



Евразийский
Банк Развития

Макроэкономический обзор Октябрь 2024



Кузнецов, А., Соболевская, М., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (2024) *Макроэкономический обзор ЕАБР. Октябрь 2024*. Алматы: Евразийский банк развития.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© Евразийский банк развития, 2024

ОГЛАВЛЕНИЕ

ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА.....	3
РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ	8
Таблица 1. Экономические показатели Армении.....	13
РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ	14
Таблица 2. Экономические показатели Беларуси.....	16
РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН	17
Таблица 3. Экономические показатели Казахстана.....	19
КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА.....	20
Таблица 4. Экономические показатели Кыргызстана	22
РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ.....	23
Таблица 5. Экономические показатели России.....	25
РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН.....	26
Таблица 6. Экономические показатели Таджикистана	28
Таблица 7. Основные экономические показатели государств – участников ЕАБР	29
СПИСОК ИСТОЧНИКОВ	31
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	32

ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА И РЕГИОН

Динамика экономической активности в мире существенно не изменилась за последние месяцы. Темп роста ВВП остается высоким в США, низким – в Европе и замедляется в Китае. В целом, обозначенные тенденции соответствуют представленным в предыдущем [Макроэкономическом обзоре](#). Наиболее важными макроэкономическими новостями за последние два месяца стали снижение процентной ставки ФРС, продолжение снижения ставок ЕЦБ и смягчение денежно-кредитной политики¹ Народным банком Китая.

Экономика США продолжает энергично расти. Консенсус прогнозов экспертов² в отношении роста ВВП страны в III квартале 2024 г. был пересмотрен в сторону увеличения – в общей сложности на 0,4 п.п. за август и сентябрь, до 2,4% г/г. Вероятно, рост может сложиться еще выше, на это указывает динамика опережающих индикаторов: [совокупный PMI](#) за сентябрь составил 54,0 п. – намного выше, чем в среднем за последние два года (51,4). Рост экономики в основном обеспечивает непроизводственная сфера. [PMI сферы услуг](#) по итогам августа был зафиксирован на уровне 55,2 п. – вблизи максимума последних двух лет (55,7 п. в августе 2024 г.). [PMI обрабатывающих отраслей промышленности](#), напротив, упал до 47,3 п. – это минимум за 15 месяцев. Индустриальный сектор тормозит экономику в условиях сокращения объемов новых заказов и внешнего спроса. На данный момент влияние сферы услуг на рост американского ВВП остается преобладающим, однако в среднесрочной перспективе ситуация, по нашим [ожиданиям](#), изменится. Охлаждение потребительской активности домохозяйств, сталкивающихся с замедлением роста [занятости](#) и [зарплат](#), будет сдерживать динамику сферы услуг и экономики, в целом. При этом снижение ставок поддержит экономику, дав шанс на «мягкую посадку» – возвращение ВВП к устойчивому росту без погружения в рецессию.

Темпы роста экономики еврозоны остаются низкими. ВВП еврозоны увеличился на 0,2%³ во II квартале после 0,3% в I квартале 2024 г. Из 20 экономик объединения шесть (включая наиболее крупную – экономику Германии) продемонстрировали нулевые или отрицательные квартальные темпы роста ВВП⁴ по итогам II квартала 2024 г. [Ожидания](#) представителей большинства секторов европейской экономики – сферы услуг, торговли и особенно промышленности – пессимистичны в отношении перехода к уверенному росту деловой активности в ближайшие месяцы. [Совокупный PMI](#) за сентябрь упал до 49,6 п. (с 51 п. в августе и 51,6 п. в среднем за II квартал 2024 г.), Промышленность переживает спад. [PMI для обрабатывающих отраслей](#) составил 45 п. после 45,8 п. в августе. Рост непроизводственных отраслей перестал перевешивать сокращение

¹ Основным инструментом, который использует НБК, в отличие от ФРС и ЕЦБ, стала норма обязательных резервов, а не процентная ставка.

² По данным Bloomberg.

³ Квартал к кварталу с учетом сезонной корректировки.

⁴ Квартал к кварталу с учетом сезонной корректировки.

активности в промышленности после того, как [PMI услуг](#) сократился до 51,4 п. с 52,9 п. в августе. Сказывается менее стимулирующая, чем в США, бюджетная политика (дефицит федерального бюджета в Германии по итогам первого полугодия 2024 г. составлял 1,2% ВВП, а в США – 5,4% ВВП) и нарушение логистических цепочек.

Китайская экономика остается драйвером мирового роста, но демонстрирует признаки замедления в III квартале. Консенсус экспертных прогнозов⁵ предполагает снижение роста ВВП Китая до 4,5% г/г в III квартале – после 5,3% г/г в I квартале и 4,7% г/г во II квартале. По итогам сентября [совокупный PMI](#) составил 50,3 п., снизившись с 53,2 п. в среднем за II квартал. Замедление экономической активности затронуло как обрабатывающую промышленность (снижение PMI до 49,3 п. в сентябре с 51,6 п. в среднем за II квартал), так и сферу услуг (снижение до 50,3 п. с 52,6 п. в среднем за II квартал). Мы по-прежнему ожидаем, что китайская экономика ускорит рост под влиянием принятых [Правительством](#) и [Народным банком](#) Китая мер, но, вероятно, основной экономический эффект придется на следующий год.

Развивающиеся экономики Азии растут стабильными и высокими темпами. Всемирный банк ожидает, что ВВП [стран Южной Азии](#) вырастет на 6,4% в 2024 г. и на 6,2% в 2025 г., а [стран Восточной Азии](#) вне Китая – на 4,7% в 2024 г. и на 4,9% в 2025 г. Экономическому росту этих регионов способствует активизация международной торговли и туризма, а в 2025 г. положительный вклад в динамику, скорее всего, внесет снижение процентных ставок в развитых странах.

Несмотря на снижение инфляции, сохраняются риски ускорения роста цен. В III квартале инфляция в развитых странах приблизилась к целевым уровням или уже достигла их⁶. В США [рост потребительских цен](#) составил 2,4% г/г за сентябрь, замедлившись по сравнению с 3% г/г в июне. В еврозоне [аналогичный показатель](#) снизился до 1,7% г/г в сентябре с 2,5% г/г в июне. Замедление инфляции во многом достигнуто за счет снижения узкого круга волатильных цен – прежде всего на энергию. Об этом говорит сохранение базовой инфляции вблизи 3%: 3,3% г/г в США и 2,7% г/г в еврозоне, в обоих случаях существенно выше целевых уровней. Как следствие, дальнейшее благоприятное развитие ситуации с инфляцией не гарантировано.

Снижение ключевых ставок ведущими центральными банками развитых стран вслед за снижением инфляции. В сентябре 2024 г. ФРС США снизила ставку сразу на 0,5 п.п. – до 4,75 – 5%. ЕЦБ, начавший снижение ставок еще в июне, в сентябре вновь опустил ключевую ставку на 0,25 п.п. – до 3,65%. Рынки ожидают⁷, что ФРС и ЕЦБ находятся в начале долгого цикла снижения ставок, который составит около восьми стандартных шагов⁸ в США и еврозоне с учетом уже принятых в этом году решений.

⁵ По данным Bloomberg.

⁶ ФРС и ЕЦБ таргетируют инфляцию на уровне 2% г/г.

⁷ Исходя из котировок срочных рынков, по данным Bloomberg.

⁸ Один стандартный шаг равен 0,25 п.п.

Наши [ожидания](#) более консервативны – циклы снижения ставок будут короче, чем сейчас ждут рынки. Мы считаем, что решения ФРС и ЕЦБ начать снижение ставок в условиях не вполне взятой под контроль инфляции продиктованы желанием понизить риски рецессии и уменьшить [бремя обслуживания долга](#) для бюджетов и бизнеса.

Долг предприятий в [США](#) и [Еврозоне](#) сохраняет динамику роста, увеличившись на 2,7% г/г и 2% г/г по итогам первого полугодия 2024 г. Несмотря на то, что «стена погашения»⁹ несколько отодвинулась, объемы выплат долга на коротком временном интервале остаются значительными. В 2025 г. корпорациям¹⁰ в США необходимо погасить около 650 млрд долл., а в странах ЕС – 400 млрд долл.¹¹ В ближайшие два года¹² выплаты компаний составят около 20% долга. Поскольку рефинансирование будет осуществляться по более высоким ставкам, бизнесу придется сократить другие расходы — в первую очередь, на инвестиции и оплату труда, создавая условия для замедления экономического роста.

При этом, ввиду хрупкости процесса дезинфляции в развитых странах и существенных рисков разворота динамики цен, снижение ставок ведущими центральными банками может быть отложено.

Как замедление роста ведущих мировых экономик и снижение процентных ставок в мире отразятся на регионе операций ЕАБР?

В рамках нашего базового сценария ожидается некоторое замедление роста крупных мировых экономик. Это приведет к несколько меньшему росту спроса на сырьевые товары, что может повлиять на цены на сырье и, следовательно, на экспортные доходы стран региона операций ЕАБР. Тем не менее, негативный эффект снижения доходов от внешней торговли сырьевыми товарами может быть частично нивелирован, поскольку экспортные позиции стран – участниц Банка становятся все более диверсифицированными, а устойчивый спрос на стратегические товары продолжает поддерживать внешнюю торговлю.

Снижение ставок в крупных развитых экономиках постепенно открывает дорогу к привлечению иностранного капитала – ввиду высоких ставок рынки были фактически закрыты для развивающихся экономик в течение последних 2-3 лет (привлекать было просто слишком дорого). Пионером выступил Казахстан. В начале октября 2024 г. он успешно разместил долларовые облигации на сумму 1,5 млрд долл. сроком на 10 лет с купонной ставкой 4,714%. Данный показатель находится практически на нижней границе доходностей долларовых 10-летних государственных облигаций развивающихся экономик. Это говорит о повышенном интересе и доверии инвесторов к экономике Казахстана.

⁹ Значительные объемы погашения в короткие сроки без возможности нового выгодного привлечения ресурсов для рефинансирования

¹⁰ Данные для компаний, имеющих рейтинги рейтинговых агентств

¹¹ S&P Global: [Credit Trends: Global Refinancing Update Q3 2024: Near-Term Risk Eases](#)

¹² С 1 июля 2024 г. по 1 июля 2026 г.

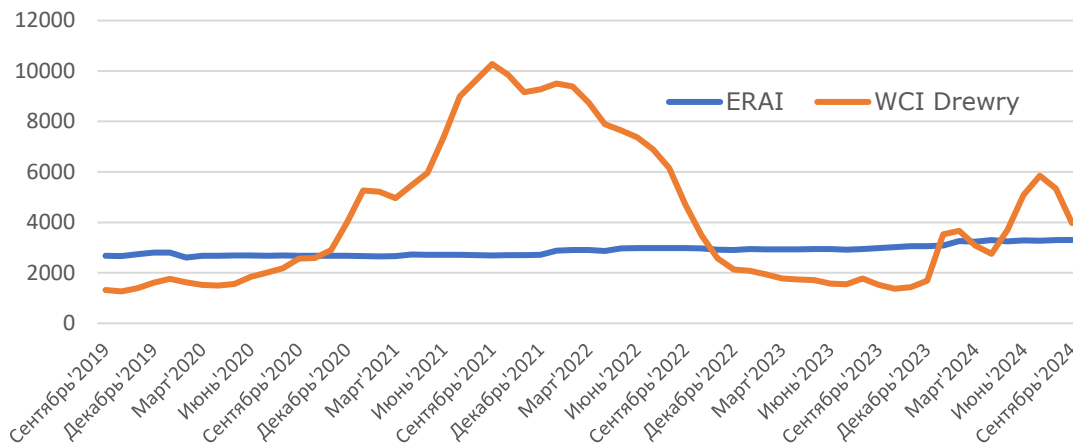
Не только тенденции мировой экономики влияют на Евразийский регион, но и Евразийский регион может оказывать влияние на мировую экономику. Например, через развитие новой логистики, вовлекая наземные транспортные коммуникации, соединяющие Азию, Европу и Ближний Восток, в глобальные цепочки поставки товаров, что поддерживает устойчивость международной торговли, повышает продовольственную безопасность и позволяет диверсифицировать источники поставки на мировые рынки товаров, в первую очередь продукции АПК и металлов (Врезка 1).

Врезка 1. Евразийский транспортный каркас как страховка глобальных цепочек поставки.

Экономики еврозоны и КНР во многом зависят от взаимной торговли, на которую в 2024 г. оказывает негативное влияние рост логистических издержек, увеличение сроков доставки товаров, а также возросшая стоимость страхования грузов из-за напряженности, возникшей в Красном море.

Евразийский транспортный каркас представляет собой сеть сопрягающихся широтных и меридиональных транспортных коридоров и маршрутов и является своего рода страховочным механизмом для глобальных логистических цепочек поставки между Азией и Европой (подробнее – в [новом докладе ЕАБР](#)). Каждый раз, когда стоимость и сроки морской доставки контейнеров резко возрастают, грузовладельцы и экспедиторы обращаются к железнодорожному транзиту через Евразию (Рисунок 1).

Рисунок 1. Динамика индексов ERAI и WCI Drewry в 2021–2024 гг.¹³, долл. за ДФЭ



Источник: ОТЛК ЕРА, Индекс ERAI¹⁴.

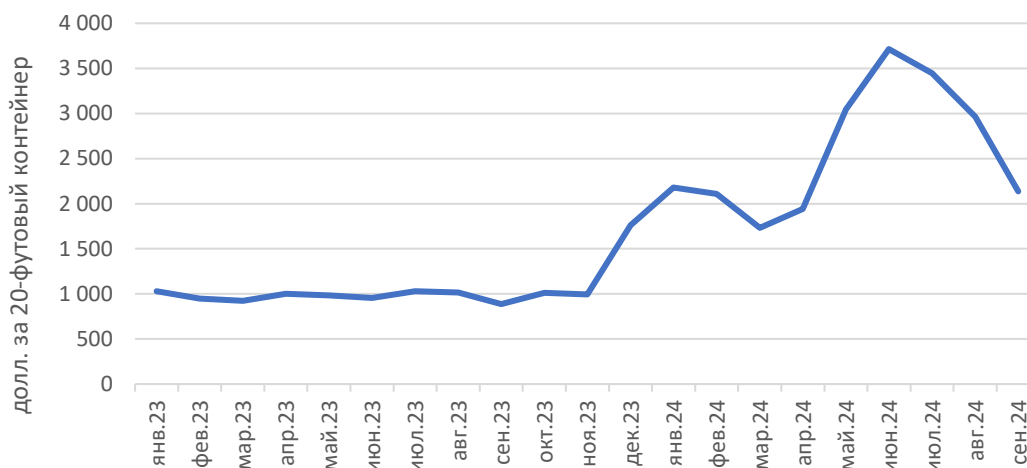
Произошедший в начале 2024 г. почти четырехкратный рост Шанхайского индекса контейнерных перевозок, отражающего стоимость доставки контейнеров из Шанхая в крупнейшие мировые порты (Рисунок 2), еще

¹³ Индекс транзитных железнодорожных перевозок (ERAI) – композитный индикатор стоимости транзитных контейнерных перевозок в евразийском железнодорожном коридоре по территории ЕАЭС в сообщении Китай – ЕС и ЕС – Китай. Мировой контейнерный индекс Drewry WCI (World Container Index) рассчитывается по восьми ключевым направлениям мировых контейнерных перевозок, включая направления Азия – Европа и Азия – Средиземноморье.

¹⁴ <https://index1520.com/>

раз подтвердил важность альтернативных маршрутов доставки контейнеров из Китая в Европу. Эти маршруты должны гарантировать непрерывность глобальных цепочек поставки и приемлемый уровень транспортных издержек в цене доставляемых товаров, а значит – предотвращать превращение торговли в дополнительный дестабилизирующий фактор для экономического роста как Китая, так и еврозоны.

Рисунок 2. Шанхайский индекс контейнерных перевозок¹⁵ в 2023–2024 гг.



Источник: Шанхайская судоходная [биржа](#)

Масштабное переключение китайских грузопотоков на коридоры Евразийского транспортного каркаса отразилось на динамике контейнерных перевозок в первой половине 2024 г. В частности, по Центральному евразийскому коридору, связывающему Китай и Европу через Казахстан, Россию и Беларусь, было доставлено 189 тыс. контейнеров в 20-футовом эквиваленте (ДФЭ), что на 66% больше, чем за аналогичный период 2023 г. Вырос объем перевозок и по Транскаспийскому международному транспортному маршруту (ТМТМ) – число перевезенных контейнеров за первое полугодие 2024 г. на 12,6% больше, чем в аналогичном периоде прошлого года.

По оценкам аналитиков ЕАБР, совокупный потенциал пяти ключевых коридоров Евразийского транспортного каркаса к 2030 г., согласно целевому сценарию, вырастет более чем на 60% относительно уровня 2023 г. и составит 5,8 млн ДФЭ в международном сообщении.

Евгений Винокуров,
Главный экономист ЕАБР

¹⁵ Шанхайский индекс контейнерных перевозок – композитный показатель, рассчитываемый как средневзвешенная стоимость морской доставки контейнеров на спотовом рынке из порта Шанхай по ключевым судоходным маршрутам. Единица измерения – долл. за ДФЭ.

РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ

Показатели роста экономики по итогам восьми месяцев сохранились на высоком уровне. Инфляция в сентябре замедлилась и остается ниже целевых показателей. Центральный банк по-прежнему придерживается курса на смягчение денежно-кредитной политики, снизив ставку рефинансирования в сентябре на 0,25 п.п. – до 7,5%.

В январе – августе показатель экономической активности увеличился на 9,0% г/г (5,6% г/г в августе). Основной вклад в рост экономики за восемь месяцев текущего года внесли секторы торговли (20,4% г/г), услуг (5,2% г/г) и промышленности (13,7% г/г). Вместе с тем динамика промышленности ослабевает с конца II квартала за счет замедления роста обрабатывающих отраслей. Если по итогам I квартала они обеспечивали почти 40% экономической активности, то в период с июня по август вклад промышленности оказался небольшим (0,4 п.п., или порядка 7% г/г¹⁶). Замедление промышленности было компенсировано в августе ускорением в секторах торговли (14,9% г/г) и услуг (9,5% г/г). Устойчиво высокие темпы роста строительства (16,2% г/г в январе – августе) продолжают поддерживаться ипотечным кредитованием (26,2% г/г в августе). Рост экономики несколько замедлится до конца года – по мере того, как будет исчерпываться влияние от наращивания производства и экспорта драгоценных металлов и изделий из золота в конце прошлого и в первой половине текущего года. В то же время экономическая активность будет поддержана внутренним спросом в результате стабильного роста кредитования населения (22,4% г/г в августе) и реализации запланированных государственных расходов в IV квартале 2024 г.

В начале второго полугодия драйвером роста экономики стали секторы услуг и торговли. При этом рост обрабатывающей промышленности (на 3,8% г/г в августе после 2,5% г/г в июле) стал менее концентрированным за счет восстановления динамики в основных отраслях. Производство основных металлов (включая золото) увеличилось в 3,4 раза г/г в январе – августе (54,2% г/г в августе). Ускорение роста сферы услуг было обеспечено финансовой деятельностью (8,2% г/г в августе) и сектором развлечений и отдыха (20,9% г/г в августе).

Дефицит внешней торговли сократился в январе – августе 2024 г. до 2,3 млрд долл. (в январе – августе 2023 г. он равнялся 3 млрд долл.). По итогам восьми месяцев экспортные поставки выросли в 2,1 раза на фоне наращивания производства и экспорта драгоценных металлов и изделий из золота. В структуре экспорта товаров они занимают 67% (рост в 7 раз г/г в январе – августе). Вместе с поставками минеральных продуктов эти позиции обеспечили всю положительную динамику экспорта. Импорт в январе – августе вырос на 59,3% г/г и тоже был обеспечен в основном ввозом драгоценных металлов для целей обработки и последующего экспорта (в 6,9 раза г/г). В структуре импорта значительно снизилась доля транспортных средств и минеральных продуктов. Без учета торговли

¹⁶ Оценка ЕАБР на основе данных Статистического комитета Республики Армения.

драгоценными металлами динамика как импорта, так и экспорта в январе – августе была отрицательной (минус 9% г/г и минус 11,9% г/г соответственно).

Инфляция остается ниже целевого диапазона ЦБ РА, замедлившись в сентябре до 0,6% г/г после 1,3% г/г в августе. Это связано с динамикой цен в продовольственном сегменте – продукты питания подешевели на 1,0% г/г в сентябре после роста на 1,0% г/г месяцем ранее. В сентябре продолжал ускоряться рост цен на услуги, составив 3,6% г/г после 3,3% г/г в августе. Вместе с тем усилилась дезинфляция в непродовольственном сегменте из-за снижения цен на импортируемые товары. Инфляция остается ниже целевого интервала ЦБ РА. Мы прогнозируем рост цен на уровне 1,5% г/г к концу года.

Центральный банк снизил ставку рефинансирования в шестой раз в этом году. На заседании 10 сентября она была понижена на 0,25 п.п. – до 7,5%. Решение было принято в условиях слабого инфляционного фона и снижения инфляционных ожиданий. С начала цикла смягчения денежно-кредитной политики во втором полугодии 2023 г. ставка рефинансирования суммарно уменьшилась на 3,25 п.п. Мы ожидаем, что на ближайшем заседании ЦБ РА вновь понизит ставку рефинансирования на фоне слабой динамики цен.

Баланс государственного бюджета сформировался с дефицитом в 0,9% ВВП¹⁷ в январе – августе 2024 г. (в аналогичном периоде 2023 г. профицит составлял 0,8% ВВП). Налоговые доходы увеличились на 8,1% г/г, в то время как расходы – на 19,4% г/г. И это 18% запланированного на текущий год уровня дефицита в размере 4,8% ВВП (60% запланированных доходов и 53% – расходов), что создает возможность для увеличения государственных расходов в ближайшем квартале. В то же время существуют риски осложнения реализации планов по расходам бюджета из-за более медленного роста налоговых поступлений.

Врезка 2. Структурные изменения экономики Армении в 2022-2023 гг. и текущие тенденции.

Факторы роста в 2022-2023 гг.

В течение последних нескольких лет Армения оставалась лидером среди стран ЕАЭС по темпам экономического роста. Такая динамика ВВП была обеспечена высоким уровнем внешнего спроса, а также притоком большого количества финансовых и трудовых ресурсов. Это ускорило рост и увеличило доходы в основном в секторах услуг и торговли. В течение 2022–2023 гг. в Армению релоцировалось 13 тыс. предприятий¹⁸, 55% из которых – в ИТ-сектор, а число зарегистрированных работников-нерезидентов увеличилось до 19 тысяч (по состоянию на июль) – почти в четыре раза по сравнению с 2021 г. В то же время благоприятная конкурентная среда, сложившаяся в российской экономике, ускорила экспортные поставки из Армении в 2022–2023 гг. В период 2019–2021 гг. средний рост ВВП составлял 2,1% в год, 1,5 п.п. из которых было обеспечено сектором услуг и торговли, чистый экспорт обеспечивал в среднем 1,9 п.п.

¹⁷ ВВП последних четырех кварталов.

¹⁸ Источник: ЦБ РА (по состоянию на 2024 г.)

В период 2022-2023 гг. средний рост ВВП ускорился до 10,5% в год, вклад услуг и торговли увеличился до 7,8 п.п., а вклад чистого экспорта – до 5,9 п.п. (рисунки 3А и 3Б).

Рисунок 3А. Вклад секторов экономики в прирост ВВП за последние 5 лет

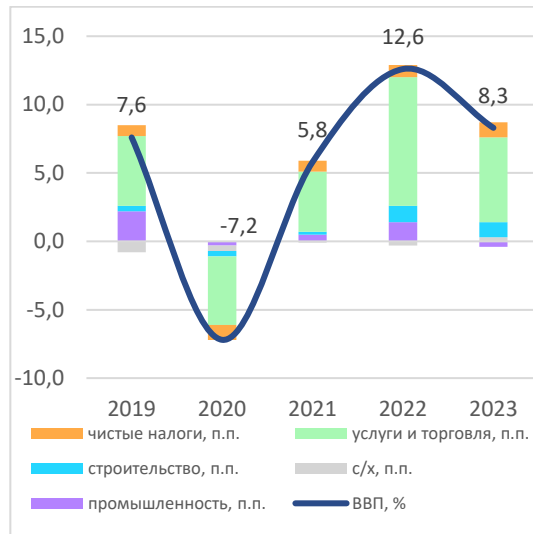
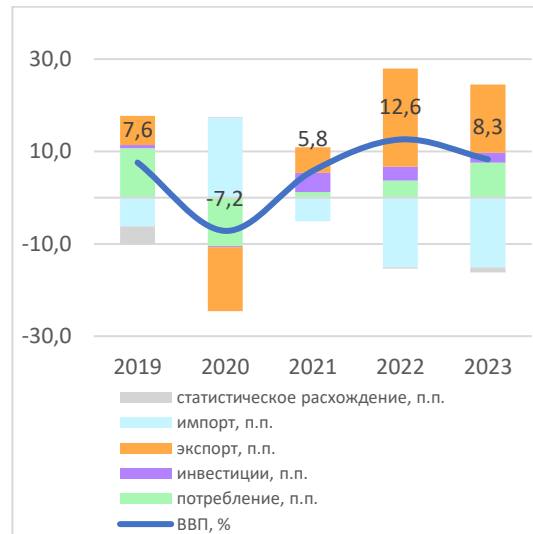


Рисунок 3Б. Вклад компонентов спроса в прирост ВВП за последние 5 лет



Источники: Армстат, расчеты аналитиков ЕАБР.

Улучшение показателей торгового баланса и чистых денежных переводов привели к значительному укреплению курса драма. В 2022 г. и 2023 г. приток трансграничных переводов физических лиц в Армению составил соответственно 5,1 и 5,6 млрд долл. против 1,9 млрд долл. в среднем за год в 2019–2021 гг. Вместе с увеличением объемов экспорта товаров и услуг, это привело к укреплению реального эффективного курса драма почти на 94% в конце 2023 г. по сравнению с концом 2019 г. (рисунки 4А и 4Б).

Рисунок 4А. Чистые трансграничные переводы физических лиц за последние 5 лет, млн долларов

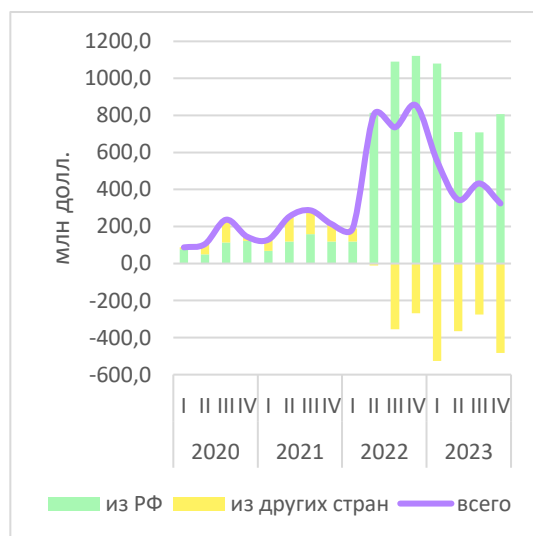


Рисунок 4Б. Динамика номинального и реального курса драма за последние 5 лет



Источники: ЦБ РА, расчеты аналитиков ЕАБР.

Приток денежных переводов, во-первых, способствовал росту доходов в неиндустриальных секторах экономики и направил в эти сектора потоки производственных ресурсов¹⁹. По оценкам ЦБ РА, доля занятых в низкопроизводительных секторах увеличилась до 13% на конец 2023 г. с 10,5% в январе 2019 г.²⁰ Во-вторых, укрепление курса драма ограничило конкурентоспособность экспорта товаров, который, по итогам 2023 г. без учета торговли драгоценными металлами, снизился по сравнению с 2022 г. (рисунок 5Б).

Текущие тенденции и перспективы экономики.

В 2024 г. темпы роста экономики остаются высокими, но несколько замедляются. Это связано в первую очередь с уменьшением внешнего спроса после высоких уровней в 2022–2023 гг. Структура экономического роста (рисунки 5А и 5Б, рисунок 6А) изменилась в конце 2023 г. и первом полугодии 2024 г. – значительно увеличилась роль промышленного производства, которое обеспечило 1 п.п. роста из 6,5% г/г в январе – июне против минус 0,3 п.п. в аналогичном периоде прошлого года. Это связано в первую очередь с увеличением производства и внешней торговли драгоценными металлами.

Рисунок 5А. Вклад секторов экономики в прирост ВВП в 2023-2024 гг.

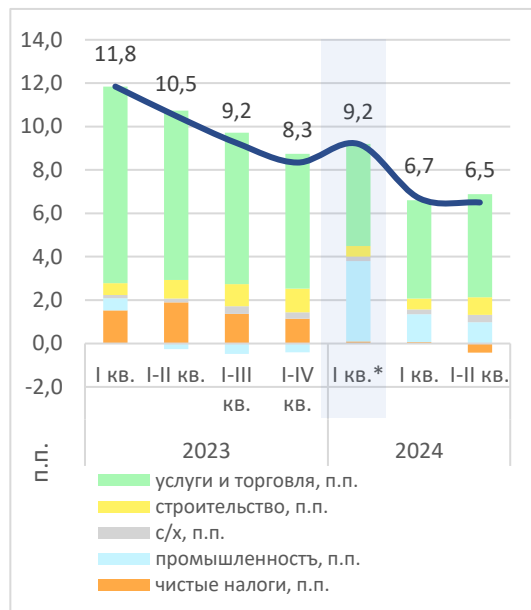
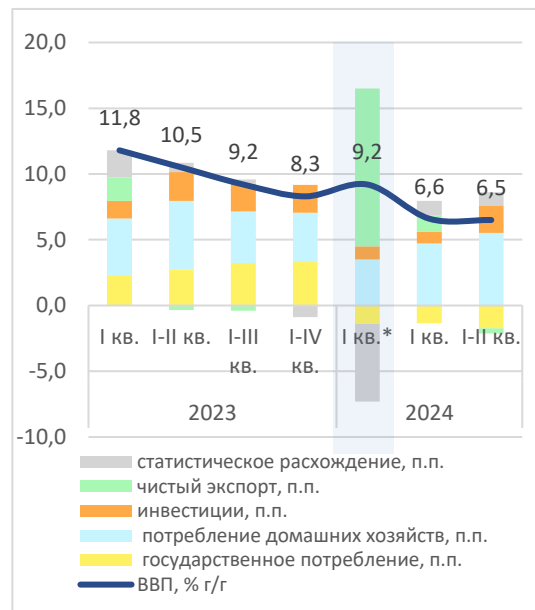


Рисунок 5Б. Вклад компонентов спроса в прирост ВВП в 2023-2024 гг.



Примечание: * - показатели роста ВВП I квартала до пересмотра в августе 2024 г.

Источники: Армстат, расчеты аналитиков ЕАБР.

Вместе с тем, мы наблюдаем, что реэкспорт драгоценных металлов перестал играть существенную роль начиная с июня текущего года (рисунок 5А), а вклад чистого экспорта в экономический рост и вовсе стал отрицательным (рисунок 5Б) по итогам первого полугодия. Без учета реэкспорта, снизились в том числе и объемы экспорта и импорта товаров

¹⁹ Подробное описание влияния: [Макроэкономический обзор ЕАБР, август 2023 г, Врезка 1.](#)

²⁰ [Отчет по денежно-кредитной политике, III квартал, сентябрь 2024, ЦБ РА.](#)

по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года (рисунок 6Б). Основным драйвером экономики вновь становится сектор услуг, кроме ИТ- сектора, где зафиксирован спад с начала года.

Рисунок 6А. Динамика показателя экономической активности в 2024 году

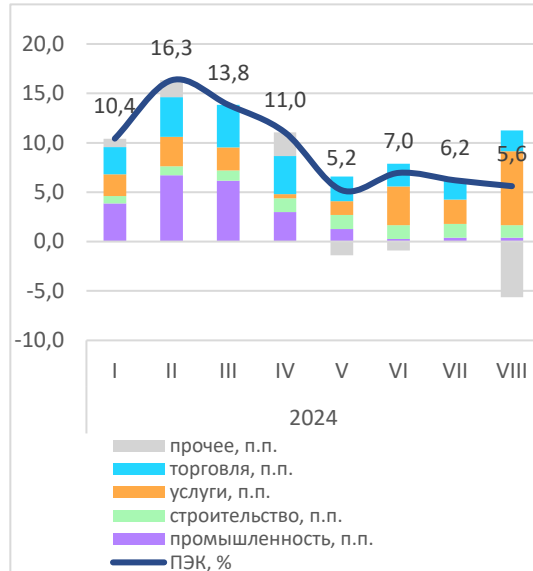


Рисунок 6Б. Номинальные объемы экспорта и импорта, млн долларов



Примечание: * - без торговли драгоценными металлами.

Источники: Армстат, расчеты аналитиков ЕАБР.

С учетом указанных факторов – снижения внешнего спроса, ограничений конкурентоспособности экспорта из-за укрепления курса драма (на 105% с 2019 г. по состоянию на август 2024 г.), тенденции перетока ресурсов в неиндустриальный сектор (доля занятых в низкопроизводительных секторах достигла 14% в июне 2024 г.), а также исчерпания влияния реэкспорта в оставшейся части года – рост экономики будет замедляться. Без дополнительных импульсов темпы роста вернуться к своим устойчивым значениям (4,5–5%).

Таблица 1. Экономические показатели Армении

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Показатель экономической активности, прирост в % г/г	2023	11,1	11,3	14,0	12,3	13,6	6,8	6,0	10,9	5,3	6,0	11,2	9,5
	2024	10,4	16,3	13,8	11,0	5,2	7,0	6,2	5,6				
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2023	1,4	0,7	8,6	-0,8	5,3	-7,4	-2,4	-3,7	-4,3	0,6	23,8	20,0
	2024	19,3	37,3	30,9	16,6	6,9	1,3	2,2	2,1				
Объем продукции сельского хозяйства (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2023			1,4			2,0			1,7			-0,3
	2024			3,7			4,0						
Объем выполненных строительных работ, прирост в % г/г	2023	12,2	13,9	19,0	19,6	18,4	18,1	17,8	17,5	15,7	13,6	11,4	11,5
	2024	9,5	11,7	13,1	17,8	18,1	18,0	17,7	16,5				
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2023	1,3	0,6	2,5	7,9	9,1	8,7	9,4	10,4	10,6	17,1	21,2	22,8
	2024	4,1	10,0	12,9	12,3	11,7	10,9	8,0	5,5				
Инфляция, % г/г	2023	8,1	8,1	5,4	3,2	1,3	-0,5	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,5	-0,6
	2024	-0,9	-1,7	-1,2	-0,7	0,3	0,8	1,4	1,3	0,6			

Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млн долл. США	2023	-301,3	-288,7	-483,4	-410,2	-422,3	-435,2	-345,0	-415,9	-340,9	-447,5	-99,2	96,8
	2024	-396,6	-243,5	-258,7	-208,9	-257,1	-320,4	-370,4	-263,7				
Экспорт товаров, млн долл. США	2023	452,2	563,6	664,6	554,3	608,2	535,7	568,3	597,7	607,1	747,4	1150,9	1461,9
	2024	949,7	1634,5	1860,8	1662,9	962,2	862,0	817,8	945,0				
Импорт товаров, млн долл. США	2023	754,2	855,4	1109,7	893,2	1025,1	972,0	906,7	1018,7	948,0	1194,9	1250,1	1365,1
	2024	1346,3	1878,0	2119,5	1871,8	1219,3	1182,4	1188,2	1208,7				
Трансграничные переводы физических лиц в РА в драма, прирост в % г/г	2023	148,0	224,3	49,4	27,3	-10,5	-31,9	-37,4	4,3	-23,9	-12,0	-19,4	-17,4
	2024	-4,5	-40,9	-5,2	-0,4	-4,2	-1,5	29,2	7,1				
Среднемесячный курс драма к долл. США	2023	395,9	393,5	388,4	387,7	386,6	386,7	386,5	386,2	386,9	404,3	402,5	404,5
	2024	405,0	404,3	400,4	391,0	387,8	388,1	388,1	388,1	387,4			

Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Ставка рефинансирования (на конец месяца), %	2023	10,75	10,75	10,75	10,75	10,75	10,50	10,50	10,25	9,75	9,50	9,50	9,25
	2024	8,75	8,75	8,50	8,25	8,25	8,00	7,75	7,75	7,50			
Денежный агрегат M2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2023	13,6	15,3	16,8	16,8	19,8	21,0	23,2	23,7	22,9	22,7	21,3	22,1
	2024	21,4	21,3	18,8	17,7	17,3	15,8	15,6	15,2				
Кредиты коммерческих банков резидентам (на конец месяца), прирост в % г/г	2023	5,7	5,3	6,8	9,4	10,5	15,1	16,9	17,6	19,2	22,1	21,8	21,9
	2024	21,7	21,7	19,7	19,9	20,0	20,3	19,9	22,1				
Доля необслуживаемых кредитов и займов в общем объеме кредитов и займов, %	2023	2,8	2,7	2,7	2,5	2,6	2,9	2,9	2,8	3,0	2,6	2,8	2,4
	2024	2,4	2,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,3				

Фискальный сектор													
		янв	янв-фев	янв-мар	янв-апр	янв-май	янв-июн	янв-июл	янв-авг	янв-сен	янв-окт	янв-ноя	янв-дек
Баланс государственного бюджета, млрд драмов	2023	78,2	54,5	60,9	170,2	101,0	134,7	96,5	71,6	74,6	-19,0	-62,7	-188,9
	2024	68,6	3,8	-0,9	46,3	-0,1	11,0	-58,0	-84,6				
Доходы государственного бюджета, млрд драмов	2023	172,0	300,5	483,6	789,9	955,0	1161,1	1334,0	1502,2	1708,5	1895,4	2069,7	2358,7
	2024	184,4	324,4	525,0	863,4	1029,0	1243,7	1437,3	1624,0				
Расходы государственного бюджета, млрд драмов	2023	93,9	246,0	422,7	619,7	854,0	1026,4	1237,5	1430,6	1633,9	1914,4	2132,4	2547,6
	2024	115,7	320,7	525,9	817,1	1029,1	1232,7	1495,3	1708,6				

Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов

* предварительные данные

РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

Белорусская экономика сохраняет высокие темпы роста, но появились признаки замедления. Внутренний спрос остается драйвером экономической активности. Инфляция вблизи верхней границы целевого коридора. Рост дефицита внешней торговли товарами балансируется увеличением положительного сальдо в торговле услугами.

Экономика Беларуси выросла на 4,9% г/г в январе – августе 2024 г. после 5,5% г/г в январе – июле. Замедление темпов экономического роста произошло в основном за счет сельскохозяйственного производства, где рост замедлился до 7,2% г/г в январе – августе после 17% г/г в январе – июле. Это связано с более ранним началом уборочной кампании: сбор зерновых существенно превысил прошлогодний уровень в июне – июле и оказался заметно ниже в августе. Кроме того, в большинстве ключевых отраслей отмечается некоторое замедление роста выпуска. Промышленность, оставаясь важнейшим драйвером экономики, обеспечила 1,9 п.п. прироста ВВП на фоне увеличения выпуска на 7,1% г/г в январе – августе после 7,5% г/г в январе – июле. Высокие темпы роста сохранились в строительстве: объем производства увеличился на 9% г/г в январе – августе после 9,5% в январе – июле, обеспечив 0,4 п.п. прироста ВВП. Вклад транспортной отрасли составил 0,3 п.п. роста ВВП на фоне увеличения объема услуг на 6,1% г/г в январе – августе (после 6,5% г/г в январе – июле). Следует отметить, что постепенное увеличение объемов производства в секторе информационных технологий продолжилось: в январе – августе рост составил 0,4% г/г после 0,2% г/г за январь – июль.

Потребительский спрос продолжает расширяться высокими темпами. Розничный товарооборот демонстрирует устойчивый рост – на 12% г/г после 11,8% г/г в январе – июле. Потребление домашних хозяйств растет на фоне увеличения реальных доходов населения и расширения потребительского кредитования.

Инвестиционная активность остается высокой. Инвестиции в основной капитал выросли на 7,1% г/г в январе – августе после 8% г/г в январе – июле. Драйвером (более 70% прироста) выступает увеличение расходов на машины и оборудование (+13,3% г/г), чему во многом способствовали стимулирующие меры правительства в виде льгот на импорт.

Реальная заработная плата выросла на 13,2% г/г за январь – август 2024 г., почти сохранив темпы роста января – июля. Источниками роста выступают увеличение прибылей компаний и индексация зарплат в бюджетной сфере на фоне дефицита на рынке труда. При продолжающемся снижении числа занятых (минус 0,8% г/г по итогам августа) сохраняется устойчивый рост количества вакансий – почти на 20% с января по конец июля текущего года: показатель обновил исторический максимум, достигнув 3,2% от численности рабочей силы. При этом уровень безработицы во II квартале снизился до 3% – минимального значения за

весь период наблюдений. Дефицит трудовых ресурсов может стать сдерживающим фактором для роста экономики в ближайшей перспективе.

Инфляция в Беларуси составила 6% г/г в сентябре 2024 г. после 6,1% г/г в августе. Динамика изменения цен на компоненты потребительской корзины была разнонаправленной. Инфляция непродовольственных товаров замедлилась до 4,2% г/г в сентябре после 4,4% г/г в августе. Снизились темпы роста цен в сфере услуг, в основном на услуги гостиниц, кафе и ресторанов (5,6 % г/г в сентябре после 6% г/г в августе). Вместе с тем продолжается ускорение роста цен на продовольствие (6,3% г/г в сентябре после 6,1% г/г в августе). Драйвером роста цен на продовольствие стали молочные продукты, из-за устойчивого повышения стоимости кормов на мировых рынках. Ускорила устойчивая часть инфляции составила 5,1% г/г в сентябре, ускорившись на 0,3 п.п. по сравнению с августом. Повышенная инфляция в России и устойчивый рост спроса остаются основными проинфляционными факторами, однако их влияние сдерживается административным регулированием цен. По итогам года [ожидаем](#) инфляцию около 6%.

Денежно-кредитные условия значительно не изменились. Ставка рефинансирования сохраняется неизменной с конца июня 2023 г. Процентные ставки по кредитам банков незначительно повысились и составили для юридических лиц 10,7% в августе после 10,2% в июле, для физических – остались на уровне 10%. При этом кредитный портфель банков юридическим лицам сократился на 0,2% м/м в августе 2024 г. после роста на 0,3% м/м в июле. Кредитный портфель физических лиц сохраняет уверенный рост: на 2,3% м/м в августе, что соответствует темпам роста в среднем за предыдущие четыре месяца.

Профицит внешней торговли товарами и услугами составил 0,3 млрд долл. в январе – августе 2024 г., или около 0,5% ВВП, что незначительно отличается от уровня за аналогичный период прошлого года (0,4% ВВП). При этом дефицит внешней торговли товарами существенно вырос, достигнув 2,1 млрд долл. в январе – августе 2024 г. после 1,6 млрд долл. годом ранее. Расширение отрицательного сальдо произошло на фоне более низких темпов роста экспорта (4,2% г/г) по сравнению с импортом (5,5% г/г), который вырос за счет промежуточных и потребительских товаров. Увеличение дефицита внешней торговли товарами было во многом нивелировано расширением профицита торговли услугами, составившего 2,2 млрд долл. за январь – август 2024 г. Этому способствовал рост экспорта услуг (7,6% г/г) на фоне сокращения их импорта (минус 1,5% г/г).

Золотовалютные резервы Беларуси выросли на 0,73 млрд долл. с начала года и составили 8,9 млрд долл. на 1 октября 2024 г. Рост резервов обеспечен увеличением стоимости золота в составе резервов на 1 млрд долл. на фоне роста мировых цен. При этом резервы в иностранной валюте уменьшились на 0,3 млрд долл.

Таблица 2. Экономические показатели Беларуси

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2023	-4,9	-3,5	-2,0	-0,6	0,9	2,0	2,9	3,1	3,5	3,8	3,8	3,9
	2024	2,8	4,0	4,1	5,1	5,2	5,0	5,5	4,9				
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2023	-4,1	0,5	9,2	3,8	11,3	15,5	13,7	13,5	9,7	7,1	6,9	5,5
	2024	5,4	8,8	5,3	11,3	9,2	2,6	9,9	4,3				
Объем продукции сельского хозяйства, прирост в % г/г	2023	3,4	2,3	3,1	6,0	11,6	-6,1	11,0	-14,1	4,9	8,3	2,2	4,0
	2024	4,3	9,8	6,7	6,9	12,0	17,6	36,3	-15,9				
Инвестиции в основной капитал, прирост в % г/г	2023	-4,1	-4,0	-0,5	-1,1	24,5	26,3	17,6	21,3	22,0	23,1	20,1	21,0
	2024	3,3	3,9	5,9	24,2	7,8	2,4	11,7	1,3				
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2023	-2,9	-4,1	-3,6	10,5	13,5	12,8	8,3	11,2	12,2	15,4	13,4	11,7
	2024	9,9	15,4	14,0	9,4	12,4	8,6	13,0	13,2				
Реальные располагаемые денежные доходы населения (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2023	-0,9	-1,1	0,3	1,6	3,0	3,9	4,5	5,1	5,8	6,1	6,1	6,3
	2024	5,1	7,8	9,1	9,8	9,6	9,6	9,9					
Инфляция, % г/г	2023	12,0	11,7	6,0	4,7	3,7	2,9	2,7	2,3	2,0	3,7	5,4	5,8
	2024	5,9	5,6	5,6	5,6	5,7	5,8	5,5	6,1	6,0			
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млн долл. США	2023	-178	-164	-219	-270	-194	-137	-162	-77	97	-172	-349	-532
	2024*	-102	-244	-373	-373	-254	-85	-525	-106				
Экспорт товаров, млн долл. США	2023	2 965	3 118	3 454	2 939	3 095	3 293	3 191	3 401	3 484	3 504	3 525	3 398
	2024*	3 004	3 116	3 324	3 152	3 361	3 470	3 396	3 484				
Импорт товаров, млн долл. США	2023	3 143	3 282	3 673	3 208	3 289	3 431	3 352	3 478	3 387	3 676	3 874	3 931
	2024*	3 106	3 359	3 697	3 525	3 615	3 555	3 921	3 590				
Сальдо внешней торговли услугами, млн долл. США	2023	238	232	278	230	216	203	203	225	295	196	247	267
	2024*	226	206	298	278	297	274	301	365				
Среднемесячный курс белорусского рубля к доллару США	2023	2,662	2,755	2,842	2,930	2,895	2,969	3,028	3,153	3,257	3,284	3,136	3,179
	2024	3,172	3,227	3,232	3,258	3,214	3,190	3,176	3,157	3,191			
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Ставка рефинансирования (на конец месяца), %	2023	11,50	11,50	11,00	10,50	9,75	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50
	2024	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50			
Денежный агрегат М2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2023	31,1	32,9	33,7	33,2	34,6	36,6	36,0	36,0	36,9	35,8	34,4	34,3
	2024	32,5	33,3	32,7	32,7	31,7	31,2	31,1	31,7				
Выданные новые кредиты в рублях (за месяц), прирост в % г/г	2023	49,5	48,0	99,5	88,1	101,1	96,3	59,9	56,7	33,4	45,6	47,0	3,3
	2024	29,6	34,9	27,6	29,4	20,7	13,2	30,0	11,1				
Задолженность по кредитам в рублях, выданным банками (на начало месяца), млрд руб.	2023	39,3	39,8	40,2	40,8	43,3	43,6	44,8	46,1	47,1	48,9	50,5	51,3
	2024	52,0	52,8	53,2	54,4	56,1	56,8	57,4	59,0				
Доля необслуживаемых активов банков в активах, подверженных кредитному риску (на начало месяца), %	2023	4,9	5,0	4,6	4,5	3,9	3,9	3,8	5,0	5,2	5,3	4,7	4,8
	2024	5,0	5,3	5,2	4,8	4,4	4,4	4,5	3,8				
Фискальный сектор													
		янв	янв-фев	янв-мар	янв-апр	янв-май	янв-июн	янв-июл	янв-авг	янв-сен	янв-окт	янв-ноя	янв-дек
Сальдо бюджета центрального правительства, млрд руб.	2022	1,6	1,3	0,8	0,0	-0,7	-1,5	-1,2	-1,6	-1,8	-1,2	-1,5	-3,2
	2023												
Доходы бюджета центрального правительства, млрд руб.	2022	4,9	8,2	11,5	16,2	19,2	22,6	27,6	31,1	34,9	40,4	44,4	49,1
	2023												
Расходы бюджета центрального правительства, млрд руб.	2022	3,2	6,9	10,7	16,2	19,9	24,1	28,7	32,7	36,8	41,6	45,9	52,3
	2023												

Источник: национальные ведомства, расчеты авторов

* предварительные данные

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

Рост ВВП Казахстана ускоряется благодаря высокой активности в сфере услуг. Динамика цен на услуги препятствует более быстрому снижению инфляции. В этих условиях НБ РК приостановил снижение базовой ставки. Дефицит государственного бюджета в январе – августе складывается ниже, чем в аналогичном периоде 2023 г.

Рост ВВП Казахстана ускорился до 4,0% г/г в январе – сентябре 2024 г. после 3,7% г/г в январе – августе. Наибольшее расширение экономической активности зафиксировано в сельском хозяйстве (11,4% г/г), в секторах строительства (10,1% г/г), транспорта и складирования (8,0% г/г), а также связи (6,4% г/г). Динамика в строительном секторе поддерживалась в том числе мерами правительства по строительству домов для пострадавших от паводков²¹. Наряду с этим положительная динамика отмечена в торговле (6,3% г/г) и обрабатывающей промышленности (4,8% г/г). Составной индекс производительности PMI вырос до 51,8 в сентябре после 50,0 в августе. Компании расширяют штат сотрудников пятый месяц подряд на фоне существенного притока новых заказов (IHS Markit (2024)).

Рост инвестиций в обрабатывающих секторах составил 12,4% г/г в январе – августе 2024 г. Инвестиции в основной капитал несырьевого сектора увеличились на 13,4% г/г. При этом полагаем, что объем капиталовложений в горнодобывающей отрасли продолжит сдерживать рост общего объема инвестиций на фоне завершения крупных проектов.

Профицит торгового баланса Республики Казахстан в январе – августе 2024 г. сложился на уровне 15,4 млрд долл., что на 4,0 млрд долл. больше, чем в аналогичном периоде годом ранее. Улучшению показателя способствовал рост номинального объема экспорта на 3,3% г/г и снижение импорта на 5,6% г/г. Ключевой вклад в увеличение экспорта внесли поставки за рубеж энергоресурсов (1,9 п.п.) и продукции химической промышленности (1,5 п.п.). Сдерживающее влияние на динамику экспорта оказало снижение стоимостного объема вывозимых продуктов животного и растительного происхождения (минус 1,3 п.п.), а также машин и оборудования (минус 0,2 п.п.). Снижение импорта преимущественно связано с падением стоимостного объема ввозимых машин и оборудования и минеральных продуктов²².

Инфляция составила 8,3% г/г в сентябре 2024 г. после 8,4% г/г месяцем ранее. Реформирование тарифов на жилищно-коммунальные услуги препятствует более быстрому замедлению роста потребительских цен. Так, годовой рост цен на услуги в сентябре сохранился на уровне предыдущего месяца, составив 13,6% г/г. В то же время инфляция продовольственной

²¹ Официальный Telegram-канал Правительства РК. 2 576 домов для пострадавших от паводка семей построено в Казахстане за 3,5 месяца. 24 сентября 2024 г. <https://t.me/KZgovernment>

²² Вклад в темпы сокращения импорта соответственно: минус 0,6 п.п. и минус 10,6 п.п.

корзины замедлилась до 5,1% г/г в сентябре после 5,5% г/г месяцем ранее, что связано с ослаблением ценового давления со стороны мировых товарно-сырьевых рынков. Индекс цен непродовольственных товаров вырос на 7,6% г/г (7,7% г/г месяцем ранее). Ослабление тенге в летние месяцы замедляло снижение инфляции. По нашей оценке, инфляция на конец 2024 г. сложится вблизи 8% г/г.

Национальный банк Казахстана сохранил базовую ставку на уровне 14,25% на октябрьском заседании. Инфляция во втором полугодии замедляется медленнее, чем в начале года. Инфляционные ожидания в сентябре вновь повысились, а проинфляционные риски сохраняют актуальность. Риторика регулятора осталась прежней: для достижения цели по инфляции 5% в среднесрочной перспективе требуется поддержание умеренно жестких денежно-кредитных условий в течение длительного времени. Мы ожидаем сохранения базовой ставки на текущем уровне до конца года.

Дефицит государственного бюджета Казахстана в январе – августе 2024 г. составил 1,7 трлн тенге, годом ранее – 1,9 трлн тенге. Доходы бюджета выросли на 10,8% г/г. Рост обеспечен увеличением неналоговых поступлений (в 4,1 раза) и объема трансферта из Национального фонда (на 19,8% г/г). Сдерживающее влияние на увеличение доходной части бюджета оказывает снижение поступлений по налогам на добавленную стоимость и акцизам. Расходы государственного бюджета выросли на 12,3% г/г на фоне увеличения трат на образование, социальное обеспечение и обслуживание долга.

Присвоенный Казахстану суверенный рейтинг стал наивысшим за все годы независимости республики. Международное рейтинговое агентство Moody's повысило долгосрочный рейтинг Республики Казахстан с Вaa2 до Вaa1, прогноз «Стабильный». Прогресс в реформировании сферы государственного управления и проводимая [политика по диверсификации экономики](#) – ключевые факторы присвоения высокого рейтинга. Аналитики также отметили, что рост транзита грузов по Транскаспийскому международному торговому маршруту (Средний коридор) продолжит играть ведущую роль в процессах роста и диверсификации экономики. Помимо этого, повышению суверенного рейтинга способствовали устойчивые финансовые показатели Казахстана.

Таблица 3. Экономические показатели Казахстана

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2023	5,6	4,3	4,9	5,0	4,5	5,0	4,8	4,9	4,7	4,7	4,9	5,1
	2024*	3,9	4,2	3,9	н/д	3,2	3,2	н/д	3,7	4,0			
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2023	1,4	1,7	5,2	5,7	-1,9	10,5	2,7	5,4	9,4	7,4	0,9	3,6
	2024	3,4	3,8	3,0	1,4	2,1	2,8	3,5	3,8				
Объем продукции сельского хозяйства, прирост в % г/г	2023	3,3	4,5	2,8	3,8	3,2	2,4	0,8	-4,3	-20,9	-1,8	-5,8	8,6
	2024	0,5	4,1	2,5	3,5	1,4	6,4	4,4	3,6				
Объем выполненных строительных работ, прирост в % г/г	2023	12,5	13	18	14,5	3,9	10,6	11,0	6,8	15,1	10,7	12,7	14,7
	2024	12,8	12,8	18,3	4,6	0,4	11,7	9,4	10,2				
Инвестиции в основной капитал, прирост в % г/г	2023	18,3	20,1	12	23	14,7	1,8	9,0	10,9	12,4	15,8	31,5	9,0
	2024	0,6	14,0	-13,3	-16,8	-9,3	6,1	21,3	-0,5				
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2023	20,8	6,5	11,3	5,8	5,4	7,9	9,3	1,3	7,8	6,0	14,2	9,7
	2024	3,7	5,5	5,3	6,3	5,3	7,3	7,1	11,4				
Инфляция, % г/г	2023	20,7	21,3	18,1	16,8	15,9	14,6	14,0	13,1	11,8	10,8	10,3	9,8
	2024	9,5	9,3	9,1	8,7	8,5	8,4	8,6	8,4	8,3			
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млрд долл. США	2023	1,8	1,6	1,3	1,9	0,8	1,3	1,3	1,6	1,6	2,0	1,7	2,0
	2024*	1,7	2,3	1,7	2,0	1,9	2,0	1,7					
Экспорт товаров, млрд долл. США	2023	6,0	6,2	6,7	6,9	6,2	6,4	6,7	6,7	6,3	7,0	6,8	7,2
	2024*	5,9	6,4	6,3	7,1	7,1	6,8	6,8	7,2				
Импорт товаров, млрд долл. США	2023	4,3	4,6	5,4	5,1	5,4	5,1	5,4	5,1	4,7	5,0	5,1	5,2
	2024*	4,2	4,1	4,5	5,1	5,1	4,8	5,1	5,1				
Среднемесячный курс тенге к долл. США	2023	462,6	451,9	450,0	451,3	446,6	448,5	445,2	451,9	467,9	476,7	463,6	457,8
	2024	451,3	450,0	449,7	446,3	442,2	454,7	474,9	478,3	479,9			
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Базовая ставка НБРК (на конец месяца), %	2023	16,75	16,75	16,8	16,75	16,75	16,75	16,75	16,50	16,50	16,00	15,75	15,75
	2024	15,25	14,75	14,75	14,75	14,75	14,50	14,25	14,25	14,25			
Денежный агрегат М2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2023	18,1	13,8	20,2	20,7	23,7	21,2	15,3	17,4	15,1	13,2	16,1	16,8
	2024	16,1	18,8	15,7	16,3	15,8	16,6	21,1	18,8				
Кредитный портфель от банков второго уровня экономике (на конец месяца), прирост в % г/г	2023	23,1	19,9	20,4	22,4	23,5	21,7	22,1	23,0	22,7	22,4	21,0	22,4
	2024	22,3	24,2	23,9	22,6	22,4	23,3	22,8	22,5				
Доля кредитов с просроченной задолженностью, %	2023	3,4	3,4	3,4	3,5	3,6	3,3	3,4	3,4	3,3	3,3	3,2	3,2
	2024	2,9	3,0	3,0	3,1	3,2	3,1	3,1	3,2				
Фискальный сектор													
		янв	янв-фев	янв-мар	янв-апр	янв-май	янв-июн	янв-июл	янв-авг	янв-сен	янв-окт	янв-ноя	янв-дек
Баланс государственного бюджета, млрд тенге	2023	123	77	-382	-532	-651	-1631	-2393	-1868	-2224	-2198	-1885	-2811
	2024	110	16	-271	-202	-260	-966	-1740	-1677				
Доходы государственного бюджета, млрд тенге	2023	1733	3902	5569	7515	9895	11382	12805	15378	17124	19224	22169	24917
	2024	1646	4224	5994	8225	10687	12344	14529	17043				
Расходы государственного бюджета, млрд тенге	2023	1540	3640	5707	7789	9998	12333	14465	16414	18441	20501	23068	26760
	2024	1521	4146	6143	8259	10727	13133	16025	18434				

Источник: национальные ведомства, расчеты авторов

* предварительные данные

КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

Высокие показатели роста фиксируются на фоне расширения инвестиционной активности. Инфляция ниже целевого ориентира, но по итогам сентября начала ускоряться. Ожидаем возврата инфляции в целевой диапазон к концу 2024 г., что создает предпосылки для сохранения учетной ставки на уровне 9%. Профицит государственного бюджета увеличился за счет повышения налоговых поступлений от внешнеэкономической деятельности.

Рост ВВП Кыргызстана ускорился до 8,4% г/г в январе – сентябре 2024 г. после 6,6% г/г в январе-августе 2024 г. Большую часть роста обеспечил строительный сектор, внутренняя торговля и сельское хозяйство. Высокая потребительская активность сопровождается ростом реальной заработной платы, чистого притока денежных переводов и потребительского кредитования. Положительная динамика сельского хозяйства сформировалась в условиях многоводья в мае – сентябрь 2024 г., после прошлогоднего маловодья. Объем промышленного производства вырос на 4,2% г/г в январе – сентябре после 0,7% г/г в январе – августе. Положительное влияние на динамику показателя оказало снижение темпов падения объемов производства основных металлов до 6,7% г/г в январе – сентября с 12,9% г/г в январе – августе. Сокращение выпуска в добывающих отраслях продолжило сдерживать экономическую активность.

Инвестиции остаются ключевым драйвером роста экономики. Объем вложений увеличился на 59,3% г/г в январе – августе 2024 г. Рост инвестиционной активности сосредоточен в трех секторах: добыча полезных ископаемых, транспорт и энергетика, обеспечившие около 70% роста всех инвестиций. Ключевыми источниками финансирования продолжают оставаться международные институты развития. В августе также вырос объем инвестиций за счет кредитов банков (в 16,8 раза по сравнению с январем-августом 2023 г.). Полагаем, что инвестиционная активность в текущем году продолжит формировать основу экономического роста республики.

Внешнеторговый оборот Кыргызской Республики вырос на 4,7% г/г в январе – июле 2024 г. Рост показателя обеспечен увеличением стоимостного объема импорта на 6,7% г/г, при этом экспорт сократился на 3,7% г/г. Импорт вырос преимущественно за счет увеличения ввоза продукции из Китая (на 32,7% г/г). В структуре импорта из Китая наибольшая доля принадлежит тканям, а также машинам и оборудованию. Снижение экспорта связано с сокращением стоимости поставок в Россию и Казахстан на 24,1% г/г и 15,9% г/г соответственно. Полагаем, что снижение поставок

машин и оборудования в страны ЕАЭС продолжится во второй половине 2024 г. в связи с изменением правил таможенного регулирования²³.

Инфляция в сентябре повысилась до 4,9% г/г, после 3,8% г/г месяцем ранее. В сентябре продовольственная инфляция повысилась до 2,0% г/г после 0,4% г/г и 0% г/г в июле, августе соответственно. Ускорение показателя сформировано за счет роста цен на мясо на 5,3% м/м, на фоне высокого спроса со стороны зарубежных потребителей. Инфляция в сфере услуг повысилась до 9,3% г/г в сентябре с 7,3% г/г месяцем ранее, что связано с удорожанием услуг образования на 14,2% м/м. Рост цен на алкоголь и табачные изделия на 10,2% г/г связан с повышением акцизов. Инфляция непродовольственных товаров замедлилась до 5,6% г/г. Полагаем, что IV квартале 2024 г. инфляция будет находиться в целевом диапазоне 5-7%.

Национальный банк Кыргызской Республики сохранил учетную ставку на уровне 9% на августовском заседании. Согласно НБ КР, замедление годовой инфляции обусловлено преимущественно снижением темпов роста цен на продовольствие. При этом инфляция в непродовольственном сегменте и секторе услуг остается повышенной. Регулятор ожидает, что к концу года инфляция вернется в целевой ориентир 5–7%. На основании этого мы [прогнозируем](#), что учетная ставка до конца года сохранится на уровне 9%.

Профицит государственного бюджета составил 5,5% ВВП в январе – июле 2024 г. (1,2% ВВП годом ранее). Доходы выросли на 21,1% г/г, что обеспечено в большей степени увеличением поступлений НДС на импортные товары. Рост неналоговых платежей в бюджет на 7,0% г/г сформирован за счет повышения доходов от собственности и процентов на 6,3% г/г. Рост расходов на 8,9% г/г преимущественно связан с увеличением трат на цели развития экономики (в 2,5 раза). В соответствии с Основными направлениями фискальной политики КР на 2025–2029 гг. профицит государственного бюджета ожидается на уровне 0,9% ВВП по итогам 2024 г.

²³ <https://mineconom.gov.kg/ru/post/10086> и <https://lenta.ru/articles/2024/09/24/utilizatsionnyy-sbor-na-avtomobili/>

Таблица 4. Экономические показатели Кыргызстана

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2023*	2,8	3,7	2,8	2,1	1,7	2,2	1,8	2,6	3,7	4,5	4,4	6,2
	2024*	7,4	8,6	8,8	7,4	8,1	8,1	8,7	6,6	8,4			
ВВП без Кумтора (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2023*	4,7	4,6	3,9	н/д	н/д	4,0	3,9	5,0	6,0	н/д	н/д	н/д
	2024*	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	9,9	10,6	8,3	9,7			
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2023	9,1	17,9	3,0	-8,7	-9,7	-2,3	-2,3	-2,1	2,6	13,9	3,5	8,6
	2024	16,5	-0,8	-9,9	-4,8	3,5	-6,2	1,2	0,9				
Объем продукции сельского хозяйства, прирост в % г/г	2023	2,0	2,1	2,3	2,5	3,8	2,3	-6,6	-0,5	3,7	0,2	2,9	6,4
	2024	1,4	1,3	1,5	3,8	3,8	5,1	13,4	9,1				
Объем выполненных строительных работ, прирост в % г/г	2023	0,7	0,7	3,5	6,3	7,3	29,8	14,4	14,8	22,4	19,1	8,9	-1,5
	2024	23,6	46,7	66,5	44,0	53,8	41,4	25,9	23,5				
Инвестиции в основной капитал, прирост в % г/г	2023	-0,3	4,0	3,5	3,7	8,0	26,2	17,1	19,0	36,8	17,3	19,9	22,7
	2024	27,7	67,2	77,4	44,2	50,4	50,0	51,8	81,8				
Оборот оптовой и розничной торговли, прирост в % г/г	2023	0,7	-1,0	1,8	17,6	4,6	18,3	21,6	22,1	37,8	15,2	17,2	18,5
	2024	23,6	22,9	29,0	11,3	18,5	21,8	112,8	-19,1				
Инфляция, % г/г	2023	15,3	16,2	12,7	10,7	11,3	10,5	10,3	9,5	9,6	9,2	8,1	7,3
	2024	5,9	5,1	5,2	5,2	4,6	4,5	4,1	3,8	4,9			
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млн долл. США	2023	-610	-633	-732	-824	-681	-836	-813	-801	-887	-808	-785	-671
	2024*	-807	-834	-1061	-939	-754	-622	-600					
Экспорт товаров, млн долл. США	2023	125	140	196	184	366	319	333	235	241	339	355	495
	2024*	181	127	203	251	286	243	311					
Импорт товаров, млн долл. США	2023	735	773	928	1007	1047	1155	1147	1036	1128	1148	1140	1166
	2024*	988	961	1265	1190	1039	865	911					
Денежные переводы физ. лиц, осущест. через сист. переводов, прирост в % г/г	2023	-23,8	-23,1	95,2	8,6	28,0	-47,0	22,2	-29,6	16,9	57,4	72,2	117,1
	2024	86,9	38,7	-16,9	-3,4	-11,2	46,8	12,6					
Среднемесячный курс сома к долл. США	2023	85,8	86,9	87,4	87,5	87,5	87,5	87,7	88,1	88,5	89,1	89,1	89,2
	2024	89,2	89,4	89,5	89,1	88,3	87,2	85,1	85,1	84,4			
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Учетная ставка НБКР (на конец месяца), %	2023	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00
	2024	13,00	13,00	13,00	11,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00			
Денежный агрегат M2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2023	32,6	33,6	36,5	31,7	31,2	21,6	18,0	16,8	16,2	10,0	7,9	11,4
	2024	17,0	18,7	20,3	21,8	25,3	27,7	30,9	30,0				
Выданные кредиты (за месяц), прирост в % г/г	2023	47,2	40,7	43,5	33,6	71,0	34,1	45,6	60,0	37,7	66,5	43,8	36,4
	2024	56,7	28,4	30,3	38,7	33,1	27,1	51,1	26,4				
Доля кредитов с просроченной задолженностью, %	2023	13,1	13,0	12,6	12,2	11,4	10,9	10,6	10,1	10,0	9,7	9,5	9,2
	2024	9,5	9,7	10,5	11,9	12,0	12,1	11,9	12,1				
Фискальный сектор													
		янв	янв-фев	янв-мар	янв-апр	янв-май	янв-июн	янв-июл	янв-авг	янв-сен	янв-окт	янв-ноя	янв-дек
Баланс государственного бюджета, млрд сомов	2023	5,3	4,9	0,1	-1,1	6,8	5,4	6,9	22,4	23,1	24,4	28,2	12,6
	2024	8,9	9,7	9,2	13,0	24,9	38,9	37,3	49,3				
Доходы государственного бюджета, млрд сомов	2023	22,9	47,0	74,4	103,9	143,0	177,1	209,4	253,3	284,6	317,8	354,7	392,1
	2024	28,8	56,0	89,1	126,4	170,2	220,8	253,5	299,0				
Расходы государственного бюджета, млрд сомов	2023	17,6	42,1	74,3	105,0	136,2	171,7	202,5	230,9	261,5	293,5	326,4	379,5
	2024	19,9	46,3	80,0	113,5	145,3	181,9	216,2	249,7				

Источник: национальные ведомства, расчеты авторов

* предварительные данные

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Российская экономика демонстрирует высокие темпы роста, но признаки замедления экономической активности становятся более явными на фоне ужесточения денежно-кредитных условий. Процесс дезинфляции сдерживается ростом спроса, который опережает возможности выпуска. В условиях повышенного роста цен и высоких инфляционных ожиданий Банк России в очередной раз повысил ключевую ставку. Планируемое увеличение расходов бюджета обостряет проинфляционные риски.

ВВП увеличился на 4,2% г/г за январь – август 2024 г. после 4,4% г/г в январе – июле. Замедление роста выпуска в основном связано со спадом в сельхозпроизводстве, где объемы сократились на 3,2% г/г за январь – август после роста на 2% г/г в январе – июле. Главная причина – сдвиг сроков уборки зерновых, что привело к сокращению выпуска в отрасли на 14,7% г/г в августе после роста на 5,2% в июле. Помимо сельского хозяйства экономическая активность начала замедляться во многих других ключевых отраслях. Темпы роста в строительстве снизились до 2,8% г/г за январь – август с 3,3% в январе – июле. За тот же период суммарный оборот розничной торговли, общественного питания и платных услуг населению увеличился на 7% г/г – против 7,2% г/г в январе – июле. Динамика производства добывающего сектора остается в отрицательной зоне (минус 0,4% г/г за январь – август). Активный рост производства сохраняется в промышленности (4,5% г/г за январь – август). Основным драйвером отрасли остается обрабатывающая промышленность (8,1% г/г за январь – август), в первую очередь за счет роста выпуска в машиностроительном комплексе (19,5% г/г), металлургии (8,6% г/г) и химической промышленности (5,2% г/г).

Показатели бизнес-климата указывают на охлаждение деловой активности. Индекс бизнес-климата, рассчитываемый Банком России, снизился до 5,7 п. в сентябре после 6,8 п. в июле. Замедление деловой активности фиксируется третий месяц подряд. Основной причиной остается ухудшение оценки текущего состояния экономики, которая впервые в этом году перешла в отрицательную зону (минус 1,6 п.). Совокупный PMI в сентябре снизился до 49,4 п. – после 52,1 п. в августе. При этом в промышленности PMI составил 49,5 п., опустившись ниже нейтрального уровня (50 п.) впервые с апреля 2022 г.

О вероятном снижении спроса в ближайшей перспективе также сигнализирует индекс потребительской уверенности, рассчитываемый Росстатом. В III квартале совокупные потребительские ожидания населения снизились на 1 п.п. (до минус 7%) по сравнению со II кварталом 2024 г.

Статистические данные и результаты опросов подтверждают, что российская экономика переходит в фазу замедления. Мы ожидаем дальнейшего снижения темпов роста экономики до конца текущего года.

Положительное сальдо счета текущих операций платежного баланса России составило 40,5 млрд долл. за январь – август 2024 г., увеличившись на 11,5 млрд долл. по сравнению с аналогичным периодом 2023 г. Доходы от экспорта товаров и услуг превысили расходы на импорт

на 61,1 млрд долл. Профицит внешней торговли товарами вырос на 15,7% г/г, чему способствовало более значительное сокращение импорта (минус 7,6% г/г) по сравнению с экспортом (минус 1,3% г/г). На динамике импорта сказывается усложнение логистики и проведения платежей. Отрицательное сальдо в торговле услугами увеличилось на 1 млрд долл. за счет более динамичного роста импорта услуг (2,5% г/г) по сравнению с их экспортом (1,5% г/г). Чистый отток первичных и вторичных доходов сократился на 0,8 млрд долл. и составил 20,6 млрд долл.

Инфляция в России замедлилась до 8,6% г/г в сентябре, после 9,1% г/г в августе. Динамика цен отдельных компонентов потребительской корзины носила разнонаправленный характер. Сильнее всего снизилась инфляция на плодоовощную продукцию, хотя показатель остается двузначным — 14,0% г/г в сентябре после 19,3% г/г в августе. Темп роста цен на продовольственные товары, исключая плодоовощи, не изменился с прошлого месяца - 8,4% г/г. Непродовольственные товары выросли в цене на 5,6% г/г в сентябре после 6,1% г/г в августе. Инфляция в сфере услуг остается высокой (11,6% г/г в сентябре после 11,7% г/г в августе). Устойчивая часть инфляции сохранилась примерно на уровне прошлого месяца (8,3% г/г в сентябре после 8,4% г/г в августе), что более чем в два раза превышает целевой показатель темпа роста цен. На фоне продолжающегося роста доходов населения и расширения кредитования инфляционные риски остаются высокими. С учетом планируемого расширения бюджетных расходов проинфляционные факторы могут усилиться, что усложнит процесс дезинфляции.

Банк России в сентябре повысил ключевую ставку на 100 б.п., до 19%. Повторное решение о повышении ставки в этом году было принято в условиях инфляции, складывающейся выше прогноза регулятора, и сохраняющихся высоких инфляционных ожиданий населения и бизнеса. На фоне планируемого увеличения бюджетных расходов вероятность проинфляционного сценария возрастает, что может привести к дальнейшему ужесточению денежно-кредитной политики.

Кредитная активность в августе 2024 г. несколько замедлилась. Портфель банковских кредитов юридическим лицам увеличился на 1,9% м/м (после 2,3% м/м в июле), а кредитование населения выросло на 1,2% м/м, сохранив темпы предыдущего месяца. Несмотря на высокие процентные ставки, снижение кредитной активности происходит недостаточно быстро, чтобы существенно охладить спрос, даже с учетом ужесточения денежно-кредитной политики.

Федеральный бюджет в январе – августе 2024 г. исполнен с дефицитом 0,3 трлн рублей. Баланс бюджета улучшился на 1,8 трлн рублей по сравнению с аналогичным периодом прошлого года вследствие опережающего роста доходов (на 6 трлн рублей, или 35,5% г/г) по сравнению с расходами (на 4,2 трлн рублей, или 22,2% г/г). Нефтегазовые доходы увеличились на 2,7 трлн рублей (56,2% г/г), что обусловлено ростом цен на нефть и умеренным ослаблением курса рубля. Ненефтегазовые доходы выросли на 3,3 трлн рублей (27,3% г/г). Текущее улучшение бюджета, однако, носит временный характер. Планируемое наращивание расходов бюджета до конца года может привести к расширению дефицита до 3,3 трлн рублей.

Таблица 5. Экономические показатели России

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП*, прирост в % г/г	2023	-2,7	-2,6	-0,7	3,6	5,8	5,7	5,2	5,5	5,6	6,4	4,9	4,4
	2024	4,8	7,6	4,2	4,6	4,7	3,2	3,5	2,4				
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2023	-2,9	-2,0	0,7	4,9	6,5	5,7	5,0	5,6	5,7	5,3	4,5	2,7
	2024	4,6	8,5	4,0	3,9	5,3	2,7	3,3	2,7				
Объем продукции сельского хозяйства, прирост в % г/г	2023	1,3	1,2	2,0	1,3	1,1	0,8	-4,5	-7,8	11,0	4,0	-25,0	5,5
	2024	-0,2	0,5	2,5	1,4	1,0	-0,3	5,2	-14,7				
Объем выполненных строительных работ, прирост в % г/г	2023	13,1	12,7	6,0	3,0	15,0	9,4	8,6	6,8	7,2	2,7	7,5	8,7
	2024	3,9	5,1	1,9	4,5	7,0	1,2	0,5	0,1				
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2023	-7,5	-8,7	-4,8	8,2	9,6	10,3	10,8	11,0	12,2	12,7	10,5	10,2
	2024	9,1	12,3	11,1	8,3	7,5	6,7	6,5	5,1				
Реальные располагаемые денежные доходы населения, прирост в % г/г	2023			7,3			3,3			5,5			7,0
	2024			5,8			8,1						
Инфляция, % г/г	2023	11,8	11,0	3,5	2,3	2,5	3,3	4,3	5,2	6,0	6,7	7,5	7,4
	2024	7,4	7,7	7,7	7,8	8,3	8,6	9,1	9,1	8,6			
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Счет текущих операций** (за квартал), млрд долл. США	2023			15,6			7,7			15,5			11,3
	2024			24,1			17,4						
Сальдо финансовых операций прочих секторов (чистое кредитование (+) / чистое заимствование (-))** (за квартал), млрд долл. США	2023			13,0			4,7			12,1			11,7
	2024			25,0			17,2						
Среднемесячный курс российского рубля к доллару США	2023	68,9	72,8	76,1	80,8	79,2	83,3	90,5	95,3	96,6	97,1	90,4	90,8
	2024	88,7	91,5	91,7	93,0	90,6	87,8	87,5	89,2	91,2			
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Ключевая ставка (на конец месяца), %	2023	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	8,50	12,00	13,00	15,00	15,00	16,00
	2024	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00	18,00	18,00	19,00			
Денежный агрегат М2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2023	25,9	25,9	24,4	23,6	24,9	25,4	24,7	22,9	20,6	20,5	20,4	19,4
	2024	19,0	18,4	17,4	21,8	18,9	18,7	18,2	17,9				
Корпоративные кредиты и кредиты физическим лицам (на конец месяца), прирост в % г/г	2023	10,1	8,8	10,9	16,7	20,3	25,9	25,1	26,4	27,5	26,3	26,7	24,3
	2024	24,7	23,2	23,2	22,7	23,0	21,6	20,8	20,1				
Удельный вес просроченной задолженности по кредитам физлицам-резидентам (на начало месяца), %	2023	4,0	4,1	4,1	4,0	4,0	3,9	3,9	3,8	3,7	3,6	3,5	3,5
	2024	3,4	3,4	3,4	3,4	3,3	3,4	3,3	3,4				
Удельный вес просроченной задолженности по кредитам юрлицам и ИП – резидентам (на начало месяца), %	2023	5,9	5,9	5,7	5,6	5,5	5,4	5,3	5,1	5,9	4,8	4,6	4,6
	2024	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,2	4,2	4,1				
Фискальный сектор													
		янв	янв- фев	янв- мар	янв- апр	янв- май	янв- июн	янв- июл	янв- авг	янв- сен	янв- окт	янв- ноя	янв- дек
Баланс федерального бюджета***, трлн руб.	2023	-1,6	-2,4	-2,1	-3,0	-3,0	-2,4	-2,6	-2,1	-1,5	-1,0	-0,7	-3,2
	2024	-0,1	-1,1	-0,3	-1,1	-0,7	-0,6	-1,1	-0,3				
Доходы федерального бюджета***, трлн руб.	2023	1,4	3,2	5,7	7,8	9,8	12,4	14,5	17,0	19,7	23,1	26,0	29,1
	2024	2,4	5,0	8,7	11,7	14,3	17,1	19,8	23,0				
Расходы федерального бюджета***, трлн руб.	2023	3,0	5,5	7,8	10,8	12,8	14,7	17,1	19,1	21,2	24,2	26,7	32,4
	2024	2,5	6,2	9,0	12,8	15,0	17,7	20,9	23,4				

Источник: национальные ведомства, CEIC Data, расчеты авторов

* оценки Минэкономразвития РФ.

** оценка аналитиков ЕАБР

*** предварительные данные

РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН

Экономика демонстрирует высокие темпы роста, поддерживаемые потреблением и экспортом. Инфляция остается ниже целевого диапазона Национального банка. Профицит государственного бюджета сократился по сравнению с аналогичным периодом 2023 г., что связано со стимулирующей бюджетной политикой во втором полугодии.

Экономика продолжает расти высокими темпами за счет сильного внутреннего и внешнего спроса. По итогам января – августа 2024 г. розничные продажи повысились на 12,3% г/г, а объем платных услуг населению – на 12,7% г/г после роста на 14,3% г/г и 11,2% г/г соответственно в первом полугодии. Динамика торговли и услуг поддерживается ростом заработных плат (в том числе в связи с повышением оплаты труда в [бюджетном секторе](#) с 1 июля) и сохраняющимся ростом денежных переводов²⁴. Еще одним фактором роста экономики стал экспорт, который увеличился на 45,5% г/г за январь – август прежде всего благодаря росту продаж металлов и текстиля. Мы ожидаем, что влияние указанных факторов сохранится во второй половине 2024 г. и по итогам года рост экономики останется высоким – 8,0%, в соответствии с нашим [прогнозом](#).

Добыча полезных ископаемых и энергетика обеспечивают стабильный рост производственного сектора экономики. Промышленность ускорила динамику до 13,2% г/г за январь – август с 11,5% г/г за январь – июнь на фоне роста добывающих отраслей на 23,7% г/г. В энергетике, в соответствии с [нашими ожиданиями](#), показатель вернулся в положительную область, составив 1,2% г/г за январь – август и 19,9% г/г за август. Спад в первой половине года был вызван погодными условиями, повлиявшими на производительность ГЭС. Вклад обрабатывающих отраслей в рост промышленности за январь – август уменьшился до 3,8 п.п. с 6,3²⁵ п.п. в первой половине года. По итогам января – августа обрабатывающая промышленность увеличила выпуск на 6,7% г/г после 11% г/г в январе – июне. Такая динамика связана, в частности, с замедлением в текстильной промышленности и металлургии. Также сократился рост сельского хозяйства – до 1,8% г/г за январь – август после 9,6% г/г за январь – июнь. Мы ожидаем восстановления динамики аграрного сектора до конца года, так как замедление в III квартале в большой степени вызвано [сдвигом сбора урожая](#) из-за холодной весны 2024 г.

Дефицит внешней торговли увеличился и составил 3,2 млрд долл. за январь – август 2024 г. (2,8 млрд долл. за тот же период прошлого года). Реагируя на растущий внутренний спрос, повысился импорт – на 21,5% г/г, до 4,5 млрд долл. Экспорт вырос на 45,5% г/г, составив 1,3 млрд долл., прежде всего за счет роста поставок за рубеж драгоценных и цветных металлов, а также текстиля. Увеличение экспорта в текущем году стало одним из главных факторов высокого роста ВВП.

²⁴ Согласно данным платежного баланса, переводы выросли на 52% г/г по итогам первого полугодия и на 48% г/г по итогам II квартала.

²⁵ По расчетам аналитиков ЕАБР.

Инфляция остается ниже целевого диапазона. Рост цен потребительской корзины в августе составил 3,6% г/г, оставаясь ниже 4%²⁶ с ноября прошлого года. Основными факторами, сдерживающими инфляцию, являются укрепление сомони и слабое инфляционное давление со стороны цен на продовольствие и энергоносители на международных рынках. Мы ожидаем, что Национальный банк, снизивший ставку рефинансирования с 10% (в начале года) до 9,0% на текущий момент, продолжит смягчение денежно-кредитной политики на одном из ближайших заседаний.

Профицит государственного бюджета снизился до 1,4 млрд сомони по итогам января – июля 2024 г. (1,5 млрд сомони за январь – июль 2023 г.). Бюджетная политика стала более стимулирующей, чем в первом полугодии, когда наблюдался рост профицита по сравнению с аналогичным периодом 2023 г. Такое развитие ситуации соответствует нашим ожиданиям, представленным в предыдущем выпуске [Макрообзора](#). Ускорение роста госрасходов связано как с повышением зарплат работников бюджетной сферы, так и с увеличением ассигнований на цели развития топливно-энергетического и жилищно-коммунального комплекса, а также транспортной инфраструктуры.

²⁶ Целевой диапазон Национального банка Таджикистана для инфляции – 6±2%.

Таблица 6. Экономические показатели Таджикистана

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Краткосрочный экономический индикатор (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2023			8,2			8,3			8,3			8,3
	2024			8,2			8,2						
Объем промышленного производства (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2023	7,8	6,4	8,8	5,5	9,0	24,4	8,9	7,5	8,2	8,9	9,5	12
	2024	6,0	9,6	8,0	9,5	10,0	11,5	12,1	13,2				
Объем продукции сельского хозяйства (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2023	5,7	6,2	6,4	7,0	9,3	7,1	6,7	5,6	7,9	7,7	7,8	9,0
	2024	4,5	5,4	6,7	7,1	6,8	9,6	7,1	1,8				
Инвестиции в основной капитал (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2023	44,3	4,6	20,8	21,4	23,3	27,1	28,9	26,4	16,5	22,6	21,0	22,5
	2024	42,7	43,2	22,2	17,8	17,2	15,7	11,5	8,1				
Оборот розничной торговли (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2023	1,1	6,3	8,1	9,0	10,1	10,4	10,2	10,9	12,1	13	14,6	15,4
	2024	16,6	17,4	15,6	14,5	14,0	14,3	12,6	12,3				
Инфляция, % г/г	2023	4,3	4,5	3,6	3,4	2,4	2,4	2,3	4,2	5,1	4,4	3,7	3,8
	2024	3,8	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,4	3,6				
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млн долл. США	2023	-265	-291	-334	-375	-457	-336	-397	-380	-360	73	-398	90
	2024	-405	-75	-405	-390	-746	-397	-410	-406				
Экспорт товаров, млн долл. США	2023	120	111	113	86	130	118	88	102	103	552	104	822
	2024	83	428	102	117	149	118	125	141				
Импорт товаров, млн долл. США	2023	385	402	448	461	586	455	486	482	463	479	502	733
	2024	488	503	507	507	896	516	535	547				
Трансграничные переводы физических лиц в РТ, прирост в % г/г	2023			73,7			-16,1			-31,8			-13,9
	2024			56,4			50,4						
Среднемесячный курс сомони к долл. США	2023	10,2	10,5	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	11,0	11,0	11,0	11,0
	2024	11,0	11,0	11,0	10,9	10,9	10,7	10,7	10,6				
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Ставка рефинансирования (на конец месяца), %	2023	13,00	11,00	11,00	11,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
	2024	10,00	9,50	9,50	9,50	9,25	9,25	9,25	9,00	9,00			
Денежный агрегат М2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2023	43,2	40,9	35,5	16,2	8,6	5,4	0,4	-2,7	-6,1	-7,9	-8,1	-4,3
	2024	-1,0	1,1	3,3	6,2	11,9	24,6	30,7	35,2				
Кредиты коммерческих банков резидентам (на конец месяца), прирост в % г/г	2023	14,5	17,7	14,7	19,1	26,1	30,9	33,8	30,8	29,6	28,4	28,5	31,2
	2024	29,2	26,0	23,8	20,7	21,1	19,9	18,9	22,0				
Доля необслуживаемых кредитов и займов в общем объеме кредитов и займов, %	2023			-0,4			1,2			1,0			1,0
	2024			1,9			2,3						
Фискальный сектор													
		янв	янв-фев	янв-мар	янв-апр	янв-май	янв-июн	янв-июл	янв-авг	янв-сен	янв-окт	янв-ноя	янв-дек
Баланс государственного бюджета, млрд сомони	2023	1,3	0,9	0,9	0,9	1,0	1,2	1,5	1,6	1,9	1,8	1,8	1,9
	2024	1,3	0,7	1,1	1,1	1,2	1,2	1,4					
Доходы государственного бюджета, млрд сомони	2023	3,2	6,0	9,5	12,5	15,9	19,8	22,9	26,4	30,5	34,2	37,5	43,2
	2024	3,2	6,6	10,2	14,0	17,5	21,2	25,0					
Расходы государственного бюджета, млрд сомони	2023	1,9	5,1	8,6	11,6	14,8	18,6	21,4	24,8	28,6	32,4	35,8	41,3
	2024	1,9	5,9	9,1	12,9	16,3	20,0	23,6					

Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов

* предварительные данные

Таблица 7. Основные экономические показатели государств – участников ЕАБР

Государства – участники ЕАБР	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Таджикистан	Примечание
Реальный ВВП, темпы прироста, % *	9,0	4,9	3,7	6,6	4,2	8,2 ¹⁾	январь - август 2024 г к январю - августу 2023 г.
Реальный объем промышленного производства, темпы прироста, %	13,7	7,1	3,0	0,7	4,5	13,2	январь - август 2024 г к январю - августу 2023 г.
Реальный объем розничной торговли, темпы прироста, %	9,4	12,0	6,8	6,2	8,0	12,3	январь - август 2024 г к январю - августу 2023 г.
Реальный объем продукции сельского хозяйства, темпы прироста, %	4,0 ¹⁾	7,2	3,7	7,3	-3,2	1,8	январь - август 2024 г к январю - августу 2023 г.
Реальный объем выполненных строительных работ, темпы прироста, %	16,2	9,0	8,8	39,2	2,8	н/д	январь - август 2024 г к январю - августу 2023 г.
Инвестиции в основной капитал, темпы прироста, %	15,7 ¹⁾	7,1	0,1	59,3	10,9 ¹⁾	8,1	январь - август 2024 г к январю - августу 2023 г.
ВВП на душу населения, долл. США **	8168	7848	13137	1969	13720	1174	по итогам 2023 г.
Уровень бедности (малообеспеченности), %	23,7	3,6	5,2	29,8	8,5	21,2	по итогам 2023 г.
Баланс бюджета, % ВВП ***	0,3	-2,1 ²⁾	-1,9	6,9	-1,0	1,9	январь – июнь 2024 г.
ИПЦ, темпы прироста, %	1,3	6,1	8,4	3,8	9,1	3,6	август 2024 г. к августу 2023 г.
ИПЦ, темпы прироста, в % к декабрю предыдущего года	-1,2	3,3	5,3	2,0	5,3	2,6	август 2024 г. к декабрю 2023 г.
Государственный долг, % ВВП ****	46,2	50,3 ³⁾	21,3	43,7	14,1	24,1	на 01.07.2024
Международные резервные активы, млрд долл. США	3,6	8,7	42,7	4,1	613,7	4,1 ⁴⁾	на 01.09.2024
монетарное золото, млрд долл. США	-	4,4	23,4	2,1	188,8	-	на 01.09.2024
прочие, млрд долл. США	-	4,3	19,2	2,0	424,9	-	на 01.09.2024
Активы банковской системы, млрд долл. США	23,6	39,7	117,6	7,8	1876,6	3,5	на 01.04.2024
% ВВП	97,5	57,8	43,1	55,2	96,1	28,7	на 01.04.2024

Государства – участники ЕАБР	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Таджикистан	Примечание
Ставка рефинансирования (ключевая), %	7,50	9,50	14,25	9,00	19,00	9,00	на 01.10.2024
Счет текущих операций, млрд долл. США	-0,5	-1,4	-0,3	-2,2 ⁵⁾	40,6	0,3	январь – июнь 2024 г.
% ВВП	-4,9	-3,9	-0,2	-80,4 ⁵⁾	4,1	6,1	январь – июнь 2024 г.
Кредитный рейтинг							
Moody's	Ba3/Stable	C/Stable	Baa1/Stable	B3/Stable	-	B3/Positive	на 01.10.2024
S&P	BB-/Stable	-	BBB-/ Stable	-	-	B/Stable	на 01.10.2024
Fitch	BB-/Stable	-	BBB/Stable	-	-	-	на 01.10.2024
Режим ДКП ****	инфляционное таргетирование	монетарное таргетирование	инфляционное таргетирование	прочий режим	инфляционное таргетирование	монетарное таргетирование	на 01.01.2024
Индекс глобальной конкурентоспособности (World Economic Forum), рейтинг в списке стран	69	н/д	55	96	43	104	2019 г.

Источник: национальные ведомства, рейтинговые агентства, международные институты

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

** – расчеты аналитиков ЕАБР на основе данных национальных ведомств

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

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

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

1) – январь – июнь 2024 г. к январю – июню 2023 г.

2) – январь – декабрь 2022 г.

3) – на 01.07.2023

4) – на 01.07.2024

5) – январь – март 2024 г.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

IHS Markit (2024) S&P Global Freedom Holding Corp. Индекс деловой активности PMI сферы услуг Казахстана. Доступно на: <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PressRelease/e2f957f9761e4b6789d0df578aa34b23> (Просмотрено 3 октября 2024).

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

ВВП	– валовой внутренний продукт
ЕАБР	– Евразийский банк развития
ЕАЭС	– Евразийский экономический союз
ЕЦБ	– Европейский центральный банк
КР	– Кыргызская Республика
НБ КР	– Национальный банк Кыргызской Республики
НБ РБ	– Национальный банк Республики Беларусь
НБ РК	– Национальный банк Республики Казахстан
НБ РТ	– Национальный банк Республики Таджикистан
РА	– Республика Армения
РБ	– Республика Беларусь
РК	– Республика Казахстан
РТ	– Республика Таджикистан
РФ	– Российская Федерация
США	– Соединенные Штаты Америки
ФАО	– Продовольственная и сельскохозяйственная организация Объединённых Наций (FAO)
ФРС	– Федеральная резервная система
ЦБ РА	– Центральный банк Республики Армения
ЦБ РФ	– Центральный банк Российской Федерации
г., гг.	– год, годы
% г/г	– годовой темп прироста
% к/к	– квартальный темп прироста
% м/м	– ежемесячный темп прироста
млн	– миллион
млрд	– миллиард
п.п.	– процентный пункт
трлн	– триллион
PMI	– Purchasing Managers' Index



Евразийский Банк Развития

**ЦЕНТР СТРАНОВОГО АНАЛИЗА
ДИРЕКЦИИ ПО АНАЛИТИЧЕСКОЙ РАБОТЕ
ЕВРАЗИЙСКОГО БАНКА РАЗВИТИЯ**

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