по сравнению с экспортом на фоне растущего внутреннего спроса. Дополнительным фактором, оказавшим негативное влияние на внешнеторговое сальдо, выступило более быстрое снижение экспортных цен по сравнению с импортными на фоне ослабления обменного курса российского рубля к доллару. Доля экспорта в страны СНГ<sup>12</sup> в 2023 году сохранялась на уровне порядка 68% от общего объема экспорта.

**ДЕФИЦИТ СТО  
\$1 млрд**

**По финансовому счету платежного баланса зафиксировано чистое кредитование в размере 0,2 млрд долларов, или 0,3% ВВП** (против 3,4 млрд долларов или 4,6% ВВП годом ранее). Традиционным источником притока средств выступали прямые иностранные инвестиции, которые за 2023 год составили 2,0 млрд долларов, или 2,8% ВВП (1,4 млрд долларов или 1,9% ВВП годом ранее). Суммарный отток по портфельным и прочим инвестициям в 2023 году снизился до 2,2 млрд долларов (3,1% ВВП) с 4,9 млрд долларов (6,6% ВВП) годом ранее. Такая динамика во многом обусловлена отсутствием роста торговых кредитов и авансов белорусских предприятий, предоставленных нерезидентам (после их увеличения на 0,9 млрд долларов или 1,3% ВВП годом ранее), а также увеличением кредиторской задолженности резидентов перед нерези-

<sup>12</sup> Преимущественно формируется за счет торговли с РФ.

дентами на сумму 0,6 млрд долларов (0,8% ВВП) после снижения на 0,6 млрд долларов (0,8% ВВП) годом ранее. При этом в банковском секторе сохраняются существенные объемы оттока капитала, вызванные сжатием спроса на кредитные ресурсы в иностранной валюте внутри страны. За 2023 год чистые иностранные активы банков увеличились на 2,4 млрд долларов или 3,4% ВВП (против 2,0 млрд долларов или 2,8% ВВП годом ранее)<sup>13</sup>.

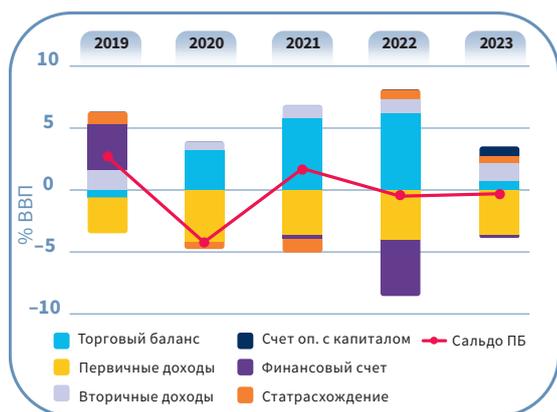
**Рисунок 13. Динамика ценовых условий внешней торговли (г/г)**



Источник: ФАО, Белстат, НБРБ

Примечание: «+» — укрепление национальной валюты, «-» — ослабление

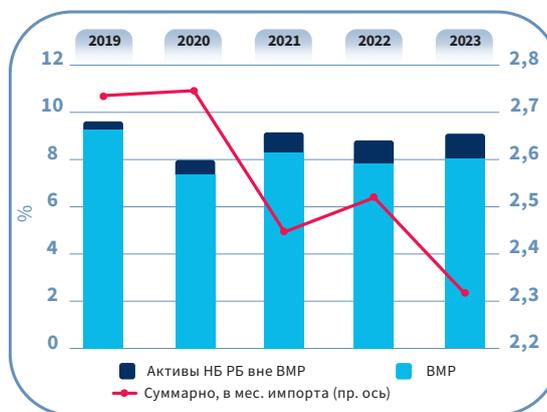
**Рисунок 14. Платежный баланс**



Источник: НБРБ, Белстат

**Валовые международные резервы увеличились за 2023 год на 0,2 млрд долларов и на 1 января 2024 года составили 8,1 млрд долларов (2,0 мес. импорта).** Несмотря на давление со стороны платежей по погашению и обслуживанию долга, поддержанию ВМР способствовала покупка НБРБ валюты на внутреннем рынке, которая, по нашим оценкам, составила около 0,2 млрд долларов, а также переоценка активов, связанная, в том числе, с ростом мировой цены на золото. Стоимость монетарного золота в ВМР увеличилась на 0,4 млрд долларов. Исполнение белорусской стороной обязательств по погашению еврооблигаций и выплате купонного дохода в белорусских рублях в феврале 2023 года нивелировало ожидаемое давление на ВМР в сумме около 0,85 млрд долларов. Тем не менее, такое давление может реализоваться позднее по мере получения доступа инвесторов к своим средствам.

**Рисунок 15. Динамика ценовых условий внешней торговли (г/г)**



Источник: НБРБ, расчеты авторов

<sup>13</sup> По данным денежного обзора на 1 января 2024 года ЧИА составили 1,3 млрд долларов, на 1 января 2023 года — минус 1,1 млрд долларов, а на 1 января 2022 года — минус 3,1 млрд долларов.

# СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

## РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР

**В соответствии с базовым сценарием, в среднесрочной перспективе рост белорусской экономики замедлится до потенциального уровня в условиях сохраняющегося санкционного давления в отношении Беларуси и России.** При этом предполагается продолжение процесса адаптации экономики к изменившимся условиям, включая выстраивание новых логистических каналов и производственных связей, а также реализацию отдельных инвестиционных проектов, предусматривающих выпуск для поставки в РФ продукции, замещающей импорт из третьих стран. По итогам 2024 года прирост реального ВВП прогнозируется в размере 2,2% в условиях относительно быстрого роста реальных доходов и продолжения реализации инвестиционных проектов. С 2025 года ожидается приближение темпов экономического роста к потенциальным, которые на фоне структурных ограничений существующей модели экономики оцениваются нами и экспертным сообществом около 1%.

**ПРИРОСТ ВВП  
В 2024 ГОДУ  
2,2%**

## ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

**Предполагается, что проведение денежно-кредитной будет основываться на приоритете макроэкономической стабилизации.** По мере роста заработной платы и внутреннего спроса ожидается некоторое ускорение темпов роста цен. Тем не менее, к концу 2024 года инфляция прогнозируется 6,1%, то есть вблизи цели НБРБ не более 6%. В последующие годы ожидается, что власти будут нацелены на поддержание инфляции вблизи 5%. С учетом усиления проинфляционных факторов в 2024 году, базовый сценарий прогноза предполагает действия НБ, направленные на постепенный переход от мягких к нейтральным монетарным условиям. Прирост ШДМ замедлится до 14,3% в 2024 году и до 9–11% в последующие годы.

## БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР

**Бюджетная политика в 2024 году будет оказывать поддержку экономике за счет увеличения заработной платы в бюджетном секторе при предполагаемой постепенной консолидации в 2025 и 2026 годах.** Сальдо консолидированного бюджета в 2024 году прогнозируется дефицитным в размере 0,8% ВВП, что соответствует первичному профициту бюджета сектора госу-

дарственного управления в 1,3% ВВП. Ожидаемое замедление роста расходов бюджета на оплату труда позволит обеспечить сбалансированность бюджета в 2025 году и выйти на профицит бюджета в 2026 году в размере 0,4% ВВП (первичный профицит составит 1,8% ВВП).

## ВНЕШНИЙ СЕКТОР

**Сохранению внешнеэкономической сбалансированности на прогнозном горизонте будут содействовать ожидаемое замедление оттока средств по финансовому счету при постепенном снижении дефицита СТО.** Сальдо СТО прогнозируется дефицитным в размере 0,8% ВВП в 2024 году с последующим снижением дефицита до 0,4% ВВП в 2025 году, и выходу на профицит в 0,3% ВВП в 2026 году. Возврату к профициту СТО будет содействовать замедление роста внутреннего спроса и некоторое улучшение условий торговли на фоне ожидаемой стабилизации обменного курса российского рубля. Замедлению оттока средств по финансовому счету будет способствовать уже реализованное погашение банками и предприятиями накопленной ранее задолженности в долларах и евро, а также расширение финансирования иных валютах. В таких условиях валовые резервы хоть и будут снижаться под давлением платежей по погашению и обслуживанию государственного долга, но их уровень в соответствии с прогнозом не опустится ниже 6,5 млрд долларов (около 1,6 мес. импорта). При этом в основных направлениях денежно-кредитной политики на 2024 год пороговое мини-

мальное значение для ВМР определено на уровне 6,0 млрд долларов.

## РИСКИ И НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ СРЕДНЕСРОЧНОГО ПРОГНОЗА

**Несмотря на достаточно устойчивую динамику ключевых макроэкономических показателей в базовом сценарии, экономика Беларуси остается крайне уязвимой как к внутренним, так и внешним шокам.** Наиболее существенными рисками для среднесрочного прогноза связаны с реализацией потенциальных внешних шоков, в том числе обусловленных усилением санкционного давления и ухудшением экономической ситуации в России. Список подсанкционных компаний и организаций в Беларуси может быть расширен, а воздействие вводимых ограничений — иметь более негативные последствия. В частности, могут усиливаться трудности как в поставках экспортных товаров и импортных составляющих производства, так и при проведении платежей ввиду избыточного комплаенс-контроля зарубежных банков, а также ограничение доступа к источникам рефинансирования внешнего долга банковского сектора и прочих секторов. При этом собственные возможности Беларуси противостоять воздействию дополнительных шоков и сглаживать их влияние на макроэкономическую и финансовую стабильность существенно ограничены, в том числе на фоне ожидаемого приближения уровня ВМР к нижнему пороговому значению.

## ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

	2022 Факт	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз
<b>Национальные счета и цены (в %)</b>					
Номинальный ВВП					
в млрд рублей	193,7	216,1	247,0	265,0	284,8
в млрд долларов	75,1	71,8	75,3	77,5,	77,7
Прирост реального ВВП	-4,7	3,9	2,2	0,9	1,1
ИПЦ (дек, г/г)	12,8	5,8	6,1	5,0	5,0
Прирост реальной заработной платы	-1,2	11,0	6,0	2,0	1,6
<b>Деньги и кредит (на конец периода)</b>					
Широкие деньги, % изменения	12,7	23,6	14,3	10,6	9,7
Кредит экономике, % изменения	2,4	19,1	10,4	9,2	7,4
Ключевая процентная ставка	12	9,5	9,5	8,0	8,0
<b>Государственные финансы (в % ВВП)</b>					
Доходы бюджета	25,5	30,1	28,3	28,4	28,4
налоговые поступления	22,2	24,8	24,3	24,4	24,5
Расходы бюджета	27,1	28,9	29,0	28,4	28,0
Баланс бюджета ("-" дефицит / "+" профицит)	-1,6	1,1	-0,8	0,0	0,4
Первичное сальдо <sup>14</sup>	-0,2	3,4	1,3	1,6	1,8
<b>Внешний сектор (в % ВВП)</b>					
Счет текущих операций	3,4	-1,4	-0,8	-0,4	0,3
Прямые иностранные инвестиции (- приток; + отток)	-1,9	-2,8	-2,1	-2,1	-2,2
Валовые резервы, в мес. импорта товаров и услуг	2,3	2,0	1,9	1,7	1,6

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов

<sup>14</sup> Консолидированного бюджета.





**В** 2023 году экономика Кыргызской Республики продолжала расти высокими темпами: реальный ВВП увеличился на 6,2% главным образом за счет высокой потребительской активности и экспорта золота. Максимальный рост наблюдался в секторе услуг, в том числе благодаря оптовой и розничной торговле, которая приросла на 15,1% в результате быстрого расширения внутреннего потребления и спроса со стороны России. Увеличение активности в сфере услуг способствовало росту занятости.

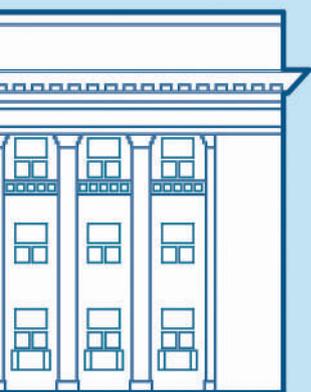
Замедление роста продовольственных цен сыграло ключевую роль в снижении инфляции до 7,3% на конец 2023 года с 14,7% в конце 2022 года. Денежно-кредитная политика была направлена на ограничение монетарных факторов инфляции путем сохранения учетной ставки на уровне 13% и проведения операций по изъятию избыточной ликвидности в банковской системе.

Государственный бюджет в 2023 году был исполнен с профицитом в размере 1% ВВП на фоне роста поступлений от НДС, акцизов и пошлин на импорт.

Несмотря на восстановление экспорта золота, дефицит СТО в 2023 году продолжил расширяться из-за роста объемов импорта и недоучета «теневого» экспорта.

В среднесрочной перспективе кыргызская экономика будет замедляться на фоне ожидаемого снижения производства золота, материальных запасов и государственных инвестиций, и постепенного замедления потребительской активности. Экономический рост составит 4,8% в 2024 году и постепенно замедлится до 4,0% в 2026 году.

Замедление потребительской активности и мировых цен на продовольствие приведет к снижению годовой инфляции до 6,7% в 2024 году и 5,5% в 2026 году.



## РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

По итогам 2023 года рост кыргызской экономики замедлился до 6,2% с 9,0% в 2022 году. Основной вклад в рост внесли экспорт (преимущественно в связи с возобновлением экспорта золота) и потребительский спрос (Рисунок 1). Потребительская активность домашних хозяйств была поддержана ростом заработной платы (+23,6% г/г) и потребительского кредитования (+68,8% г/г).

**ПРИРОСТ ВВП  
СОСТАВИЛ  
6,2%**

Рост инвестиций в основной капитал в 2023 году составил 18,8% (против 4,0% годом ранее) и поддерживался как со стороны государства, так и со стороны частного сектора. Финансирование инвестиций за счет внутренних источников выросло на 37,0%, а финансирование за счет внешних, наоборот, снизилось на 25,1%.

В отраслевом разрезе наибольший вклад в прирост реального ВВП в 2023 году внесли сектор услуг (+3,2 п.п.) и строительство (+0,7 п.п.) (Рисунок 2). Добавленная стоимость сектора услуг увеличилась на 6,2%, что в основном было обеспечено оптовой и розничной торговлей (вклад в ВВП составил +2,3 п.п.), которая выросла на 15,1% (11,1% годом ранее) за счет быстрого роста внутреннего потребления и спроса со стороны России. При этом прирост оптовой торговли автомобилями составил 48,2% (против 47,7% в 2022 году), что объясняется повышенным спросом на данную группу товаров со стороны России (экспорт в Россию в 2023 году вырос в 2,7 раза). Строитель-

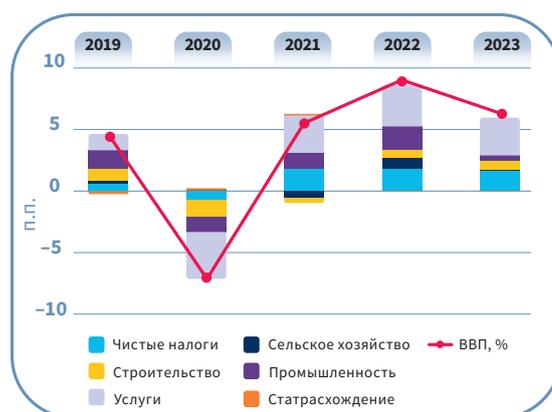
ство, в том числе благодаря программе «Мой дом 2021–2026», продемонстрировало прирост на 10,3% в 2023 году (+0,7 п.п. ВВП). В то же время сокращение производства золота на 12,8% оказало сдерживающее влияние на рост промышленности: темпы прироста данного сектора замедлились до 2,7% (+0,5 п.п. ВВП) против 11,9% годом ранее. Темпы прироста чистых налогов по итогам 2023 года снизились на 2,5 п.п. и составили 12,7% (+1,8 п.п. ВВП), что во многом может объясняться снижением темпов прироста импорта.

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования



Источник: НСК КР, оценки авторов

Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



Источник: НСК КР, оценки авторов

**Значимое увеличение активности в сфере услуг способствовало росту численности работников и снижению числа зарегистрированных безработных.**

По итогам 2023 года рост численности работников составил в среднем 3,3% против 1,1% годом ранее. Наибольший прирост работников был зафиксирован в гостиничном и ресторанном бизнесе (70,6%), а также в торговле (17,8%). Продолжился активный рост числа работников в обрабатывающей промышленности (15,8%) и финансовом секторе (9,2%). По данным НСК КР, в 2023 году количество официально зарегистрированных безработных снизилось на 9,5% и составило 67,6 тыс. человек.

**Реальные заработные платы в ряде секторов продолжали расти опережающими темпами в 2023 году, при этом рост средней заработной платы по экономике стал более сдержанным.**

В условиях замедления экономической активности прирост средней заработной платы наемных работников в реальном выражении замедлился с 15,3% в 2022 году до 12,8% по итогам 2023 года (Рисунок 3). Наибольшие темпы прироста реальной заработной платы демонстрировали обрабатывающая промышленность (67,3%), сельское хозяйство (33,9%), государственное управление (27%) и туризм (20,8%).

**Рисунок 3. Динамика изменения заработной платы**



Источник: НСК КР, расчеты авторов

## ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

**Замедление роста продовольственных цен сыграло ключевую роль в снижении инфляции.**

В декабре 2023 года показатель годовой инфляции составил 7,3%, снизившись с 14,7% в декабре 2022 года (Рисунок 4). Такой уровень цен во многом был обусловлен динамикой цен на импортируемые продовольственные товары. Так, снижение мировых цен на продовольственные товары в течение года (индекс цен FAO по зерновым культурам сократился на 16,6%) оказало понижающее давление на продовольственные цены в Кыргызстане (доля импортированного зерна составляет около 88%). В результате вклад продовольственных цен в ИПЦ составил 1,8 п.п. (7,7 п.п. годом ранее). В условиях сильного внутреннего спроса цены на непродовольственные товары и услуги оказывали повышательное влияние на ИПЦ в течение всего 2023 года. Их вклад в ИПЦ составил соответственно 3,2 и 2,4 п.п.

## ПРИРОСТ РЕАЛЬНЫХ ЗАРПЛАТ 12,8%

Денежно-кредитная политика НБКР была направлена на ограничение монетарных факторов инфляции путем сохранения учетной ставки на уровне 13% и проведения операций по изъятию избыточной ликвидности в банковской системе. В апреле 2023 года НБКР сузил границы процентного коридора по депозитам «овернайт», повысив нижнюю границу до 11,0% и сохранив верхний предел на уровне 15,0%. Динамика краткосрочных ставок денежного

рынка была схожа с динамикой учетной ставки, и ставки продолжали оставаться в пределах процентного коридора. В течение 2023 года в банковской системе сохранялся высокий уровень профицита ликвидности. Для абсорбирования избыточной ликвидности НБКР активно проводились операции с ценными бумагами на открытом рынке. Кроме того, по итогам прошлого года в результате превышения доходных операций Правительства над расходами чистые обязательства НБКР перед органами государственного управления выросли на 22,2%. Вкупе с операциями НБКР это позволило существенно снизить темпы прироста денежной базы в 2023 году до 9,9% с 44,9% в 2022 году (Рисунок 5).

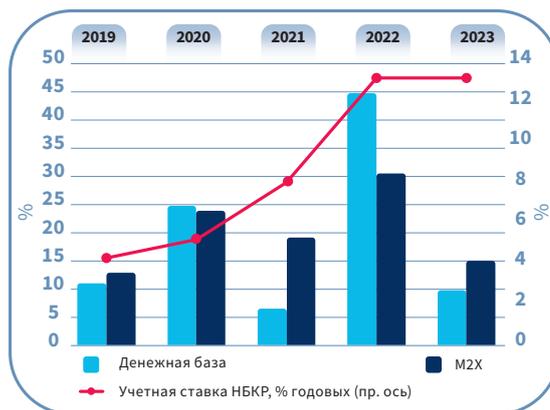
Рост денежной массы в 2023 году также замедлился. Темпы прироста широких денег М2Х составили 15% в 2023 году против 30,6% годом ранее (Рисунок 5). Основными драйверами роста денежной массы послужили депозиты в национальной (+27,2%) и иностранной (+27,3%) валютах.

**Рисунок 4. Декомпозиция инфляции (на конец периода, г/г)**



Источник: НСК КР, расчеты авторов

**Рисунок 5. Динамика монетарных индикаторов (на конец периода, г/г)**

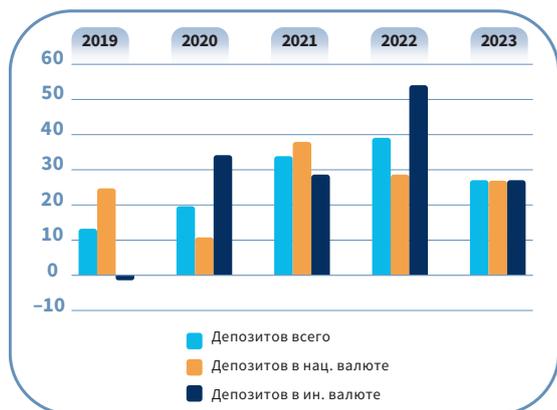


Источник: НБКР

По итогам 2023 года темпы прироста депозитов в коммерческих банках замедлились до 27,3% (в 2022 году — 39,5%) (Рисунок 6). Основным фактором замедления депозитной базы стало снижение темпов прироста валютных депозитов юридических лиц — резидентов (26,0% в 2023 году против 47,8% в 2022 году) и валютных депозитов нерезидентов (27,3% в 2023 году против роста в 4,6 раза в 2022 году). Рост объема депозитов в национальной валюте на 27,2% по итогам 2023 года был обусловлен в основном увеличением несрочных депозитов на 32,4%. В целом по итогам прошлого года доля несрочных депозитов в национальной валюте увеличилась на 2,6 п.п. и составила 65,3%. Уровень долларизации депозитов по итогам года не изменился и составил 45,6%.

В 2023 году ставки по вновь привлеченным срочным депозитам физических лиц в национальной валюте в среднем остались на уровне предыдущего периода (11,5%), в то время как ставки по вновь привлеченным срочным депозитам юридических лиц имели тенденцию к снижению с 12,6% в 2022 году до 11,9% в 2023 году (Рисунок 7). Ставки по вновь привлеченным срочным депозитам как юридических, так и физических лиц незначительно увеличились в 2023 году.

**Рисунок 6. Динамика роста депозитов в коммерческих банках (на конец периода, % г/г)**



Источник: НБКР

**Рисунок 7. Средние ставки по вновь привлеченным срочным депозитам**



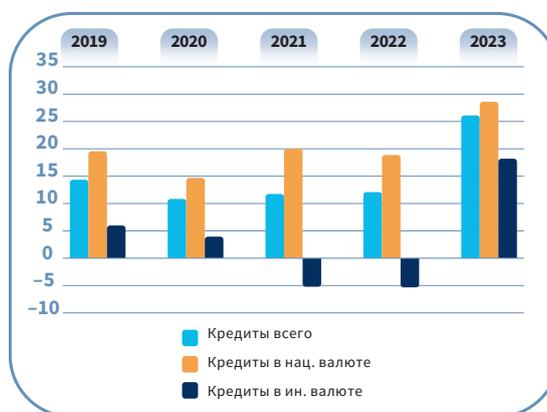
Источник: НБКР

Рост кредитного портфеля банков ускорился в 2023 году до 26,3% главным образом за счет увеличения кредитования в национальной валюте на 28,8% (Рисунок 8). Наибольшие темпы прироста кредита в национальной валюте показали следующие сегменты: потребительское кредитование (68,9%), торговля (23,1%) и ипотека (22,8%). Объем кредитования в иностранной валюте увеличился за предыдущий год на 18,3%, где основную роль сыграл сектор торговли, доля которого в кредитном портфеле в иностранной валюте составила 54,1%. Уровень долларизации кредитного портфеля коммерческих банков за 2023 год составил 22,0%,

снизившись на 1,5 п.п. по сравнению с 2022 годом.

Ставки по новым кредитам в 2023 году демонстрировали рост (Рисунок 9). Наибольший рост ставок был зафиксирован по ипотеке — с 12,2% в 2022 году до 16,5% в 2023 году. Лидером по максимальному уровню ставки по новым кредитам являлся сегмент потребительского кредитования — 21,8% в среднем за 2023 год.

**Рисунок 8. Динамика роста кредитов коммерческих банков (на конец периода, % г/г)**



Источник: НБКР

**Рисунок 9. Средние ставки по новым кредитам (% годовых)**

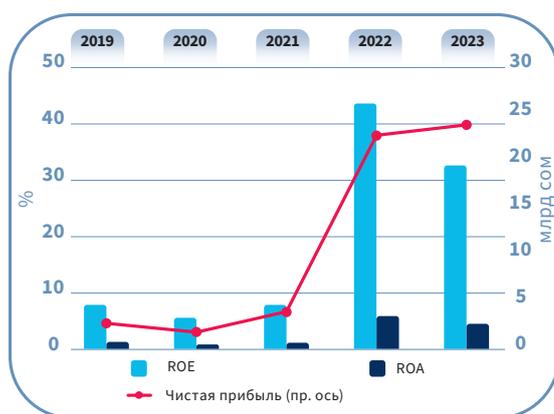


Источник: НБКР

**Финансовые показатели банков оставались на устойчивых уровнях в 2023 году.** По итогам 2023 года вследствие высоких темпов роста активов и капитала банков рентабельность сектора несколько

снизилась по сравнению с предыдущим периодом, однако все же сохранилась на высоком уровне: норма прибыли на активы (ROA) и норма прибыли на капитал (ROE) составили на конец года 4,4 и 32,4% соответственно. Чистая прибыль банков за 2023 год увеличилась на 4,7% по сравнению с прошлым годом, достигнув 24,2 млрд сом (Рисунок 10). При этом чистый процентный доход увеличился на 49,2%, а чистый непроцентный доход снизился на 27,6%. Показатель достаточности нормативного капитала по итогам 2023 года составил 24,8% (против 25,6% на начало года) при пороговом значении не менее 12%, что свидетельствует о запасе устойчивости банковского сектора к возможному проявлению негативных шоков. Доля классифицируемых необслуживаемых кредитов (NPL) на конец 2023 года снизилась до 9,2% против 12,8% на начало года (номинальный объем таких кредитов снизился за год на 9%) (Рисунок 11). В отраслевом разрезе наибольший объем классифицируемых необслуживаемых кредитов традиционно приходится на сектор торговли.

**Рисунок 10. Показатели рентабельности банковского сектора**



Источник: НБКР

**Рисунок 11. Классифицируемые кредиты**



Источник: НБКР

## БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

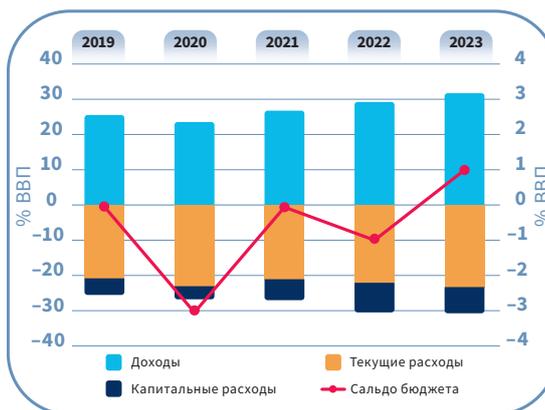
**Сальдо государственного бюджета по итогам 2023 года сформировалось с профицитом в размере 1,0% ВВП (против дефицита 1,0% в 2022 году) благодаря значительному росту налоговых доходов и умеренных капитальных расходов.** Доходы государственного бюджета выросли в 2023 году на 2,4 п.п. и составили 31,9% ВВП (29,4% ВВП в 2022 году) (Рисунок 12). Снижение доходов от месторождения Кумтор (-1,8 п.п. ВВП), было компенсировано поступлениями от внешнеторговой деятельности и сохранением эффектов от принятых мер по улучшению налогового администрирования. В результате налоговые поступления выросли на 1,5 п.п. до

**ПРОФИЦИТ  
ГОСБЮДЖЕТА  
1% ВВП**

24% ВВП. Дополнительным фактором роста доходной части бюджета стал значительный прирост неналоговых поступлений (6,6% ВВП против 5,1%), возникший за счет увлечения поступлений от предоставления платных услуг, а также перечисления прибыли НБКР и дивидендов от госпредприятий. Поступления грантов сократились с 1,9% в 2022 году до 1,3% ВВП в 2023 году. Расходы бюджета составили 30,9% ВВП (против 30,5% ВВП в 2022 году) вследствие увеличения текущих расходов (+1,4 п.п.) и уменьшения капитальных расходов (-1,0 п.п.). Текущие расходы (23,4% ВВП в 2023 году против 22,0% в 2022 году) выросли за счет покупки товаров и услуг, а также трансфертов в Социальный фонд и Фонд обязательного медицинского страхования.

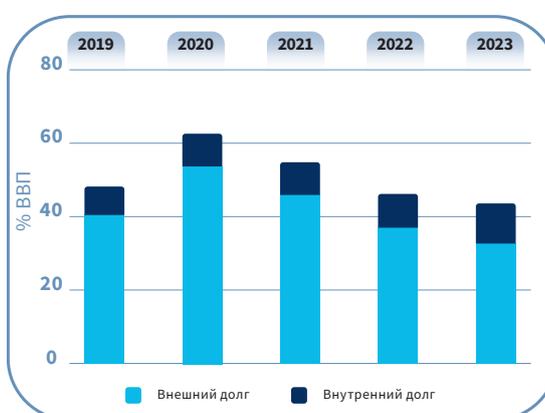
**Уровень государственного долга Кыргызстана сократился в 2023 году на 1,3 п.п. и составил 45,5% ВВП (Рисунок 13).** Снижение уровня государственного долга было обеспечено высокими темпами экономического роста и относительно стабильным обменным курсом сома. Уровень внешнего госдолга снизился с 37,6 до 33,7% ВВП, тогда как портфель внутренних обязательств увеличился с 9,2 до 11,8% ВВП. В абсолютном выражении внутренние и внешние обязательства увеличились совокупно на 17%, в первую очередь за счет роста внутренних обязательств в обращении, которые приросли за год на 54% (с 94 до 145 млрд сом). Внутренние привлечения были в основном направлены на докапитализацию компаний финансового и энергетического секторов (общий размер докапитализации за 2023 год составил 39,4 млрд сом).

**Рисунок 12. Государственный бюджет**



Источник: Минфин КР

**Рисунок 13. Государственный долг**



Источник: Минфин КР

## ВНЕШНИЙ СЕКТОР

**Дефицит СТО продолжил расширяться из-за роста объемов импорта и недоучета «теневого» экспорта.** За 9 месяцев 2023 года дефицит СТО расширился до 5,4 млрд долларов (56,4% ВВП) против 4,2 млрд долларов (51,5% ВВП) в соответствующем периоде 2022 года (Рисунок 14). Основной вклад в формирование дефицита СТО внесло отрицательное сальдо торговли товарами, которое по итогам января — сентября 2023 года сформировалось в размере 6,2 млрд долларов, или 64,6% ВВП. Низкий объем экспорта, скорее всего, объясняется недоучетом товарных поставок в страны ЕАЭС (прежде всего

Россию). Это косвенно подтверждается значительным ростом балансирующей статьи «чистые ошибки и пропуски» до 4,8 млрд долларов (49,9% ВВП) за 9 месяцев 2023 года (3,2 млрд долларов, или 49,9% ВВП в аналогичном периоде предыдущего года)<sup>1</sup>, а также отсутствием существенного давления на резервы или обменный курс.

**Возобновление поставок золота подержало общие объемы экспорта.** Товарный экспорт за 9 месяцев 2023 года по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года вырос на 50,2% до 2,1 млрд долларов, при этом незолотой экспорт — только на 6,3% до 1,5 млрд долларов. Экспорт немонетарного золота составил 619,7 млн долларов (0,9 млн долларов в январе — сентябре 2022 года). Основным импортером золота выступила Швейцария (доля — 81,1%). Незолотой экспорт снизился в условиях сокращения спроса со стороны ряда стран и укрепления реального эффективного курса национальной валюты.

Вторичные доходы (текущие трансферты) уменьшились вследствие сокращения транзитных платежей и изменения форм оплаты за параллельный импорт в Россию (Рисунок 14). Сальдо вторичных доходов за 9 месяцев 2023 года по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года снизилось на 4,5% до 1,6 млрд долларов (17,1% ВВП), при этом доходы к выплате упали на 48% до 419,6 млн долларов, к получению — на 18% до 2,1 млрд долларов. В результате объемы трансфертов приблизились к средним уровням 2018–2021 годов после пика 2022 года.

По финансовому счету платежного баланса за январь — сентябрь 2023 года зафиксировано чистое заимствование

в размере 117 млн долларов, или 1,2% ВВП (600 млн долларов, или 7,3% ВВП за аналогичный период 2022 года). Согласно статистике платежного баланса, основным источником притока средств выступили прямые инвестиции в объеме 403 млн долларов, или 4,2% ВВП. Основной отток средств проходил через прочие инвестиции — в размере 277 млн долларов, или 2,9% ВВП.

**ВМР**  
**\$3,2 МЛРД**

Номинальный курс кыргызского сома по отношению к доллару ослаб на 4% по итогам 2023 года. В течение года поддержку национальной валюте оказывал НБКР, чистая продажа валюты которого на внутреннем рынке составила 655,7 млн долларов (против 229,1 млн долларов годом ранее). При этом индекс реального эффективного обменного курса вырос на 6,1%, отражая ухудшение ценовой конкурентоспособности кыргызского экспорта на фоне более высоких темпов инфляции по сравнению с торговыми партнерами.

ВМР в 2023 году выросли на 15,7% с 2,8 до 3,2 млрд долларов в результате перевода немонетарного золота НБКР в монетарное. Физические объемы монетарного золота увеличились за год на 5,2 тонн до 21,6 тонн (+31,6%). Вместе с тем, величина ВМР в месяцах импорта товаров и услуг продолжила сокращаться и по итогам года составила 2,9<sup>2</sup> (Рисунок 15).

<sup>1</sup> Полагаем, что часть неучтенных потоков по финансовому счету платежного баланса также может быть отражена в статье «чистые ошибки и пропуски».

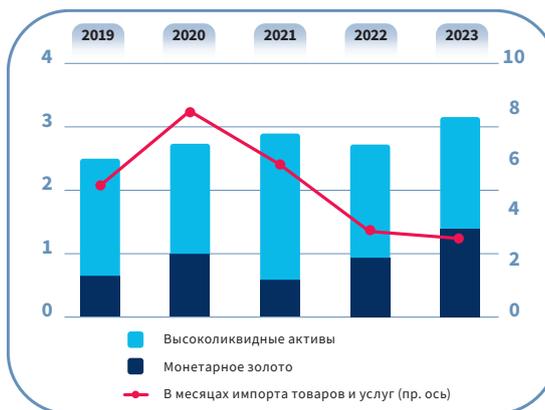
<sup>2</sup> Данное снижение показателя достаточности резервов в 2022 и 2023 годах объясняется ростом импорта, который направлялся на реэкспорт и оплачивался конечными покупателями напрямую поставщикам из третьих стран.

Рисунок 14. Счет текущих операций платежного баланса



Источник: НБКР, НСК КР, оценки авторов

Рисунок 15. Валовые международные резервы (млрд долларов, на конец периода)



Источник: НБКР, оценки авторов

## СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

**Базовый сценарий предполагает замедление экономической активности в Кыргызстане и возвращение траектории роста к долгосрочному тренду.**

Ожидаемое снижение производства золота, материальных запасов и государственных инвестиций будет ключевым фактором замедления экономической активности в среднесрочной перспективе. Также по мере ослабления влияния положительных экстерналий, связанных с условиями функционирования российской экономики, ожидается постепенное замедление потребительской и инвестиционной активности и темпов роста незолотого экспорта. В результате темпы прироста реального ВВП замедлятся в 2024 году до 4,8%, в 2025 году составят 4,6%, в 2026 году — 4,0%.

**Ожидается сохранение незначительного дефицита бюджета в 2024–2025 годах, при этом уровень доходов и расходов в ВВП существенно снизится.**

Продолжающееся внедрение мер по автоматизации фискальных процедур и сохранение высоких объемов импор-

та позволят сохранить уровень собираемости налогов, однако высокая база прошлых лет ограничит темпы роста доходов. Повышение утилизационного сбора на автомобили в РФ приведет к сокращению экспорта автомашин и, соответственно, к сокращению неналоговых поступлений. В результате доходная часть бюджета снизится с 31,9% в 2023 году до 25,7% ВВП в 2026 году. Снижение расходной части бюджета с 30,9% в 2023 до 25,2% ВВП в 2026 году будет обусловлено в основном уменьшением капитальных расходов на фоне оптимизации властями Кыргызстана расходной части бюджета. Вследствие вышеуказанных факторов ожидается дефицит государственного бюджета в размере 0,3–0,4% ВВП в 2024–2025 годах и профицит 0,5% ВВП в 2026 году в условиях существенного сокращения капитальных расходов.

**Замедление потребительской активности и мировых цен на продовольствие приведет к снижению инфляционного давления и замедлению инфляции.**

Также замедлению инфляции будет способствовать прекращение воздействия фискального импульса. В результате потребительская инфляция (на конец периода) замедлится с 7,3% в 2023 году до 5,5% в 2026 году (при среднесрочном ориентире НБКР по инфляции 5–7%).

## ПРИРОСТ ВВП В 2024 ГОДУ 4,8%

**Ожидается, что НБКР будет снижать процентную ставку в ответ на замедление инфляции.** Среднегодовой уровень учетной ставки в 2024 году составит 10%, в 2025–2026 годах — 8%.

**Дефицит СТО будет сокращаться вследствие роста экспорта золота и сокращения импорта.** Замедление экономического роста и активные процессы импортозамещения в России приведут к сокращению объемов импорта в Кыргызстан, что в совокупности с ожидаемым ростом экспорта золота приведет к уменьшению дефицита СТО до 16,2% ВВП в 2026 году, несмотря на сокращение уровня денежных переводов. В таких условиях постепенный перевод немонетарного золота НБКР в монетарное увеличит международные резервы с 2,8 месяцев импорта в 2023 году до 3,7 месяцев в 2026 году, что усилит устойчивость платежного баланса<sup>3</sup>.

## РИСКИ И НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ СРЕДНЕ-СРОЧНОГО ПРОГНОЗА

У базового прогноза есть несколько понижательных рисков, преимущественно внешнего характера. Постепенная адаптация российской экономики к санкционным ограничениям, включая расширение импортозамещающих производств, налаживание транспортно-логистических каналов и схем финансирования внешнеторговых операций, могут привести к более сильному замедлению сектора услуг Кыргызстана, что окажет негативное влияние на экономический рост и на доходную часть бюджета. Также более сильные колебания и рост мировых цен на продовольствие и сырье, чем ожидается в базовом сценарии, могут оказать негативное влияние на динамику инфляции и энергетическую безопасность республики.

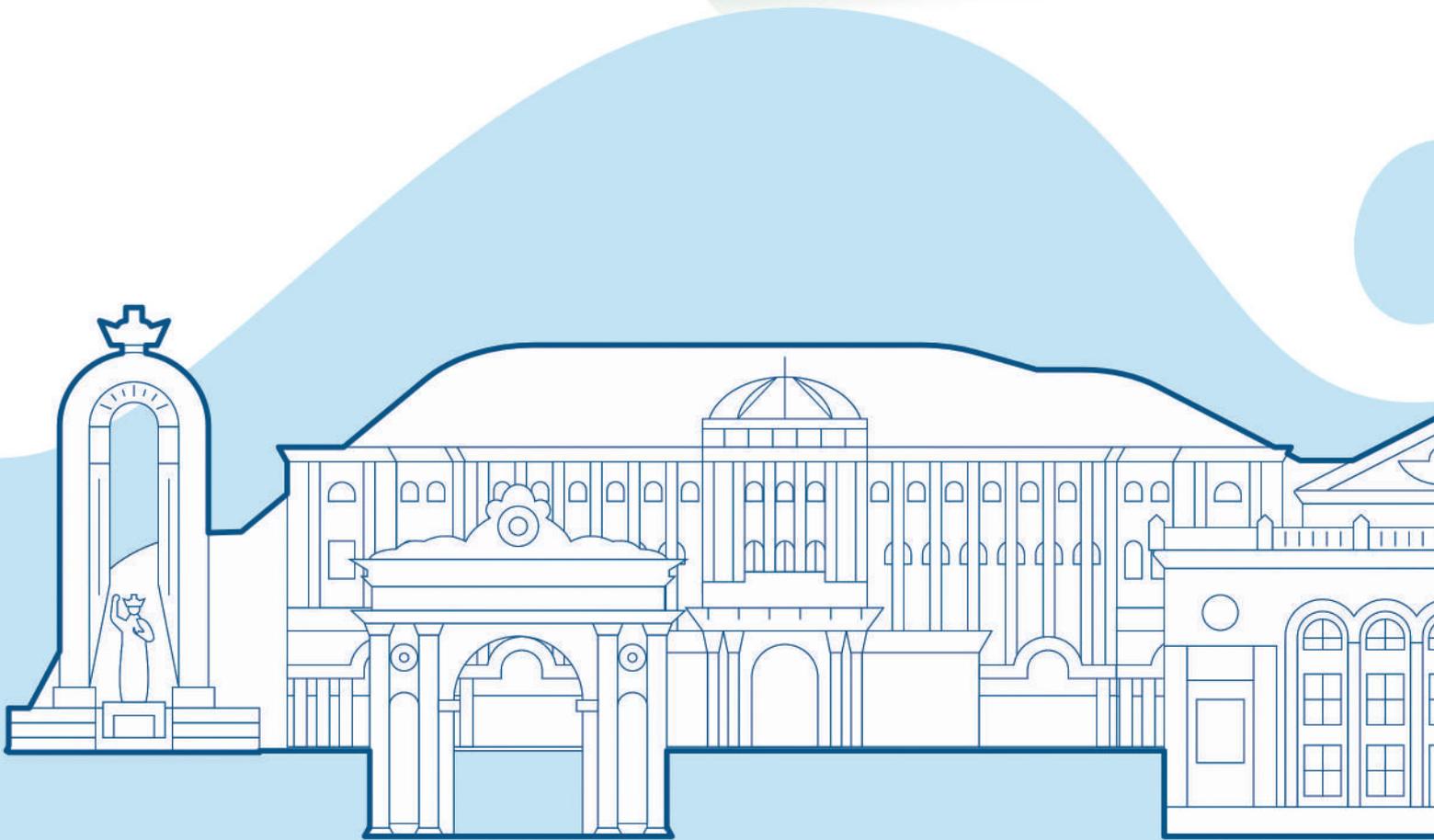
Серьезными также являются риски, связанные с природно-климатическими явлениями (засуха, маловодие, морозные зимы), которые могут оказать отрицательное влияние на энергетику и сельское хозяйство. В течение всего прогнозного периода сохраняются риски возможных аварий в энергетических сетях вследствие высокого уровня износа инфраструктуры с последующим негативным влиянием на производственную и социальную сферу.

<sup>3</sup> До нормализации статистики платежного баланса Кыргызстана прогноз предполагает финансирование дефицита СТО за счет статьи «Чистые ошибки и пропуски».

## ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

	2022 Факт	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз
<b>Национальные счета и цены (в %)</b>					
Номинальный ВВП					
в млрд сом	1 020,7	1 228,9	1 344,5	1 478,5	1 618,6
в млрд долларов	12,1	14,0	14,8	15,8	17,1
Прирост реального ВВП	9,0	6,2	4,8	4,6	4,0
ИПЦ (дек, г/г)	14,7	7,3	6,7	6,1	5,5
ИПЦ (средний за год)	13,9	10,8	6,9	6,2	5,5
<b>Деньги и кредит (на конец периода)</b>					
Широкие деньги, % изменения	30,6	15,0	9,8	10,0	9,5
Кредит экономике, % изменения	11,5	25,9	7,2	1,8	-3,2
Учетная ставка	13,0	12,0	10,0	8,0	8,0
<b>Государственные финансы (в % ВВП)</b>					
Доходы и гранты	29,4	31,9	28,4	27,4	25,7
налоговые поступления	22,4	24,0	23,9	23,5	22,3
Расходы бюджета	30,5	30,9	28,8	27,7	25,2
Баланс бюджета ( "-" дефицит / "+" профицит)	-1,0	1,0	-0,4	-0,3	0,5
<b>Внешний сектор (в % ВВП)</b>					
Счет текущих операций	-42,4	-45,1	-23,8	-19,8	-16,2
Денежные переводы	15,4	13,6	13,2	12,5	11,8
Прямые иностранные инвестиции (- приток; + отток)	-4,2	-4,0	-5,7	-5,9	-6,0
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	2,4	2,8	3,0	3,6	3,7

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов



**В** 2023 году экономический рост Таджикистана составил 8,3%, превысив 8%-й уровень третий год подряд. Основным драйвером роста, как и в 2022 году, стал потребительский спрос, поддерживаемый быстрым ростом потребительского кредитования и реальной заработной платы. Инвестиционная активность также расширялась высокими темпами в связи с активным строительством ГЭС «Рогун» и реализацией проектов в других приоритетных секторах. В условиях снижения внешнего инфляционного давления потребительская инфляция на конец года замедлилась до 3,8% г/г. Возобновление экспорта золота в конце 2023 года позволило сохранить устойчивость платежного баланса и валютного курса. Дефицит государственного бюджета снизился с 0,9 до 0,5% ВВП вследствие роста налоговых доходов и увеличения

поступления грантов от международных финансовых организаций.

В соответствии с базовым сценарием, рост реального ВВП в 2024 году замедлится до 7,2% и стабилизируется в районе 7% в среднесрочной перспективе. Инфляция восстановится с исторически низких уровней до 5,6% к концу 2024 года и сохранится на уровне близком к 6% в 2025–2026 годах. Фискальная политика будет носить стимулирующий характер в связи с необходимостью финансирования государственных инвестиций и поддержания социальных расходов, что проявится в расширении дефицита бюджета до 1,8% в 2024 и до 2,4% к 2026 году. Устойчивость платежного баланса будет находиться под давлением в связи с постепенным сокращением профицита текущего счета и наступлением выплат основной суммы внешнего долга по еврооблигациям начиная с 2025 года.



## РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

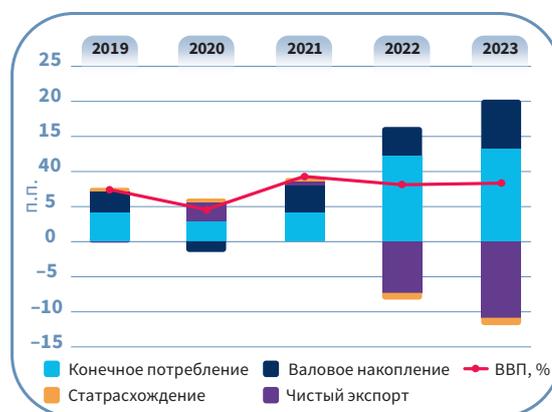
Рост экономики Таджикистана уже третий год превышает 8%. Краткосрочный показатель экономической деятельности в основных отраслях в 2023 г. ускорился до 8,3% (в 2022 году — 8%). ВВП на душу населения сложился на уровне 1173,5 долларов.

Основными драйверами роста в 2023 году продолжили оставаться потребительский и инвестиционный спрос (Рисунок 1). Объем розничного товарооборота вырос на 15,3%. Потребление поддерживалось высокими темпами роста потребительского кредитования, ростом реальной заработной платы и денежными переводами из-за рубежа. Инвестиции в основной капитал выросли на 22,5% за счет расширения как государственных, так и частных инвестиций. Почти треть всего объема инвестиций была направлена в сектор электроэнергетики, газа и воды (29,2%) в связи с активной фазой строительства ГЭС «Рогун». Кроме того, высокие темпы роста инвестиций зафиксированы в транспорте и связи, добыче полезных ископаемых, в текстильном и швейном производстве, в сельском хозяйстве, оптовой и розничной торговле. Существенно увеличилось строительство непромышленных объектов: жилых домов (42,8%), гостиниц и ресторанов (39,5%).

В разрезе производства основными драйверами ускорения экономического роста в 2023 году стали сфера услуг и сельское хозяйство при сохранении положительного вклада остальных отраслей экономики (Рисунок 2). За счет ускорения роста в транспорте и розничной торговле совокупный вклад сферы услуг вырос до 3,7 п.п. (3,6 п.п. в 2022 году). Рост вклада сельского хозяйства до 1,6 п.п. (1,3 п.п. в 2022 году) был обусловлен как высокими

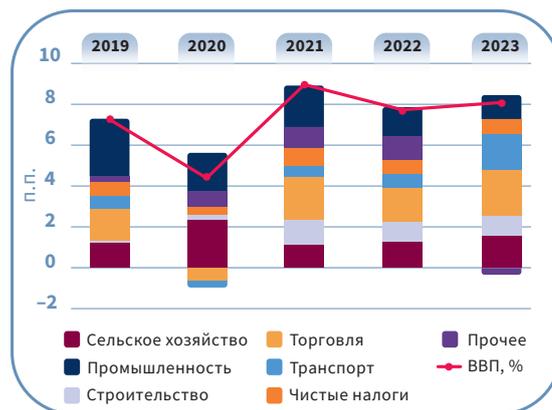
темпам роста сбора фруктов, бахчевых, хлопка и овощей, так и ростом поголовья овец, коз и КРС. Вклад промышленности составил 1,2 п.п. на фоне роста промышленного производства на 12%. При этом рост обрабатывающей промышленности замедлился с 16,4 до 12,3%, а горнодобывающая промышленность перешла от сокращения (-2,3%) к росту на 11,7%. Значительными были вклады строительства (1 п.п.) и чистых налогов (0,8 п.п.).

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования



\*2023 — оценка  
Источник: Таджстат

Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



Источник: Таджстат

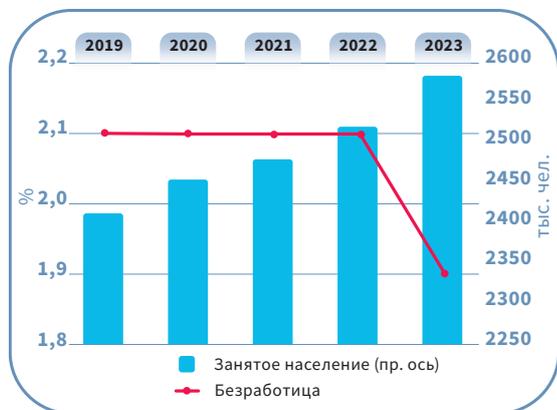
Рост рабочей силы ускорился в 2023 году, при этом уровень безработицы начал снижаться (Рисунок 3). Официально зарегистрированная рабочая сила выросла на 2,2%, а количество занятых на 2,5%

(в среднем на протяжении последних трех лет рост составлял 1,5%). Уровень официально зарегистрированной безработицы снизился до 1,9 с 2,1%.

# ПРИРОСТ ВВП В 2023 ГОДУ 8,3%

Экономический рост и низкая инфляция способствовали росту реальной заработной платы. Прирост среднемесячной заработной платы в номинальном выражении составил 14,4%, в реальном — 7,2% (Рисунок 4). Максимальными темпами номинальная заработная плата прирастала в секторе услуг: в информации и связи на 23,6%, транспорте на 15,8%, в то время как в обрабатывающей промышленности на 4%, а в сельском хозяйстве на 3,3%. Благодаря увеличению расходов государственного бюджета на оплату труда на 18,1% существенно выросли также номинальные зарплаты бюджетников: в здравоохранении и социальном обслуживании на 19,1%, в образовании на 14,8%.

Рисунок 3. Индикаторы рынка труда



Источник: Таджстат

Рисунок 4. Доходы населения



Источник: Таджстат

## ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Инфляция в декабре 2023 года замедлилась до 3,8% г/г (4,2% в 2022 году) в результате снижения внешнего инфляционного давления, стабильного курса сомони и сокращения объема денежного предложения. Наибольший вклад в замедление инфляционных процессов внесло продовольствие, благодаря хорошему урожаю сельскохозяйственных культур и снижению мировых цен на продовольствие и энергетические ресурсы. Рост цен на продовольственные товары замедлился в 2023 году с 5,2 до 3,4% г/г, а на услуги — с 1,9 до 1,2% соответственно. Рост цен на непродовольственные товары за этот же период ускорился с 4 до 6,6% (Рисунок 5).

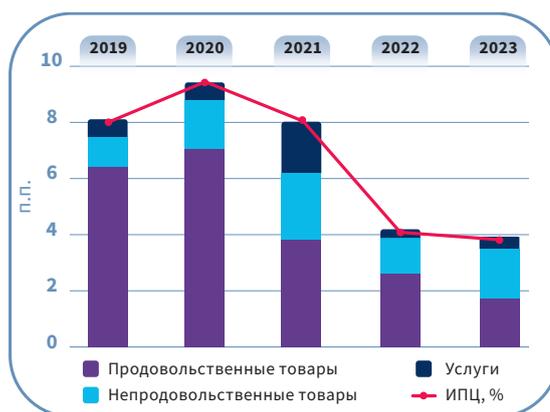
# БЕЗРАБОТИЦА В 2023 ГОДУ 1,9%

НБТ ужесточил монетарные условия, сократив по итогу 2023 года денежное предложение в экономике. Де-

нежная база снизилась по итогам года на 5,6% г/г после роста на 52,9% годом ранее главным образом за счет сокращения наличных денег в обращении на 7,4%. Основным каналом изъятия денег стало проведение интервенций НБТ в I–III кварталах на фоне повышенного спроса со стороны населения на валюту. Замедление инфляции позволило НБТ последовательно провести снижение ставки рефинансирования с 13 до 12% в январе, до 10% в мае 2023 года и до 9,5% в феврале 2024 года. Средняя ставка по срочным кредитам в национальной валюте при этом снизилась на 0,9 п.п. до 23,3% на конец 2023 года. В то же время средняя ставка по срочным депозитам в национальной валюте выросла на 1,1 п.п. до 13,1% на конец 2023 года (Рисунок 9).

**Денежные агрегаты сокращались в результате снижения объема наличных денег, несмотря на увеличение объема депозитов.** М4 на конец 2023 года снизился на 0,8% (Рисунок 6), М3 — на 4,3% из-за сокращения наличных денег (-9%) и депозитов до востребования (-9,2%). При этом срочные депозиты в национальной валюте выросли на 29,4%, а в иностранной валюте на 33,4%. Объем депозитов в коммерческих банках вырос за год на 25,5%, в том числе физических лиц на 30,5%, юридических — на 20,1%. При этом физические лица быстрее увеличивали сбережения в национальной валюте, чем в иностранной (темпы прироста объема депозитов 33,4 и 26,5% соответственно), а юридические, напротив, в иностранной (15,2 и 25,5% соответственно).

**Рисунок 5. Декомпозиция инфляции (на конец периода, г/г)**



Источник: Таджстат

**Рисунок 6. Монетарные индикаторы**



Источник: НБТ, Таджстат

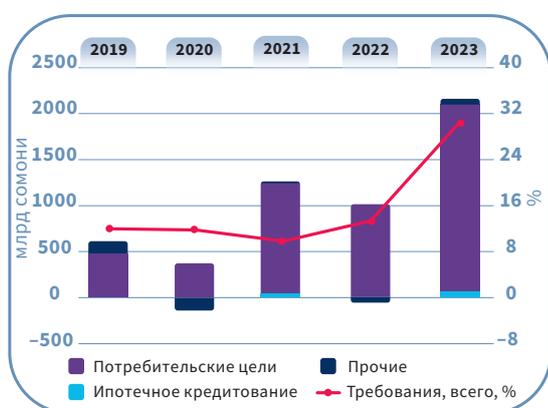
**Высокие темпы экономического роста поддерживались ускорением кредитования.** Прирост кредитного портфеля банковской системы по итогам 2023 года ускорился до 31,2% г/г с 13,3% в 2022 году. Почти половину (48%) прироста объема кредитного портфеля обеспечил рост кредитования физических лиц, который увеличился на 42,1% (Рисунок 7). Высокими темпами также росли кредиты предпринимателям (32,3%) и частным предприятиям (23%) (Рисунок 8). Доля кредитов в иностранной валюте выросла с 28,3 до 32,6% в связи с опережающим ростом задолженности по кредитам в иностранной валюте (51,2%), сформированной преимущественно за счет частных предприятий, над задолжен-

ностью в национальной валюте (23,4%) (Рисунки 9, 10).

### Показатели финансовой устойчивости банковской системы ухудшились.

Доля необслуживаемых кредитов выросла с 12,2% на конец 2022 года до 12,7% в конце 2023 года (Рисунок 10). Рентабельность активов за отчетный период снизилась с 5,9 до 3,7%, а рентабельность капитала — с 28,3 до 19,2%.

**Рисунок 7. Прирост кредитов физическим лицам (на конец периода)**



Источник: расчеты авторов на основе данных НБТ

**Рисунок 8. Прирост кредитов бизнесу (на конец периода)**



Источник: расчеты авторов на основе данных НБТ

**Рисунок 9. Ставки по новым кредитам и депозитам**



Источник: НБТ

**Рисунок 10. Показатели банковского сектора**



Источник: НБТ

## БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР

По итогам 2023 года дефицит государственного бюджета<sup>1</sup> сократился до 0,5% ВВП (0,9% в 2022 г.) вследствие опережающего роста доходной части бюджета за счет роста налоговых доходов и увеличения поступления грантов от МФО (Рисунок 11). Доходы бюджета выросли с 28 до 29,5% ВВП, в том числе налоговые — с 18,8 до 19,7% ВВП. Неналоговые доходы снизились с 2,1 до 1,6% ВВП. Увеличение сборов НДС и акцизов происходило на

<sup>1</sup> Здесь и далее показатели государственного бюджета рассчитаны авторами в соответствии с международной методологией, согласно которой поступления кредитов исключаются из доходов, а выплата основной суммы долга — из расходов.

фоне расширения потребительской активности, а рост таможенных пошлин был обусловлен ростом импорта. Рост грантов связан с активной фазой строительства Рогунской ГЭС и реализацией ряда проектов в социальной сфере. Расходы в свою очередь выросли с 28,9 до 30% ВВП, в том числе текущие — с 17,2 до 18,9% ВВП. При этом капитальные расходы снизились с 11,6 до 11,1% ВВП. Инвестиции преимущественно направлялись в приоритетные сектора экономики — энергетику, транспорт и связь, сельское хозяйство.

Рисунок 11. Государственный бюджет



Источник: МФ РТ, Таджстат

Рисунок 12. Государственный долг



Источник: МФ РТ, Таджстат

**Уровень государственного долга снизился до 30,5% ВВП с 32,5% ВВП годом ранее, что преимущественно связано с сохранением высоких темпов экономического роста (Рисунок 12).** При этом незначительно изменилась структура

госдолга: доля внешнего долга в общем объеме увеличилась с 87,6 до 89,2%. Уровень внешнего долга снизился с 28,5 до 26,9% ВВП.

## ДЕФИЦИТ ГОСУДАРСТВЕННОГО БЮДЖЕТА 0,5% ВВП

### ВНЕШНИЙ СЕКТОР

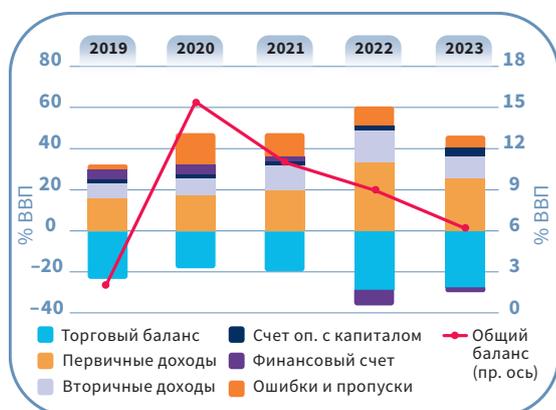
Несмотря на уменьшение дефицита торгового баланса, снижение объема денежных переводов мигрантов привело к сокращению профицита счета текущих операций до минимального с 2020 года значения в 4,8% ВВП (Рисунок 14). Денежные переводы после всплеска в 2022 году на фоне укрепления российского рубля вернулись к средним историческим значениям, их объем сократился на 11,4% (с 51,4 до 39,6% ВВП). Одновременно дефицит торговли товарами и услугами снизился с 33,4 до 31,7% ВВП преимущественно за счет опережающих темпов роста экспорта товаров (14,3%) над импортом (13,8%). Ключевым фактором роста экспорта стало возобновление экспорта золота в IV квартале 2023 года. Вследствие этого объем экспорта драгоценных и полудрагоценных камней и металлов вырос в 2023 году в 2,2 раза г/г. Кроме этого, наблюдался рост экспорта текстильных материалов, продукции химической промышленности, машин и оборудования. Поступления по капитальному счету составили 4% ВВП. Отток по финансовому счету сложился в размере 1,9% ВВП. Приток прямых инвестиций (0,8% ВВП) был нивелирован спросом на наличную валюту в объеме 3,2% ВВП.

**Рисунок 13. Мировые цены и РЭОК<sup>2</sup> (г/г)**



Источник: Всемирный банк, национальные ведомства, оценки авторов

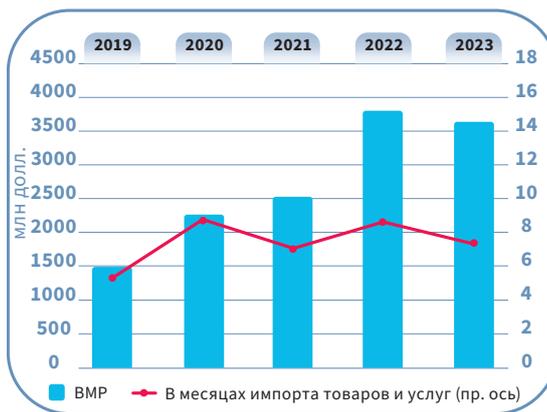
**Рисунок 14. Платежный баланс**



Источник: НБТ, Таджстат

**ПРОФИЦИТ СТО  
4,8% ВВП**

**Рисунок 15. ВМП (на конец периода)**



Источник: НБТ

**В 2023 году среднегодовой курс в номинальном выражении укрепился на 1,6% г/г.** При этом по итогам I квартала номинальный курс ослаб более чем на 7%, после чего закрепился вблизи отметки 10,9 сомони за доллар. НБТ сглаживал волатильность, проводя интервенции на протяжении II–III кварталов. Среднегодовой реальный эффективный обменный курс вырос на 3,2% за счет укрепления сомони по отношению к российскому рублю (Рисунок 13).

**Рост золотовалютных резервов в IV квартале не компенсировал их снижение на протяжении I–III кварталов.** Объем резервов снизился до 3,6 млрд долларов на конец 2023 года против 3,8 млрд долларов годом ранее, а в месяцах импорта — с 8,7 до 7,4 месяцев соответственно.

<sup>2</sup> «+» по РЭОК это укрепление национальной валюты.

# СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

**ТАБЛИЦА 1. ОСНОВНЫЕ  
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ.**

	2022 Факт	2023 Факт	2024 Оценка	2025 Прогноз	2026 Прогноз
<b>Национальные счета и цены (в %)</b>					
Номинальный ВВП					
в млрд сомони	115,7	130,8	149,4	170,0	192,5
в млрд долл	10,5	12,1	13,3	14,7	16,1
Прирост реального ВВП	8,0	8,3	7,2	7,0	6,8
ИПЦ (дек, г/г)	4,2	3,8	5,6	6,0	6,0
<b>Деньги и кредит (на конец периода)</b>					
Широкие деньги, % изменения	40,4	-0,8	14,3	13,8	12,2
<b>Государственные финансы (в % ВВП)</b>					
Доходы и гранты	28,0	29,5	27,5	27,2	26,9
налоговые поступления	18,8	19,7	19,2	19,4	19,5
Расходы бюджета	28,9	30,0	29,3	29,6	29,3
Текущие расходы	17,2	18,9	17,4	16,9	16,6
Капитальные расходы	11,6	11,1	11,9	12,7	12,7
Баланс бюджета ("-" дефицит / "+" профицит)	-0,9	-0,5	-1,8	-2,4	-2,4
<b>Внешний сектор (в % ВВП)</b>					
Счет текущих операций	15,6	4,8	2,5	1,4	0,1
Денежные переводы	49,2	37,0	34,4	32,2	30,5
Прямые иностранные инвестиции" на той же строке (- приток; + отток)	-1,5	-0,8	-1,0	-0,9	-0,9
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	8,7	7,4	7,3	7,3	7,0

**В соответствии с базовым сценарием прирост ВВП в 2024 году замедлится до 7,2% и стабилизируется в районе 7% в среднесрочной перспективе.** Снижение темпов роста с пиковых значений преимущественно связано с замедлением потребительского спроса

в связи с ожидаемым снижением темпов роста денежных переводов. При этом высокие темпы роста будут поддерживаться стабильными поставками драгоценных металлов на внешние рынки, активным расширением инвестиционной активности, в том числе за счет ре-

лизации проекта Рогунской ГЭС<sup>3</sup> и роста инвестиций и по другим инфраструктурным проектам, а также за счет благоприятной ситуации на рынке труда.

## ВВП УВЕЛИЧИТСЯ НА 7%

**Инфляция несколько ускорится с исторически низких уровней 2021–2022 годов до 5,6% к концу 2024 года и сохранится на уровне, близком к 6%, в 2025–2026 годах.** Этому будут способствовать сбалансированный рост денежных агрегатов, рост цен на нефть марки Urals в 2024 году и стабильность цен на ключевые сырьевые и продовольственные импортные товары в 2025–2026 годах.

**Фискальная политика будет носить стимулирующий характер в связи с необходимостью финансирования государственных инвестиций и поддержания социальных расходов, что проявится в расширении дефицита бюджета до 1,8% ВВП в 2024 году и до 2,4% к 2026 году.** Расходы государственного бюджета снизятся с 30% ВВП в 2023 году до 29,3% в 2026 году. При этом, учитывая бюджетные ограничения, текущие расходы (за исключением защищенных социальных расходов) могут замещаться капитальными расходами с целью увеличения финансирования государственных инвестиций, включая ГЭС «Рогун». Предполагается, что в 2024–2026 годах только из внутренних источников финансирования на Рогунскую ГЭС будет выделяться 2,1–3,1% ВВП в год. Кроме планируемого

роста капитальных расходов, в 2025–2026 годах ожидается рост расходов, связанных с обслуживанием долга, что обусловлено началом погашения задолженности по еврооблигациям (167 млн долларов ежегодно). Доходная часть бюджета снизится с 29,5 до 26,9% ВВП. В 2024 году понижающее давление на объем налоговых поступлений будет вызывать снижение ставок отдельных налогов в рамках изменений в налоговом законодательстве. В 2025–2026 годах налоговые поступления будут расти в связи с сокращением налоговых льгот и освобождений, при этом ожидается постепенное сокращение грантов с исторически рекордного уровня 5,3% ВВП в 2023 году, которые будут продолжать играть важную роль для бюджетной и долговой устойчивости<sup>4</sup>.

**Устойчивость платежного баланса немного ухудшится.** По нашим оценкам, профицит СТО сократится до 2,5% ВВП в 2024 году и продолжит снижение практически до нуля к 2026 году в результате роста потребительского и инвестиционного импорта и увеличения платежей по обслуживанию внешнего долга при снижении темпов роста денежных переводов. Соответственно, уровень ВМР может снизиться с 7,4 месяцев импорта товаров и услуг в 2023 году до 7 месяцев импорта в 2026 году.

## РИСКИ И НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ СРЕДНЕСРОЧНОГО ПРОГНОЗА

Ключевым понижающим риском для базового прогноза является ухудшение экономической ситуации в России. Более низкие темпы экономического роста, а также более существенное снижение курса российского рубля по

<sup>3</sup> ГЭС «Рогун» является одним из самых важных проектов развития Республики Таджикистан. По оценке Всемирного банка, для завершения ее строительства дополнительно необходимо проинвестировать 6,4 млрд долларов (около половины ВВП 2023 года) до 2035 года.

<sup>4</sup> По нашей оценке, для сохранения бюджетной и долговой устойчивости дефицит государственного бюджета РТ не должен превышать 2,5% ВВП.



сравнению с заложенными в базовый сценарий могут привести к снижению объемов денежных переводов. В свою очередь, это отразится на замедлении потребительской активности и, соответственно, экономического роста.

Также понижающим риском для среднесрочного базового прогноза в части бюджетной и долговой устойчивости является риск финансирования ГЭС «Рогун». По состоянию на конец 2023 года практически вся необходимая сумма финансирования была согласована между партнерами по развитию и Правительством Республики Таджикистан. Однако проект является долгосрочным, и его общая стоимость может увеличиться вследствие роста цен и других факторов, что может привести к формированию потенциальных разрывов в финансировании. Из-за недостаточности внутренних ресурсов Рогунская ГЭС может стать приоритетным направлением финансирования вместо других важных инфраструктурных проектов и социальных расходов в рамках государственного бюджета.

Дополнительным риском для устойчивости внешнего и фискального секторов является неопределенность источников

финансирования выплат по еврооблигациям начиная с 2025 года. Отсутствие одновременной возможности финансирования дефицита государственного бюджета и рефинансирования еврооблигаций может привести к увеличению кредитования на внутреннем рынке ценных бумаг или со стороны НБТ и к сокращению ВМР. Это может повлечь сокращение финансовых ресурсов, необходимых для кредитования частного сектора, и создать дополнительное давление на валютный курс.

В условиях сохранения высокого влияния немонетарных факторов на инфляцию, более высокая волатильность сырьевых цен на мировых рынках может привести к отклонению уровня инфляции от заложенного в базовом прогнозе.

Повышающим риском является более высокий нежели заложенный в базовом прогнозе экономический рост в странах, являющихся основными торговыми партнерами Таджикистана. Это будет способствовать более существенному росту денежных переводов, потребления и инвестиционной активности и в то же время ускорению инфляционных процессов.



[www.efsd.org](http://www.efsd.org)



ЕФСР  
ЕВРАЗИЙСКИЙ ФОНД  
СТАБИЛИЗАЦИИ И РАЗВИТИЯ