

# Макроэкономическая ситуация в странах Центральной Азии:

## как Казахстан, Узбекистан, Киргизия и Таджикистан переживают последствия пандемии COVID-19

### Оглавление

Резюме. Казахстан	2
Резюме. Узбекистан	3
Резюме. Киргизия	4
Резюме. Таджикистан	4
Казахстан	5
1. Экономический рост и темпы промышленного производства	5
2. Инвестиционная и кредитная активность	6
3. Инфляция и монетарная политика	7
4. Бюджетно-налоговая политика и госдолг	9
5. Внешнеэкономические отношения	10
6. Внешний долг и финансовая устойчивость	11
7. Реакция властей на пандемию	12
Узбекистан	12
1. Экономический рост и темпы промышленного производства	12
2. Инвестиционная и кредитная активность	13
3. Инфляция и монетарная политика	15
4. Бюджетно-налоговая политика и госдолг	16
5. Внешнеэкономические отношения	17
6. Внешний долг и финансовая устойчивость	18
7. Реакция властей на пандемию	19
Киргизия	19
1. Экономический рост и темпы промышленного производства	19
2. Инвестиционная и кредитная активность	20
3. Инфляция и монетарная политика	23
4. Бюджетно-налоговая политика и госдолг	24
5. Внешнеэкономические отношения	25
6. Внешний долг и финансовая устойчивость	26
7. Реакция властей на пандемию	27
Таджикистан	27
1. Экономический рост и темпы промышленного производства	27
2. Инвестиционная и кредитная активность	28
3. Инфляция и монетарная политика	29
4. Бюджетно-налоговая политика и госдолг	31
5. Внешнеэкономические отношения	31
6. Внешний долг и финансовая устойчивость	33
7. Реакция властей на пандемию	33

**Антон Табах,**  
управляющий директор  
по макроэкономическому  
анализу и прогнозированию  
tabah@raexpert.ru

**Антон Прокудин,**  
ведущий методолог  
prokudin@raexpert.ru

при участии  
**Анастасии Подругиной,**  
Национальный  
исследовательский университет  
«Высшая школа экономики»

**Контакты для СМИ**  
+7 (495) 225-34-44 (доб. 1706, 1650)  
+7 (495) 225-23-54 (доб. 1706, 1650)  
rg@raexpert.ru

**АО «Эксперт РА»**  
Москва, ул. Николоямская, дом 13, строение 2  
+7 (495) 225-34-44  
+7 (495) 225-23-54  
info@raexpert.ru

© 2021 АО «Эксперт РА». Все материалы и публикации Агентства, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, являются интеллектуальной собственностью АО «Эксперт РА» (кроме случаев, когда прямо указано другое авторство) и охраняются законом.

Представленная информация предназначена для использования исключительно в ознакомительных целях.

Никакие из материалов, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения информации, не должны копироваться, воспроизводиться, перепечатываться, использоваться, размещаться, передаваться или распространяться любым способом и в любой форме без предварительного письменного согласия со стороны Агентства и ссылки на источник. Использование информации в нарушение указанных требований запрещено.

Агентство не несет ответственности за перепечатку материалов Агентства третьими лицами, в том числе за искажения, несоответствия и интерпретации таких материалов.

Рейтинговые оценки, обзоры, исследования и иные публикации, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, выражают мнение АО «Эксперт РА» и не являются установлением фактов или рекомендаций покупать, держать или продавать те или иные ценные бумаги или активы, принимать инвестиционные решения. Агентство не принимает на себя никакой ответственности в связи с любыми последствиями, интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями, прямо или косвенно связанными с рейтинговой оценкой, совершенными Агентством рейтинговыми действиями, а также выводами и заключениями, содержащимися в рейтинговом отчете и пресс-релизах, исследованиях, обзорах и иных публикациях, выпущенных Агентством, или отсутствием всего перечисленного.

Агентство не несет ответственности и не имеет прямых или косвенных обязательств в связи с любыми возможными или возникшими потерями или убытками любого характера, связанными с содержанием сайта и с использованием материалов и информации, размещенных в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, в том числе прямо или косвенно связанных с рейтинговой оценкой, независимо от того, что именно привело к потерям или убыткам.

Никакие материалы, отчеты, исследования, информация или разъяснения, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, не могут в каком бы то ни было отношении служить заменой иных проверок и процедур, которые должны быть выполнены при принятии решений, равно как и заменять суждения, которые должны быть выработаны относительно вопросов, представляющих интерес для пользователей. Никто не должен действовать на основании таких материалов, отчетов, исследований, информации или разъяснений, которые могут предоставляться Агентством в связи с ознакомлением с указанными материалами, отчетами, исследованиями, информацией, разъяснениями в каких бы то ни было целях.

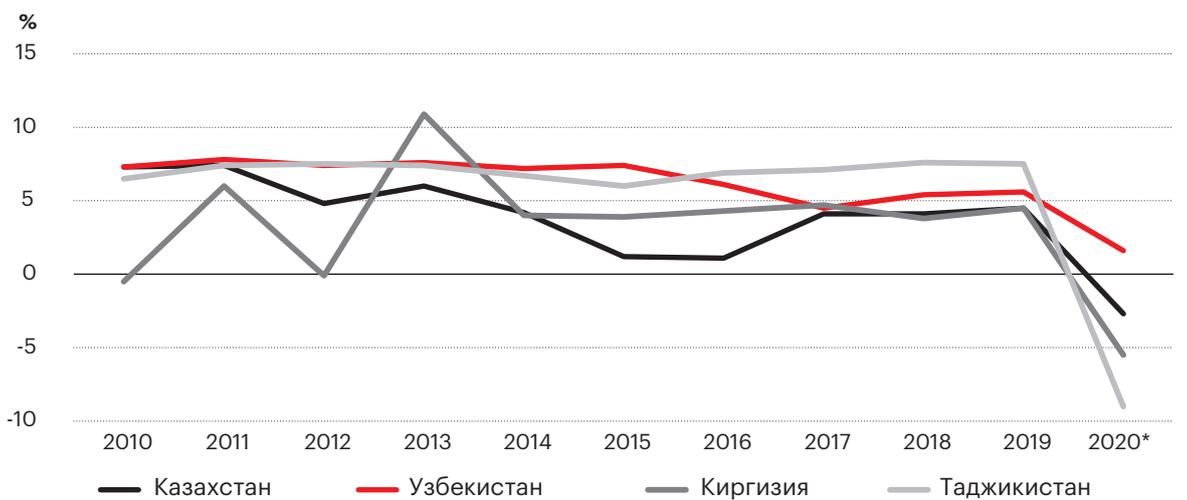
На сайте Агентства могут быть предоставлены ссылки на сайты третьих лиц. Они предоставляются исключительно для удобства посетителей сайта. В случае перехода по этим ссылкам, Вы покидаете сайт Агентства. АО «Эксперт РА» не просматривает сайты третьих лиц, не несет ответственности за эти сайты и любую информацию, представленную на этих сайтах, не контролирует и не отвечает за материалы и информацию, содержащихся на сайтах третьих лиц, в том числе не отвечает за их достоверность.

Единственным источником, отражающим реальное состояние рейтинговой оценки, является официальный сайт АО «Эксперт РА» [www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru).

АО «Эксперт РА» оставляет за собой право вносить изменения в информационные материалы сайта в любой момент и без уведомления третьих лиц. При этом Агентство не несет никаких обязательств по обновлению сайта и материалов, представленных на сайте.

- Страны Центральной Азии исторически являются крупными торговыми партнерами России: в обоих направлениях идут достаточно большие миграционные и финансовые потоки, при этом российскими инвесторами и исследователями уделяется мало внимания макроэкономической ситуации в этих странах и динамике их инвестиционного потенциала.
- Пандемия оказала существенное влияние на экономики «среднеазиатской четверки» (мы не рассматриваем Туркменистан в силу закрытости этого государства и вопросов к качеству статистики) - через падение цен на нефть (Казахстан) и резкого снижения спроса на работников из этих стран и закрытия границ (Киргизия, Таджикистан, Узбекистан). При этом накопленные резервы (Казахстан) и большой внутренний потенциал (Узбекистан) позволят достаточно быстро выйти на рост. Остальные страны зависят от восстановления миграционных потоков и политической стабилизации (Киргизия).
- Наибольший инвестиционный потенциал – у Казахстана и Узбекистана. В первом случае - более развитый финансовый рынок, включающий в себя экстерриториальный МФЦ, и членство в ЕАЭС, а во втором - быстро открывающаяся экономика, недоинвестированная в предыдущие десятилетия, и дешевая рабочая сила. При этом макроэкономическая ситуация будет оставаться достаточно сложной.

**Рисунок 1.** Темпы экономического роста в странах Центральной Азии.



Источник: Статкомитет СНГ

## Резюме. Казахстан

- Казахстан – сырьевая экономика, одна из наиболее развитых в регионе, с высокими темпами роста. ВВП на душу населения составляет более 9 тыс. долларов (население – 18,3 млн человек). Инвестиционная активность в стране в первую очередь связана с осуществлением проектов в нефтедобывающей отрасли. В основном инвестиции осуществляются за счет основных средств, заемные средства становятся источником только для 15% всего объема инвестиций. Кредитная активность растет в основном за счет сектора потребительского кредитования, поэтому вряд ли можно ожидать роста корпоративной инвестиционной активности.
- Национальный банк Казахстана успешно осуществляет политику инфляционного таргетирования с целевым коридором в 5-7%, базовая ставка постепенно снижается с 2015 года – момента перехода к новой монетарной политике. Курс национальной валюты достаточно волатилен, с 2018 года происходит плавное обесценение казахского тенге.

- Государственный бюджет Казахстана сводится с дефицитом на протяжении нескольких последних лет, в 2018-2019 годах существенная часть доходов бюджета обеспечивалась трансфертами из Национального фонда. Государственный долг при этом невелик – даже на 2020 год, с учетом всех заимствований на борьбу с коронавирусом и сопутствующим экономическим кризисом, он составляет около 28% ВВП (180% от доходов бюджета). Внешняя часть долга состоит как из еврооблигаций, так и из займов банков развития.
- Казахстан – экспортоориентированная экономика, основной экспортный товар – нефть, кроме того, экспортируются металлы. Направления экспорта – Евросоюз, Китай, Россия. Прямые иностранные инвестиции также направлены в основном в горнодобывающую отрасль.
- Внешняя финансовая устойчивость не высокая из-за огромного внешнего долга, значительная часть которого является внутрифирменной задолженностью. Но внутренняя устойчивость хорошая, поэтому рисков кредитоспособности не прослеживается.
- Пандемия COVID-19 ощутимо ударила по экономике Казахстана: падение ВВП оценивается на уровне -2,7%, инфляция по итогам 2020 года составила 7,4%, превысив верхнюю границу таргетируемого коридора. Доходы государственного бюджета снизились, что одновременно с ростом расходов привело к увеличению государственного долга – в первую очередь рыночного, Министерство финансов Казахстана разместило государственных ценных бумаг на 7 млрд долларов. Объем фискальных мер поддержки составил около 9% от ВВП, кроме того, были введены меры поддержки бизнеса, социальные меры поддержки.

## Резюме. Узбекистан

- Узбекистан – вторая по размеру экономика региона, хотя ощутимо меньше Казахстана, ВВП на душу населения составляет чуть больше 1,8 тыс. долларов (население – 33 млн человек). Узбекистан на протяжении последних трех лет (2017-2019) проводил структурные реформы, направленные на открытие экономики и либерализацию торговли, темпы роста сохранялись на уровне 5%. Структурные реформы обеспечили рост инвестиционной активности, в первую очередь за счет государственных инвестиций.
- Центральный банк Узбекистана также осуществляет политику таргетирования инфляции. Окончательная фаза перехода была начата в 2019 году, в том числе в августе 2019 года был совершен переход к плавающему режиму валюты. Цель на 2021 год – снижение инфляции ниже 10%, переход к таргету в 5% к 2023 году. На 2019 год инфляция составила 15%, «пандемийный» 2020-й не поспособствовал борьбе с инфляцией.
- Государственный бюджет Узбекистана в последние годы дефицитный, финансирование дефицита осуществляется за счет наращивания государственного долга в пределах 160% от доходов бюджета. Существенная доля госдолга Узбекистана – внешняя, на 40% состоит из займов международных банков развития, однако у Узбекистана есть и еврооблигации (первый выпуск в 2019 году, выпуски в 2020 году).
- Либерализация торговли с 2016-2017 годов постепенно снижает сальдо внешней торговли: темпы роста импорта опережали темпы роста экспорта, а также ухудшали сальдо счета текущих операций. Существенная составляющая счета текущих операций – переводы физических лиц, в основном (на 72%) из России. Приток иностранных инвестиций в страну достаточно волатилен, что свойственно развивающимся экономикам.

- Внешняя финансовая устойчивость хорошая, несмотря на внешний долг средних размеров, благодаря огромным золотовалютным резервам. Внутренняя устойчивость также хорошая, поэтому нет рисков кредитоспособности в обозримом будущем.
- Пандемия COVID-19 оказала ограниченно негативное влияние на экономику Узбекистана: темпы роста ВВП остались положительными, хотя и снизились до +1,6%, инфляция не снизилась в соответствии с планами, но не слишком выросла на фоне смягчающей денежной политики (15,6%). Узбекистану удалось разместить в 2020 году еврооблигации со ставкой ниже запланированной. Для осуществления мер противодействия экономическому кризису был создан Антикризисный фонд, осуществлялась поддержка малообеспеченных слоев населения и предприятий. Центральный банк Узбекистана проводил смягчающую денежную политику, снизил основную ставку.

## Резюме. Киргизия

- Киргизия – одна из самых бедных стран региона, ВВП на душу населения составляет только 1,31 тыс. долларов (население – 6,3 млн человек). Основа экономики – добыча золота, динамика ее изменения обеспечивает изменения в темпах роста, а также динамике инвестиционной активности.
- Национальный банк Киргизии осуществил переход к режиму таргетирования инфляции в 2018 году, таргетируемый коридор – 5-7%. На протяжении 2017-2019 годов инфляция находилась ниже нижней границы коридора, в 2020 году на фоне экономического кризиса, вызванного пандемией COVID-19, превысила верхнюю границу коридора. Учетная ставка с 2017 года находится на уровне 4-5%.
- Государственный бюджет Киргизии остается дефицитным на протяжении последних 10 лет, в 2020 году дефицит увеличился и составил 2,7% от ВВП. Дефицит финансируется за счет наращивания внешнего долга – в первую очередь от международных финансовых институтов и институтов развития.
- Импорт Киргизии превышает экспорт примерно в 3 раза. Существенная часть иностранных инвестиций – иностранная помощь от МВФ, Всемирного банка. Серьезную долю в счете текущих операций составляют переводы физических лиц, в первую очередь из России и Казахстана.
- Внешняя финансовая устойчивость невысокая из-за большого внешнего долга, сопровождающегося низким запасом золотовалютных резервов. Внутренняя устойчивость также не высока из-за большого долга. При этом ситуация все же далека от преддефолтной, поэтому рисков кредитоспособности в ближайшем будущем не прослеживается.
- Пандемия COVID-19 негативно повлияла на экономику Киргизии: ВВП снизился на 11,5% за 9 месяцев 2020 года, инвестиционная активность – на 14,7% за тот же период. По итогам 2020 года прогнозируется снижение темпов примерно на 9%. Вырос темп инфляции – до 10%, произошло существенное обесценение национальной валюты, существенный отток иностранного капитала из страны. Киргизия получила крупные пакеты иностранной помощи для борьбы с пандемией. Меры фискальной поддержки оцениваются в 9,4% от ВВП. Национальный банк осуществлял меры по поддержке ликвидности, несмотря на увеличение базовой ставки.

## Резюме. Таджикистан

- Таджикистан – самая бедная страна региона, ВВП на душу населения – около 800 долларов (население – 9,1 млн человек), однако темпы роста экономики выше, чем у сосе-

дей – около 6-7% в год. Существенная часть экономики – сельское и лесное хозяйство, а также хлопковая, металлургическая и горнодобывающая промышленность. Инвестиционная активность завязана в первую очередь на финансирование энергетических проектов. Кредитная активность стагнирует (за исключением роста 2020 года – за счет мер поддержки кредитования), причем растет доля безнадежных кредитов.

- С 2017 года Национальный банк Таджикистана декларирует политику инфляционного таргетирования, однако режим валютного курса нельзя в полной мере назвать плавающим. Цель по инфляции в 2018-2020 году составляла  $7\pm 2\%$ , с 2021 года предполагается переход к коридору  $6\pm 2\%$ . Инфляция в 2019 году находилась в верхней части коридора, по итогам 2020 года превысила верхнюю границу коридора – 9,4%. С мая 2020 году центральный банк Таджикистана осуществлял смягчающую политику, снижал ставку рефинансирования и наращивал денежную массу.
- Государственный бюджет Таджикистана на протяжении последних лет остается дефицитным, хотя и с тенденцией к консолидации. Государственный долг постепенно увеличивается – в основном за счет получения займов от международных финансовых организаций (МВФ, банки развития).
- Объемы импорта Таджикистана примерно в три раза больше, чем объемы экспорта. Основные экспортные товары – хлопок, электроэнергетика. Как и у соседних стран, балансируют отрицательное внешнеторговое сальдо переводы физических лиц. Приток прямых иностранных инвестиций в страну не демонстрирует тенденции к росту. Основные инвестиции осуществляются в горнодобывающую и обрабатывающую промышленность, в первую очередь Китаем.
- Как и в Киргизии, внешняя финансовая устойчивость невысокая из-за большого долга, сопровождающегося низким запасом золотовалютных резервов. Внутренняя устойчивость также невысока из-за большого долга. При этом Таджикистан уже попросил страны-кредиторы о переносе сроков выплаты процентов и тела долга до середины 2021 г., но такой объем долга не должен сопровождаться реструктуризацией со списанием основной суммы долга, поэтому это не нанесет ощутимого ущерба инвесторам.
- Пандемия COVID-19 оказала отрицательное влияние на экономику Таджикистана: темпы роста ВВП снизились до 1% в год, инфляция увеличилась до 9,4%, дефицит бюджета увеличился. Для борьбы с пандемией страна привлекла заемные и грантовые средства от международных организаций. Национальный банк Таджикистана осуществлял смягчающую денежно-кредитную политику – снижал ставку рефинансирования, норматив обязательных резервов.

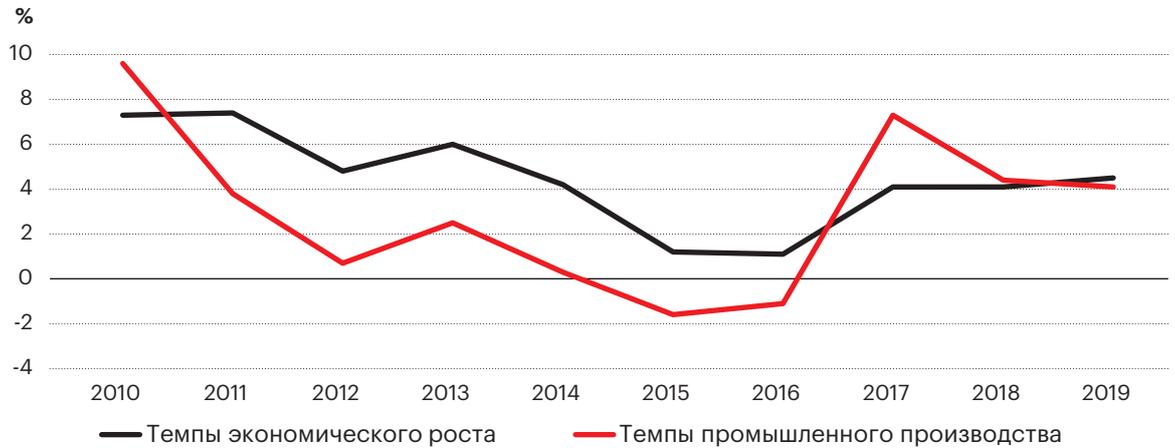
## Казахстан

### 1. Экономический рост и темпы промышленного производства

Казахстан – одна из наиболее развитых экономик региона, ВВП на душу населения составляет более 9 тыс. долларов. Казахстан первым из региона запустил программу структурных реформ в 1990-2000-е. Впоследствии процесс замедлился, однако с 2015 года возобновился. Основными целями структурных реформ стало снижение зависимости экономики от нефти, увеличение интеграции со странами Евразийского региона, в первую очередь с Китаем (в рамках программы «Один пояс – один путь»). Темп реализации запланированных изменений был невысок и до пандемии, которая окончательно затормозила модернизацию.

В 2020 году в результате экономического кризиса, спровоцированного пандемией COVID-19, страну будет ожидать рекордное падение роста ВВП до -2,7% (по данным МВФ).

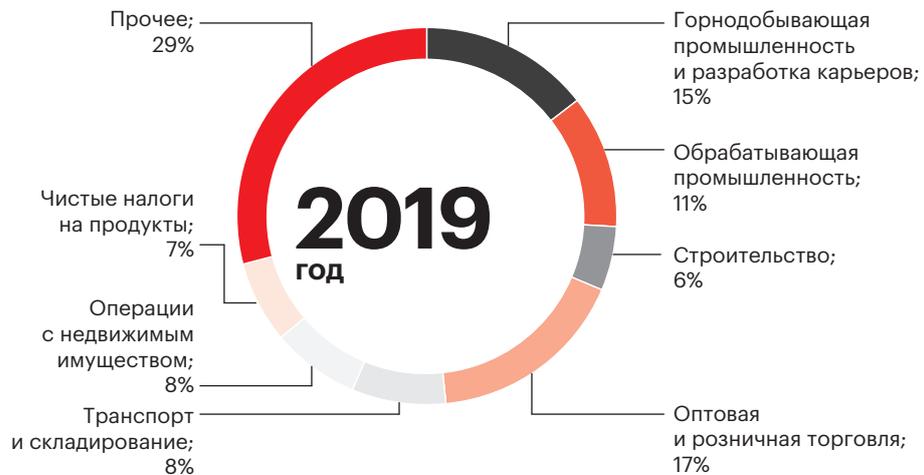
**Рисунок 2.** Темпы экономического роста и роста промышленного производства в Казахстане в 2010-2019 годах.



Источник: Статкомитет СНГ

Основа экономики Казахстана – нефтедобыча, важную роль также играют сектора горнодобывающей и обрабатывающей промышленности, а также сектор оптовой и розничной торговли. Вместе они составляют более 40 % ВВП. Также большое значение для Казахстана имеют строительство, операции с недвижимостью и транспорт.

**Рисунок 3.** Структура экономики Казахстана, 2019.



Источник: Бюро национальной статистики агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан

По итогам 3 кварталов 2020 года реальные показатели ВВП снижались на 4,37% по сравнению с аналогичным периодом в 2019. Падение произошло в первую очередь за счет горнодобывающей промышленности, а также оптовой и розничной торговли. Однако обрабатывающая промышленность и строительство, которые также занимают высокую долю ВВП, показали некоторый рост (+5,5% и +4,2% соответственно).

## 2. Инвестиционная и кредитная активность

В 2019 году рост инвестиционной активности в Казахстане оказался значительным – +8,8%, хотя и ниже, чем в 2018 году, когда темп роста инвестиций в основной капитал достиг 17,5% – в первую очередь за счет модернизации трех нефтеперерабатывающих заводов. Основной фактор роста инвестиций в 2019 году – расширение добывающих мощностей на нефтегазовом месторождении Тенгиз.

Ключевые отрасли, получающие инвестиции в основной капитал – промышленность (включая добывающую), строительство, торговля, транспорт и связь, на них приходится около 2/3 всего объема таких инвестиций. Три четверти инвестиций в основной капитал в Казахстане осуществляется за счет основных средств, 15% - из заемных средств, 10% - из бюджета.

За три квартала 2020 года инвестиционная активность упала на 10% относительно того же периода прошлого года.

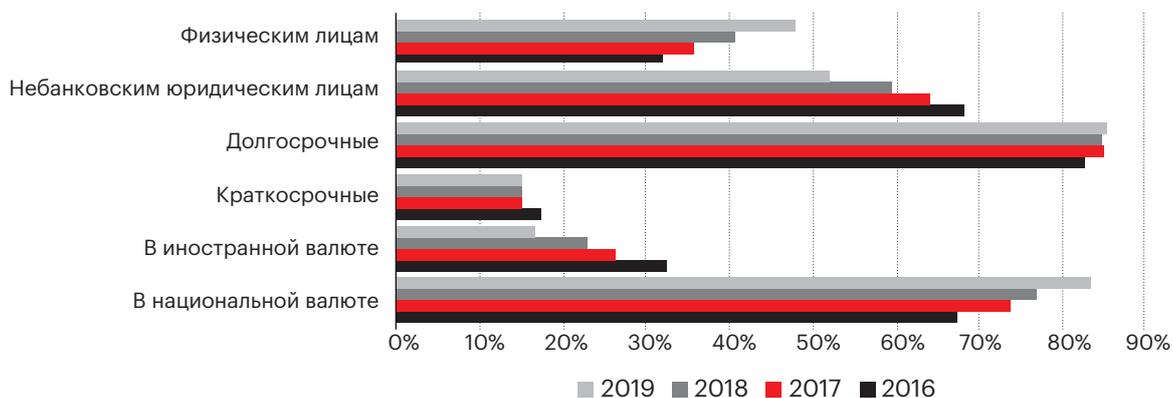
**Рисунок 4.** Темп роста инвестиций в основной капитал в Казахстане в 2010-2019 годах.



Источник: Статкомитет СНГ

Кредитная активность в Казахстане в 2019 году расширялась в первую очередь за счет розничного сектора. На протяжении последних лет возрастает доля кредитов в национальной валюте и сокращается доля кредитов в иностранной валюте в общем объеме кредитов.

**Рисунок 5.** Структура кредитного портфеля в Казахстане, 2016-2019.



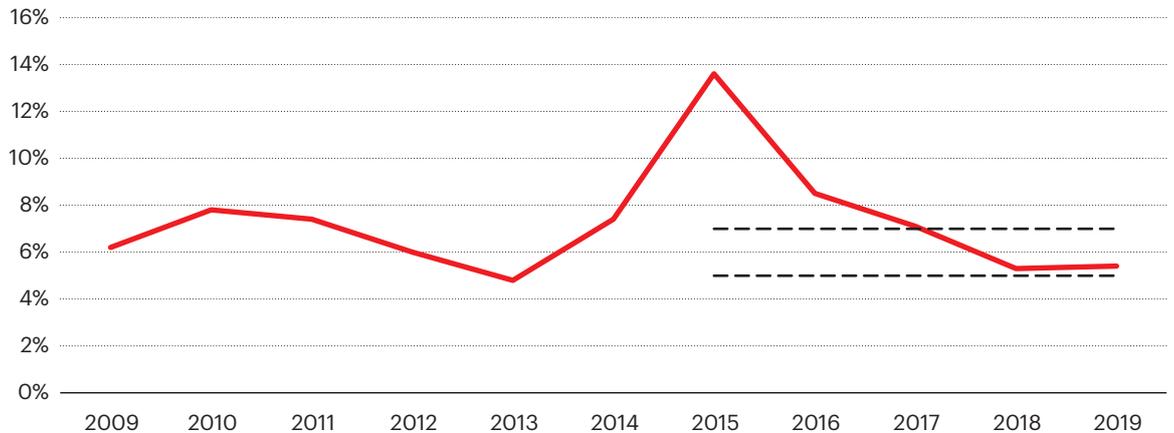
Источник: Бюро национальной статистики агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан

Рост кредитного портфеля за 9 месяцев 2020 года на 7% также обеспечен в первую очередь сектором розничного кредитования – его объем увеличился на 13%, тогда как кредитование юридических лиц - лишь на 2%.

### 3. Инфляция и монетарная политика

Национальный банк Казахстана проводит политику инфляционного таргетирования: на 2019-2021 год инфляционный таргет установлен в коридоре 4-6%. Переход к режиму плавающего валютного курса и режиму инфляционного таргетирования произошел в 2015 году.

**Рисунок 6.** Темпы инфляции и инфляционный таргет в Казахстане.

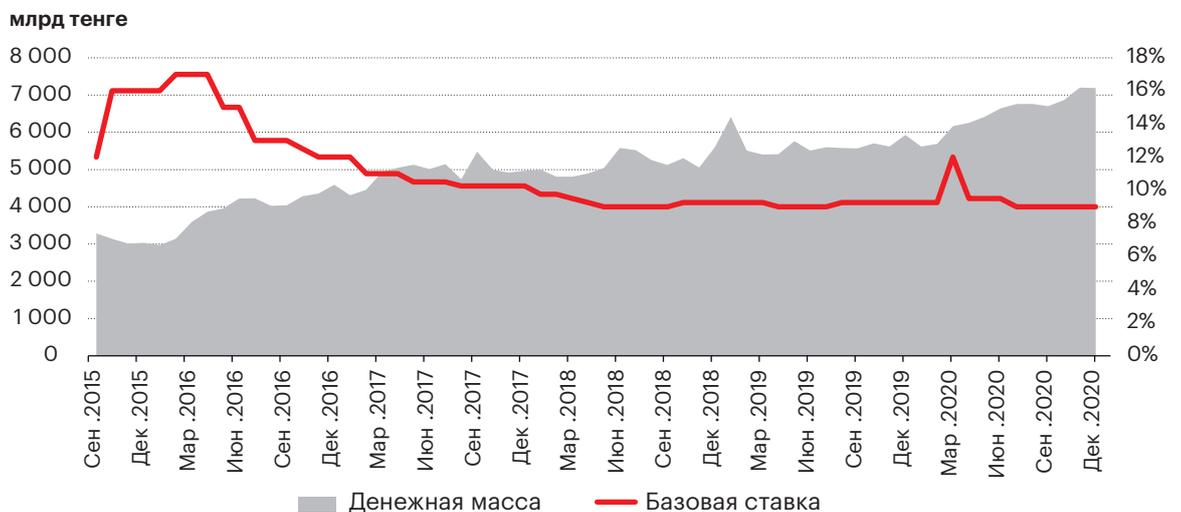


Источник: Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан

К 2017 году темп инфляции попал на верхнюю границу установленного инфляционного коридора, а в 2018 и 2019 годах - уже и на нижнюю границу. Однако в 2020 году в результате пандемии COVID-19 реализовались инфляционные риски - на конец 2020 года инфляция составила 7,4%, превысив таким образом верхнее значение таргетируемого коридора.

С уровня в 17% в 2016 году Национальный банк Казахстана смог снизить ставку до 9% - около этого уровня базовая ставка поддерживается на протяжении последних трех лет за исключением однократного поднятия ставки в 2020 году.

**Рисунок 7.** Денежная масса и базовая ставка в Казахстане, 2015-2020.

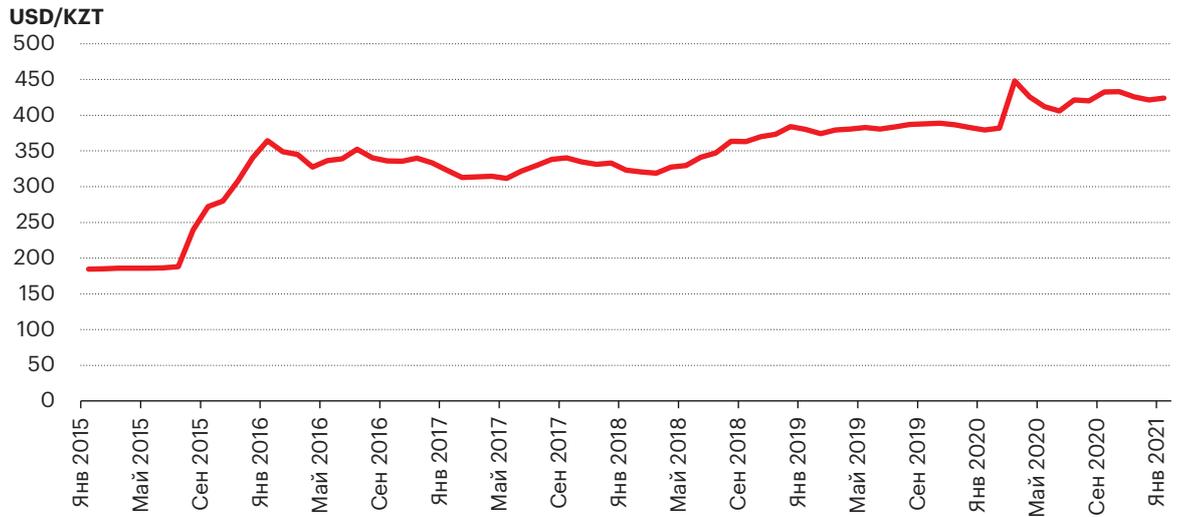


Источник: Национальный банк Казахстана

Весной 2020 года в начале экономического кризиса, вызванного пандемией COVID-19, Казахстан в отличие от многих других стран (в первую очередь развитых, но и развивающихся тоже) поднял базовую ставку в силу возросших инфляционных рисков. Однако одновременно с этим была увеличена и денежная масса. В настоящее время рынок пребывает в состоянии профицита ликвидности, Нацбанк Казахстана принимает соответствующие меры для снижения этого профицита.

Курс национальной валюты значительно упал в 2015 году на фоне перехода к плавающему курсу валюты при обвале цен на нефть, новый этап ослабления курса начался в 2018 году. В начале 2020 года на фоне начала пандемии COVID-19 произошло резкое обесценение курса тенге, но впоследствии курс стабилизировался, хотя и на более низкой отметке.

Рисунок 8. Динамика курса казахского тенге к доллару.

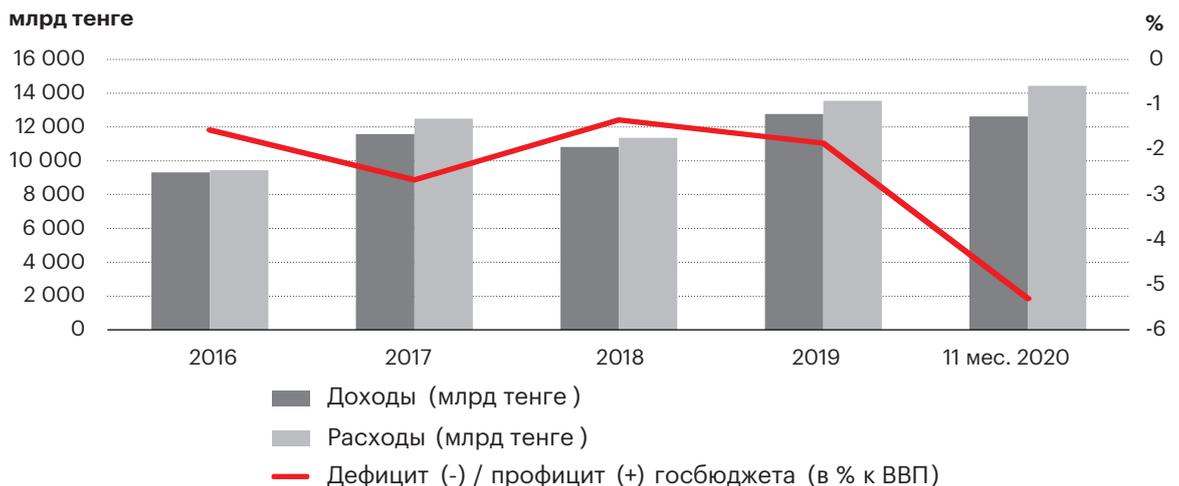


Источник: Национальный банк Казахстана

## 4. Бюджетно-налоговая политика и госдолг

В Казахстане в период 2012-2020 снижались доходы бюджета с 27 до 17 % ВВП, в то время как расходы колебались от 20 до 25% ВВП. Основным источником доходов бюджета Казахстана является доход от налогов. Следует заметить, что в 2018-2019 годах более трети доходной части бюджета было обеспечено трансфертами из Национального фонда. Увеличение расходной части бюджета происходило в первую очередь за счет наращивания трат на социальную сферу, тогда как обслуживание процентов по государственному долгу составляло лишь 0,5-1,2% ВВП, существенно не влияя на бюджет.

Рисунок 9. Параметры государственного бюджета Казахстана, 2016-2020.



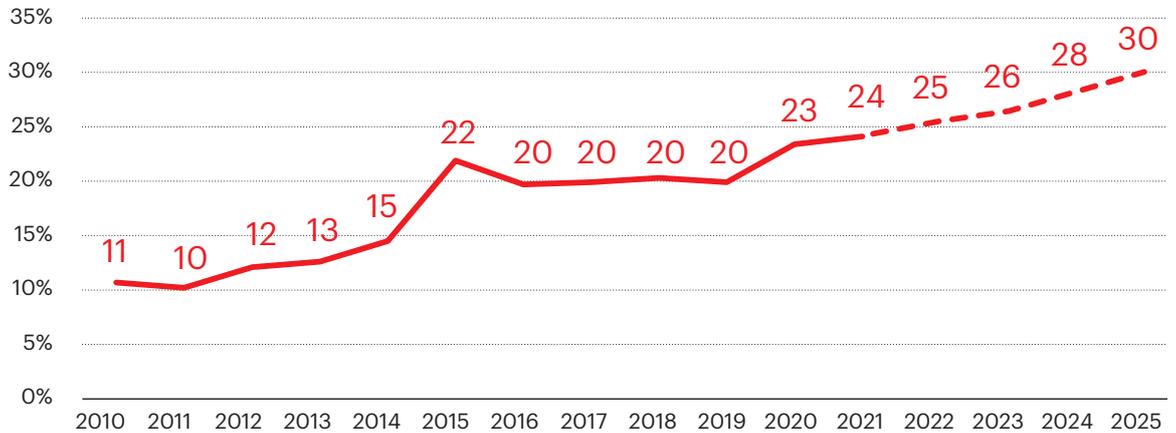
Источник: Министерство финансов республики Казахстан

В 2020 году снижение доходов бюджета в первую очередь произошло за счет снижения налоговых доходов вследствие ограничений на экономическую деятельность, которые ввелись в рамках борьбы с пандемией COVID-19. Составляющие повышения госрасходов – расходы на здравоохранение, социальную сферу.

Государственный долг центрального правительства Казахстана остается небольшим на протяжении последних лет – на 2020 год он составляет 23,4% ВВП (консолидированный долг

28% ВВП). Структурно около 60% государственного долга размещены на внутреннем рынке, около 40% - внешний долг. Около 60% внешнего госдолга составляют еврооблигации и облигации, размещенные на российском рынке, остальная часть – займы банков развития, в первую очередь Международного банка реконструкции и развития.

**Рисунок 10.** Динамика государственного долга Казахстана.



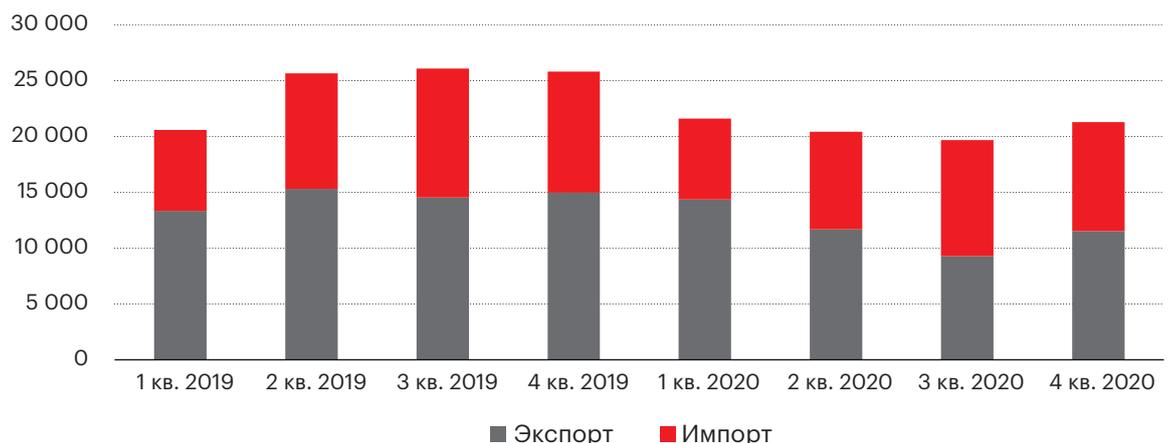
Источник: IMF

Государственный долг Казахстана за 2020 год увеличился почти на 6 млрд долларов (+13%), в частности Министерство финансов разместило государственных ценных бумаг на сумму 7 млрд долларов, из которых 92% были размещены на внутреннем рынке.

## 5. Внешнеэкономические отношения

Казахстан – экспортирующая страна, основной экспортный товар – нефть. При этом исторически (за исключением некоторых отдельных годов) в стране сложилось отрицательное сальдо счета текущих операций за счет отрицательного баланса первичных доходов (больших выплат за привлеченный капитал).

**Рисунок 11.** Торговый баланс Казахстана.



Источник: Национальный банк Казахстана

Кризис оказал негативное влияние на внешний сектор Казахстана, в первую очередь через торговый баланс и баланс первичных доходов. За 9 месяцев 2020 года импорт в страну снизился на 9,6%, но экспорт сократился на 18,2% по сравнению с прошлым годом. Однако сальдо текущего счета осталось на прежнем уровне благодаря сокращению импорта и доходов от прямых иностранных инвестиций.

Основную долю экспорта Казахстана составляют минеральные продукты, из которых половина – нефть и газовый конденсат. Кроме того, весомую роль играют металлы и изделия из них. Экспорт прочих товаров занимает менее 10% от всего экспорта Казахстана. Импортирует Казахстан машины и оборудование, продукцию химической промышленности, металлы и изделия из них.

Основными направлениями экспорта Казахстана являются страны Евросоюза (почти половина всех экспортных объемов), Россия (около 10% экспортных объемов), Китай (около 14% экспорта). Импортирует Казахстан из России (около 35% всего импорта), Евросоюза (17%), Китая (17%). Сокращение экспорта в 2020 году произошло за счет торговли со странами Евросоюза, при этом экспорт в Китай увеличился.

Валовый объем накопленных прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в Казахстане достаточно высок, однако последние годы отличались высокой волатильностью. При этом следует отметить рост ПИИ в Казахстан в 2020 году – несмотря на высокий уровень неопределенности, связанный с пандемией COVID-19, который способствует оттоку капитала из развивающихся стран. Основная отрасль-бенефициар ПИИ – горнодобывающая промышленность.

**Рисунок 12.** Прямые иностранные инвестиции в Казахстан и из Казахстана.



Источник: Национальный банк Казахстана

В 2019 году в Казахстане наблюдался чистый отток населения – около 45 тыс. жителей уехало из страны, около 12 тыс. прибыло в страну. По данным Росстата, число прибывших в Россию жителей Казахстана в 2019 году составило 86,3 тыс. человек, число выбывших из России в Казахстан – 47,1 тыс. человек.

## 6. Внешний долг и финансовая устойчивость

У Казахстана большой внешний долг по отношению к экспорту. В последние 5 лет отношение внешнего долга к экспорту составляло от 230 до 390%, но за счет значительной части межфирменной задолженности объем долга, который используется при расчете внешней устойчивости, составлял 80-140%, что не является высокой нагрузкой. При этом обслуживание долга отнимает половину экспорта, что тяжело для экономики, и золотовалютные резервы примерно равны объему платежей по долгу на горизонте 1 года, что оценивается умеренно-негативно.

Поэтому в целом финансовая устойчивость внешнего сектора может быть оценена как слабая, но за счет хорошей устойчивости госдолга общая финансовая устойчивость Казахстана оценивается средне. У РФ оценки внешней и внутренней устойчивости намного лучше, хотя ее рейтинг от международных рейтинговых агентств незначительно отличается от рейтинга Республики Казахстан.

**Рисунок 13.** Оценка финансовой устойчивости Казахстана.


## 7. Реакция властей на пандемию

Казахстан несколько раз вводил ограничения в связи с пандемией. Первый режим чрезвычайного положения в связи с коронавирусной инфекцией действовал в Казахстане с 16 марта по 11 мая. 5 июля власти республики из-за ухудшения эпидемической ситуации ввели ряд дополнительных ограничений. К их постепенному смягчению приступили с 17 августа. При этом с середины октября в нескольких областях страны, а также в крупнейших городах - Нур-Султане и Алма-Ате - в той или иной степени вновь усилили ограничительные меры в целях предупреждения новой волны пандемии. 20 декабря межведомственная комиссия приняла решение дополнительно усилить карантинные меры на период с 25 декабря 2020 по 5 января 2021 г.г.

На борьбу с последствиями COVID-19 в Казахстане было выделено 5,9 трлн тенге, или около 9% от ВВП 2019 г.

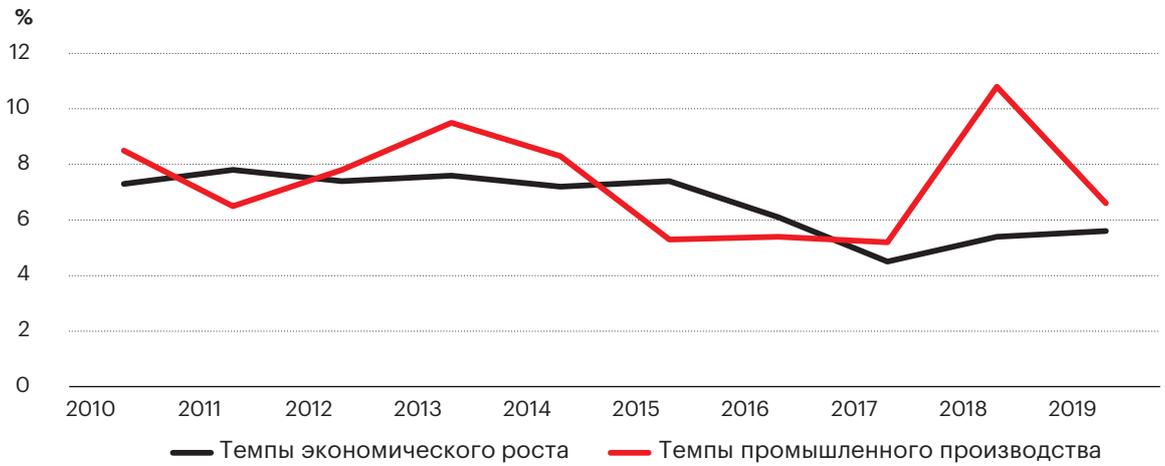
Также был введен широкий список мер господдержки, таких как льготное кредитование для малого и среднего бизнеса, кредитование приоритетных проектов («Экономика простых вещей»), субсидирование процентной ставки/госгарантии по обеспечению исполнения обязательств, кредитные каникулы, поддержка стратегических отраслей, госпрограмма развития продуктивной занятости и массового предпринимательства, поддержка безработных.

## Узбекистан

### 1. Экономический рост и темпы промышленного производства

Узбекистан – вторая по размеру экономика региона, хотя и ощутимо меньше Казахстана. За несколько лет до пандемии COVID-19 – с 2017 года – Узбекистан со сменой правительства начал проведение структурных реформ, направленных на увеличение открытости экономики, укрепление международных отношений (как с соседями, так и с западными странами), либерализацию торговли. Реформы обеспечили увеличение инвестиционной активности и восстановление устойчивого экономического роста, однако восстановление было прервано последовавшей пандемией. Следует отметить, что ВВП на душу населения в конце 2019 года оставался весьма низким – около 1,8 тыс. долларов на человека.

**Рисунок 14.** Темпы экономического роста и роста промышленного производства в Узбекистане в 2010-2019 годах.



Источник: Статкомитет СНГ

За последние 30 лет структура ВВП Узбекистана претерпела серьезные изменения: доля сельского хозяйства снизилась за счет роста доли промышленности. Существенная часть ВВП Узбекистана складывается из горнодобывающей промышленности и обрабатывающей промышленности, также связанной с добычей природных ресурсов: Узбекистан занимает 13-е место в мире по добыче природного газа, 9-е место по добыче золота, 7-е место по добыче урана, 20-е место по добыче меди. Объем промышленного производства за последние 10 лет ежегодно растет в среднем на 8,4 %.

**Рисунок 15.** Структура ВВП Узбекистана, 2010-2019 годы.



Источник: Государственный комитет республики Узбекистан по статистике.

В 2020 году экономика Узбекистана также продемонстрировала небольшой рост – по предварительным оценкам в 2020 году ВВП Узбекистана увеличился на 1,6%. Рост ВВП обеспечил рост сельского хозяйства (+3%) и рост строительства (+9%), тогда как горнодобывающая промышленность сократилась почти на 22%.

## 2. Инвестиционная и кредитная активность

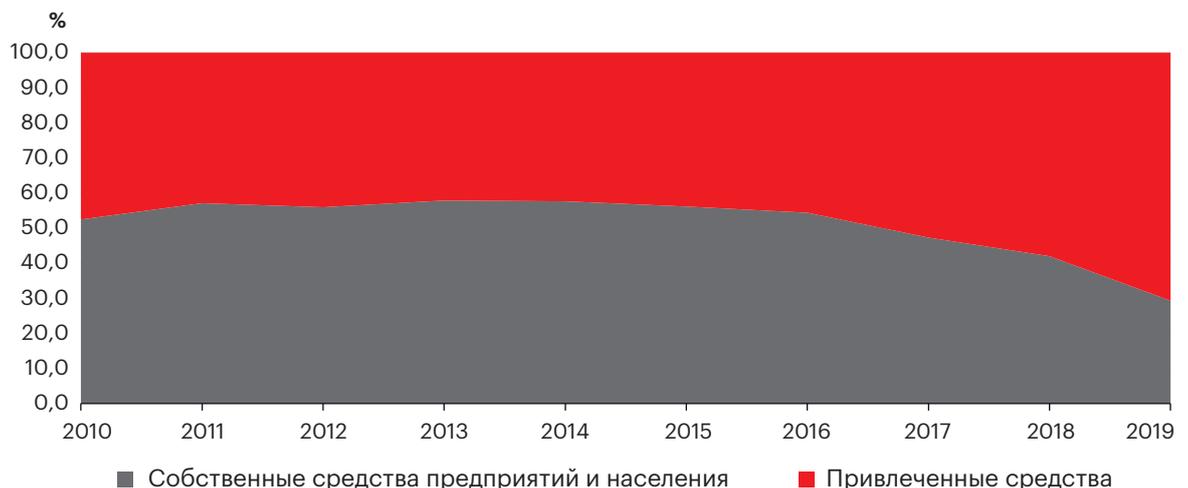
Динамика инвестиций в основной капитал росла умеренными темпами в период с 2010 по 2015 г.г., снижение объемов инвестиций наблюдалось в 2016-2017 годы, однако в 2018 началось восстановление инвестиционной активности благодаря структурным реформам.

**Рисунок 16.** Темп роста инвестиций в основной капитал в Узбекистане в 2010-2019 годах.


Источник: Статкомитет СНГ

Примерно треть всех инвестиций в основной капитал приходится на обрабатывающую промышленность – производство текстильных изделий, неметаллической минеральной продукции, металлургическую промышленность. Десятая часть инвестиций в основной капитал поступает в горнодобывающую промышленность, из которых три четверти приходится на инвестиции в добычу нефти и природного газа.

Следует отметить тенденцию к снижению использования собственных средств для финансирования инвестиций в основной капитал: доля собственных средств в источниках инвестиций упала с 54% в 2016 году до 29% в 2019 году. Вероятно, это связано с программой государственного кредитования для финансирования инвестиций в основной капитал.

**Рисунок 17.** Инвестиции в основной капитал в Узбекистане в 2010-2019 годах по источникам.


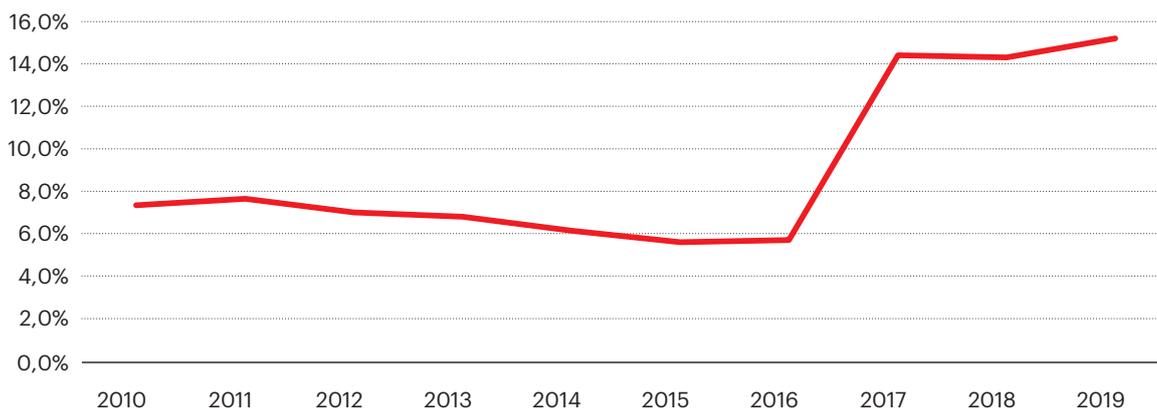
Источник: Государственный комитет республики Узбекистан по статистике.

Дополнительная поддержка кредитования была введена в 2020 году в рамках борьбы с экономическим кризисом, вызванным пандемией COVID-19. В частности, были введены кредитные каникулы и предоставлены антикризисные кредитные линии. Введенные меры позволили увеличить объемы кредитования на 23,2% за 9 месяцев 2020 года. Основными заемщиками стали сельскохозяйственные компании (увеличение объема выданных кредитов на 48%) и промышленные компании (+27%).

### 3. Инфляция и монетарная политика

Монетарная политика Узбекистана направлена на сохранение устойчивости цен. В 2019 году была зафиксирована необходимость в полном переходе монетарной политики на режим инфляционного таргетирования. Согласно «Основным направлениям монетарной политики на 2021 год и период 2021-2023 годов», предполагается постепенный переход к инфляционному таргетированию: снижение инфляции ниже 10% в 2021 году и выход на инфляционную цель в 5% к 2023 году.

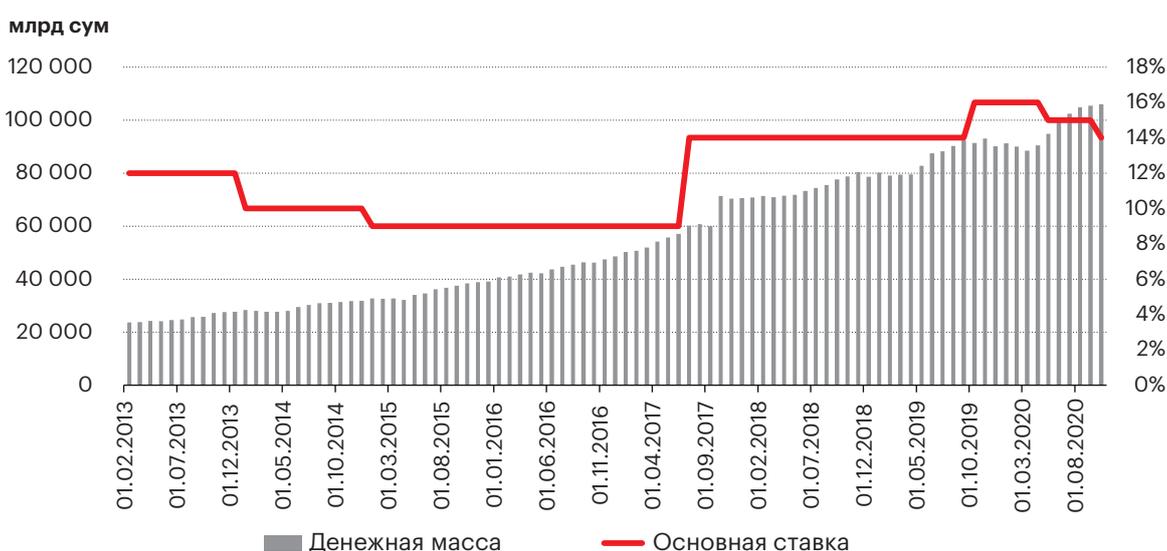
**Рисунок 18.** Темп роста инфляции в Узбекистане в 2010-2019 годах (на основе ИПЦ).



Источник: Государственный комитет республики Узбекистан по статистике.

Динамика индекса потребительских цен (ИПЦ) демонстрировала умеренный спад в период 2010-2016 г.г., однако с 2017 года ИПЦ резко начал расти. Ответным действием центрального банка Узбекистана стало повышение основной ставки с 9% до 14%, что однако не привело к снижению денежной массы.

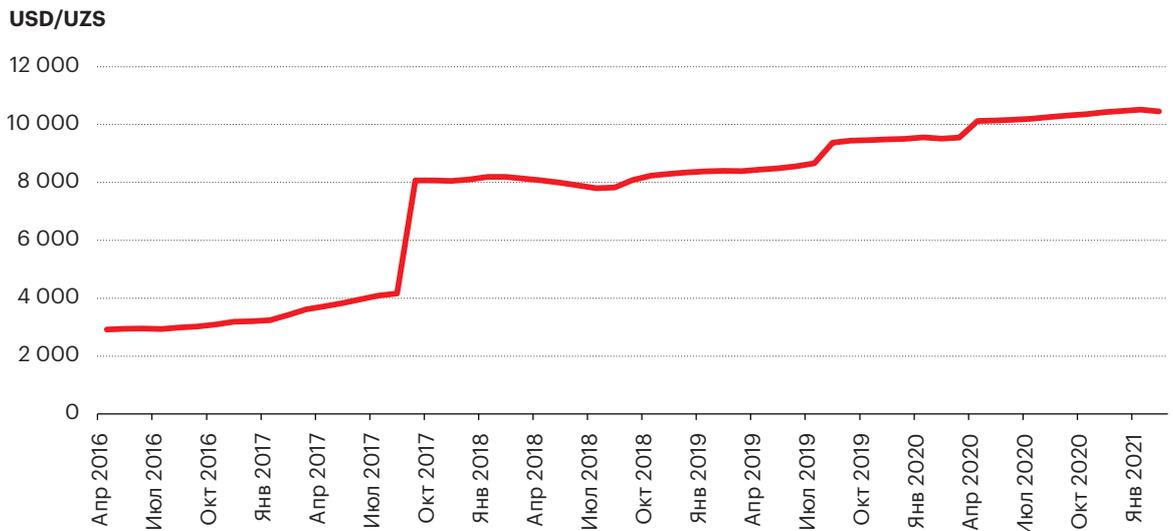
**Рисунок 19.** Основная ставка центрального банка Узбекистана, денежная масса.



Источник: Центральный банк республики Узбекистан

Основной причиной скачка инфляции стало резкое обесценение национальной валюты, которое в свою очередь произошло на фоне либерализации торговли и открытия экономики в рамках структурных реформ. В августе 2017 года Узбекистан установил плавающий курс обмена валюты на фоне высокой волатильности сума. К 2020 году обесценение национальной валюты продолжается, однако меньшими темпами.

**Рисунок 20.** Официальный курс узбекского сума к доллару США.



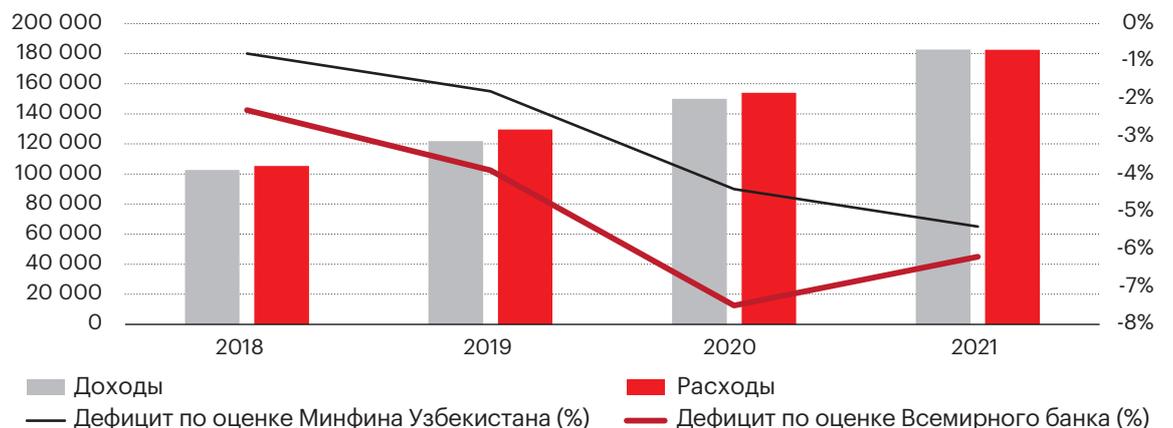
Источник: Центральный банк республики Узбекистан

По итогам 2020 года уровень инфляции составил 11,2%, однако несмотря на приближение уровня инфляции к запланированному таргету, инфляционные ожидания населения не соответствуют запланированному уровню инфляции. В 2020 году центральный банк Узбекистана начал снижение основной ставки в целях стимулирования экономики на фоне экономического кризиса, вызванного пандемией COVID-19.

## 4. Бюджетно-налоговая политика и госдолг

Государственный бюджет Узбекистана в последние несколько лет – с 2018 года – сводится с дефицитом, причем оценки Министерства финансов и Всемирного банка для масштаба дефицита различаются. Значительную долю в структуре государственных доходов занимают налоговые доходы. В структуре государственных расходов значительную долю занимают расходы на социальную сферу.

**Рисунок 21.** Государственный бюджет Узбекистана, 2010-2019.

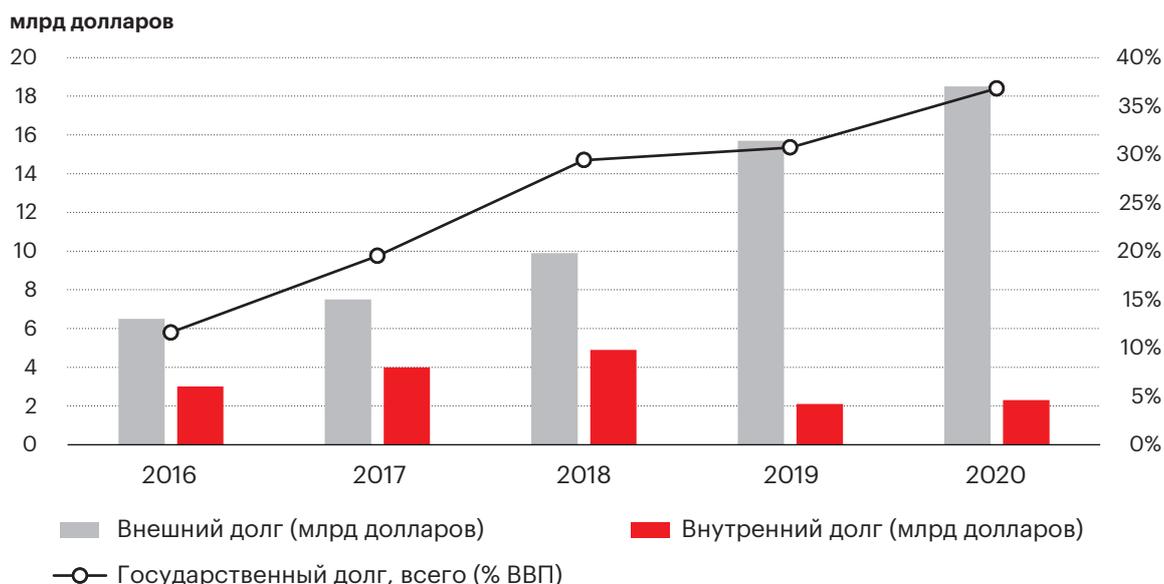


Источник: Министерство финансов Узбекистана

Государственный долг Узбекистана растет на протяжении последних пяти лет, при этом основную долю государственного долга занимает внешний долг. В первую очередь занятые средства направляются в сектор энергетики (28% долга на 01.10.2020), на поддержку бюд-

жета (16%), транспорт (12%), сельское хозяйство (11%) и ЖКХ (11%). Более 40% внешнего государственного долга получено от международных финансовых институтов развития – Азиатского банка развития, Всемирного банка, Исламского банка развития. Кроме того, у Узбекистана есть облигационные займы, в том числе в долларах, причем спрос на еврооблигации, размещенные в 2019 году на лондонской бирже, значительно превысил ожидания, несмотря на кредитный рейтинг Узбекистана на уровне ВВ-. В 2020 году были размещены еще два транша на 750 млн долларов, спрос так же превысил ожидания.

**Рисунок 22.** Государственный долг Узбекистана, 2016-2020.

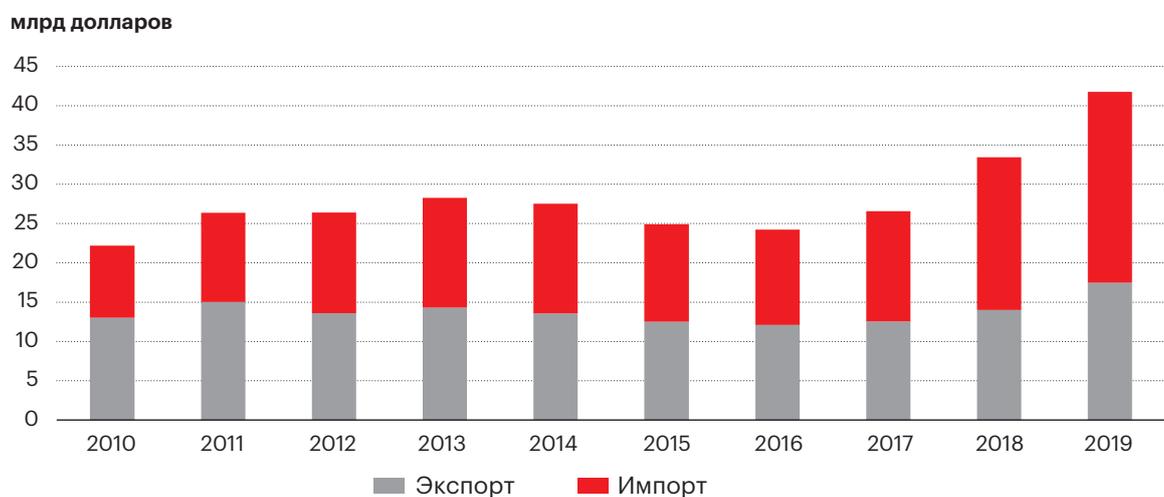


Источник: Министерство финансов Узбекистана

## 5. Внешнеэкономические отношения

С открытием экономики и началом либерализации торговли (официально стартовали в 2016 году) внешнеторговая активность Узбекистана растет, при этом сальдо внешней торговли падает: если до либерализации объем экспорта превышал объем импорта, то с 2017 года импорт растет значительно более быстрыми темпами, чем экспорт.

**Рисунок 23.** Динамика внешнеторгового оборота Узбекистана, 2010-2019.



Источник: Государственный комитет республики Узбекистан по статистике.

Узбекистан экспортирует чёрные и цветные металлы, нефтепродукты и энергоносители, продовольственные товары, импортирует так же чёрные и цветные металлы, химическую продукцию, машины и оборудование.

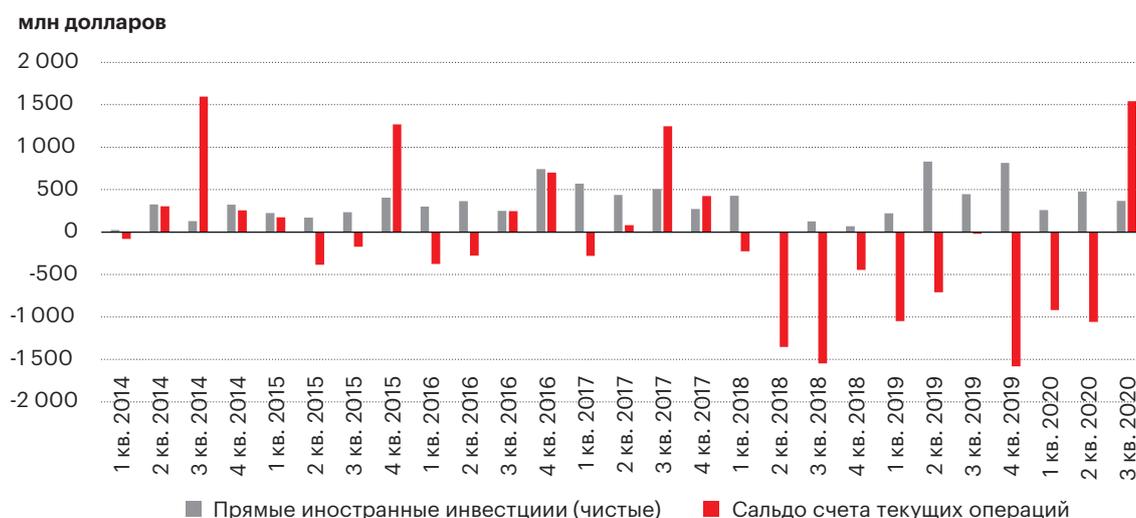
Основные экспортные партнеры Узбекистана – Россия, Китай, Казахстан, Турция, Киргизия. Основные импортные партнеры – Китай, Россия, Корея, Казахстан, Турция, Германия, США.

За 9 месяцев 2020 года внешнеторговый оборот Узбекистана снизился по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года на 12 % и составил 27,5 млрд долларов, причем экспорт снизился на 6%, а импорт – на 16,5% по сравнению с аналогичным периодом 2019 года.

После начала либерализации торговли сальдо счета текущих операций перешло в отрицательную зону. Существенную часть счета текущих операций составляют денежные переводы физических лиц в страну, например, в 2019 году физлица перевели в Узбекистан более 6 млрд долларов. За январь-сентябрь 2020 года приток денежных переводов в страну составил 4,3 млрд долларов, что ниже на 4,4% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Большая часть денежных переводов была осуществлена из России – 72,1% (3,1 млрд долларов).

Основными иностранными инвесторами Узбекистана являются Россия, Китай, Германия и Турция.

**Рисунок 24.** Динамика прямых иностранных инвестиций и счета текущих операций в Узбекистане, 2014-2020.

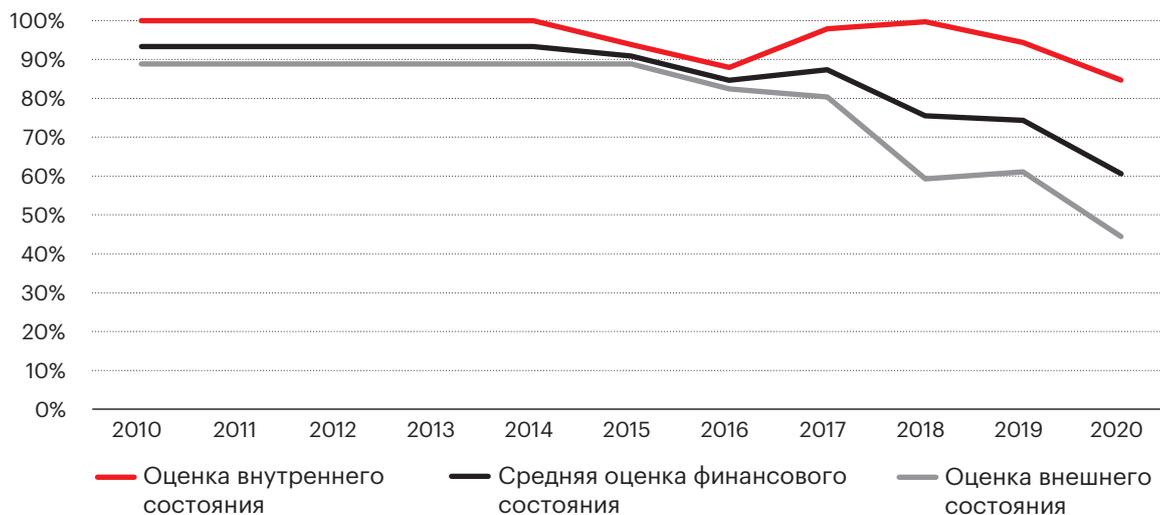


Источник: Центральный банк республики Узбекистан

## 6. Внешний долг и финансовая устойчивость

У Узбекистана небольшой внешний долг по отношению к экспорту и трансфертам. До пандемии он не превышал 100% от экспорта и трансфертов, и только упадок в 2020 г. смог поднять его значение выше этой отметки. При этом золотовалютные резервы примерно равны объему всего долга, что снимает риски с внешнего сектора на ближайшие годы.

В целом финансовая устойчивость внешнего и внутреннего сектора оценивается позитивно и по ряду показателей даже лучше, чем у РФ.

**Рисунок 25.** Оценка финансовой устойчивости Узбекистана.


## 7. Реакция на пандемию

Основными мерами правительства по поддержанию экономики являлись создание Антикризисного фонда, поддержка малообеспеченных слоев населения, предоставление налоговых льгот для предприятий и домохозяйств, в наибольшей степени пострадавших от пандемии, поддержка бизнеса (предоставление гарантий и компенсаций процентных ставок по кредитам, выданным на производство социально-значимых товаров - 49,3 млн долларов). Кроме того, были введены меры поддержки предприятий, в частности кредитные и налоговые каникулы, открыты антикризисные кредитные линии, выделены беспроцентные бюджетные ссуды для погашения кредитов стратегическим предприятиям (78,9 млн долларов).

Основными направлениями монетарной политики являлись сохранение стабильности цен и поддержка стабильного потока кредитов в реальную экономику. Центральным банком Узбекистана было принято решение о снижении основной ставки до 15 % годовых, были запущены двухнедельные депозитные аукционы в целях привлечения избыточной ликвидности банковской системы.

## Киргизия

### 1. Экономический рост и темпы промышленного производства

Киргизия – одна из самых бедных стран региона, в 2019 году ВВП составил 8,5 млрд долларов, а ВВП на душу населения – 1,31 тыс. долларов. Начавшиеся в начале 2010-х годов экономические реформы, направленные на увеличение открытости экономики, повышение доступа к капиталу, увеличение человеческого капитала, не были осуществлены в запланированном объеме в силу сложной политической обстановки в Киргизии в последнее десятилетие. В 2020 году дестабилизация политической и экономической ситуации продолжилась, причем причиной стала не пандемия COVID-19, а революция, произошедшая после парламентских выборов. В настоящее время в Киргизии происходит процесс изменения Конституции с переходом к президентской системе правления и концентрацией власти у исполнительной ветви.

За последние 10 лет темпы экономического роста Киргизии демонстрируют умеренный рост. В 2019 году темпы роста в некоторой степени ускорились за счет роста добычи золота на месторождении «Кумтор». Промышленное производство занимает около половины ВВП страны, и существенная его часть – добыча золота (около 60%).

**Рисунок 26.** Темпы экономического роста и роста промышленного производства в Киргизии в 2010-2019 годах.



Источник: Статкомитет СНГ

Физический объем промышленной продукции за последние 10 лет ежегодно увеличивался в среднем на 5,7%. Существенный вес золотодобычи в промышленном производстве Киргизии негативно влияет на волатильность темпов экономического роста и темпов роста промышленного производства. Однако накануне пандемии COVID-19, в конце 2019 года, прогнозы относительно дальнейшего экономического роста экономики были умеренно положительными – Евразийская экономическая комиссия прогнозировала темпы роста на уровне 3,1-3,5%, во многом за счет дополнительных фискальных мер, поддерживаемых «золотым» профицитом бюджета.

В январе-сентябре 2020 года ВВП Киргизии составил 7,48 млрд долларов, снизившись по сравнению с аналогичным периодом 2019 года на 11,5%, а ВВП на душу населения на январь-сентябрь 2020 года – 1,148 тыс. долларов (минус 13% по сравнению с январем-сентябрем 2019 года).

Объем промышленного производства в январе-сентябре 2020 года снизился на 1,9% и составил 3,2 млрд долларов. Золотодобыча была приостановлена на некоторый период в силу мероприятий по ограничению хозяйственной деятельности в условиях пандемии COVID-19, что отразилось в падении горнодобывающей промышленности на 6 %.

## 2. Инвестиционная и кредитная активность

Темп роста инвестиций в основной капитал за последние годы стабилизировался на уровне 4-6%. Высокая волатильность темпов роста в 2010-2016 годах в первую очередь связана с волатильностью валюты.

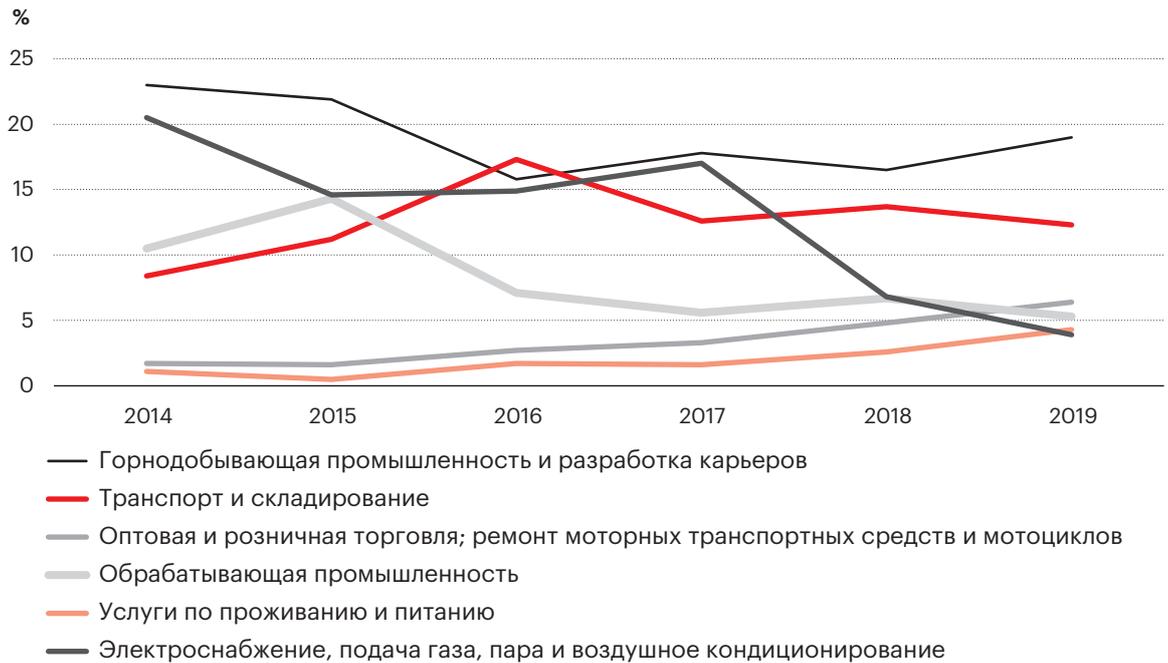
В структуре инвестиций в основной капитал, в основном, преобладают такие отрасли, как горнодобывающая промышленность, транспорт, оптовая и розничная торговля и обрабатывающая промышленность. С 2014 года значительно снизилась доля инвестиций в обрабатывающую промышленность, в электроснабжение, подачу газа и воздушное кондиционирование.

**Рисунок 27.** Темп роста инвестиций в основной капитал в Киргизии в 2010-2019 годах.



Источник: Статкомитет СНГ

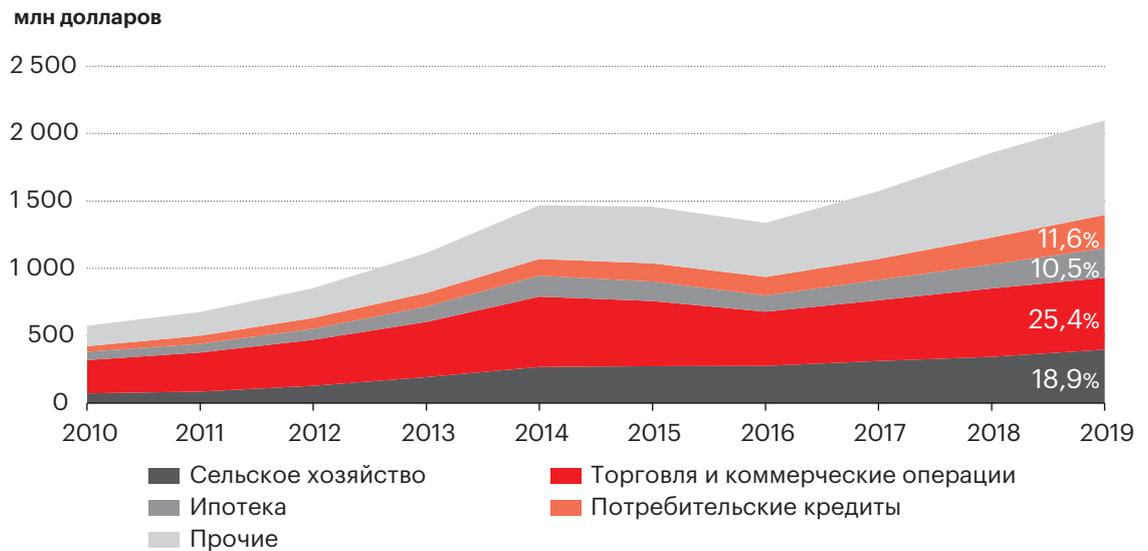
**Рисунок 28.** Структура инвестиций в основной капитал в Киргизии в 2014-2019 годах.



Источник: Евразийская комиссия

За 9 месяцев 2020 года объем инвестиций в основной капитал снизился на 14,7% и составил 1,021 млрд долларов. В большей степени сократились инвестиции в основной капитал из внешних источников – на 22,2%, в меньшей степени из внутренних – на 11,6%.

Динамика объема кредитного портфеля банковского сектора на протяжении последних 10 лет демонстрирует рост, однако наблюдалось снижение в 2015-2016 гг.

**Рисунок 29.** Динамика и структура кредитного портфеля банковского сектора.


Источник: Национальный банк Кыргызской Республики.

В общем объеме кредитов в разрезе отраслей в основном преобладают кредиты на торговлю и коммерческие операции, сельское хозяйство, потребительские и ипотечные кредиты. В январе-сентябре 2020 года общий объем выданных кредитов вырос на 11,6% к тому же периоду 2019 года и составил 2 млрд долларов. В первую очередь рост кредитного портфеля связан с мерами льготного кредитования в рамках поддержки предприятий в условиях пандемии COVID-19. Вырос объем кредитов на промышленность (+22,4%) и транспорт (+19,3%), объем ипотеки (+16,7%).

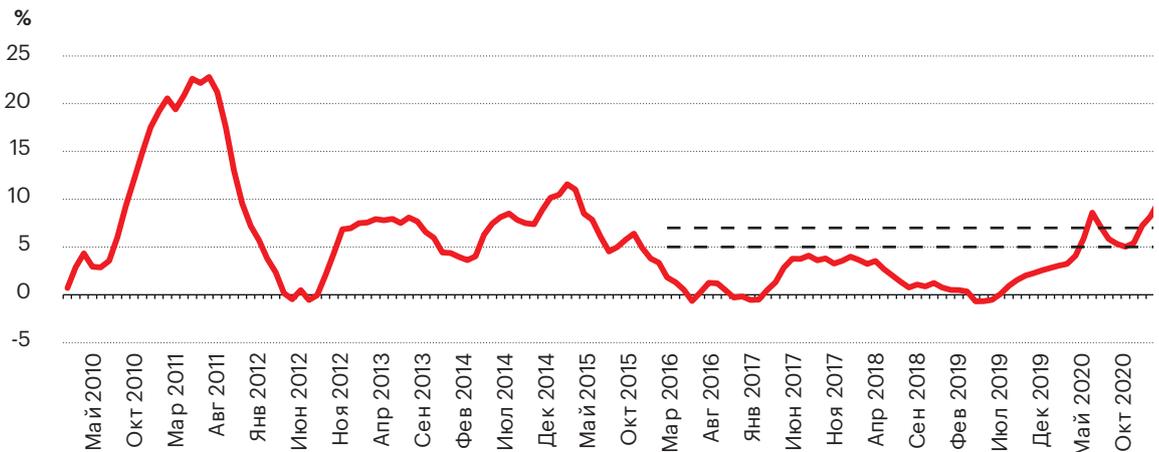
### 3. Инфляция и монетарная политика

Монетарная политика Киргизии направлена на достижение и сохранение стабильности цен путем поддержания покупательской способности национальной валюты и обеспечения эффективности банковской и платежной систем. В 2014 году Национальным банком Кыргызской Республики был осуществлен переход от режима таргетирования денежных агрегатов к режиму таргетирования процентной ставки. Согласно «Стратегическим направлениям деятельности Национального банка Кыргызской Республики на 2018-2021 годы», было принято решение о полном переходе монетарной политики на режим инфляционного таргетирования, на сегодняшний день цель по инфляции – 5-7% в среднесрочном периоде.

После введения таргета по инфляции (фактически начал фигурировать в отчетах в 2016 году), инфляция опустилась ниже значений таргета и оставалась там до начала 2020 года.

Денежная база росла равномерно, в 2020 году наблюдалось ускорение расширения денежной базы за счет правительственных операций. Причем, Национальный банк Кыргызской Республики в отчете за III квартал 2020 года даже сообщает об избыточной ликвидности и принятых мерах по ее абсорбированию. Ключевая ставка была в свою очередь повышена в самом начале пандемии COVID-19 с 4,25% до 5% в целях сдерживания инфляционных рисков.

Рисунок 30. Темпы инфляции и инфляционный таргет.



Источник: Национальный банк Кыргызской Республики.

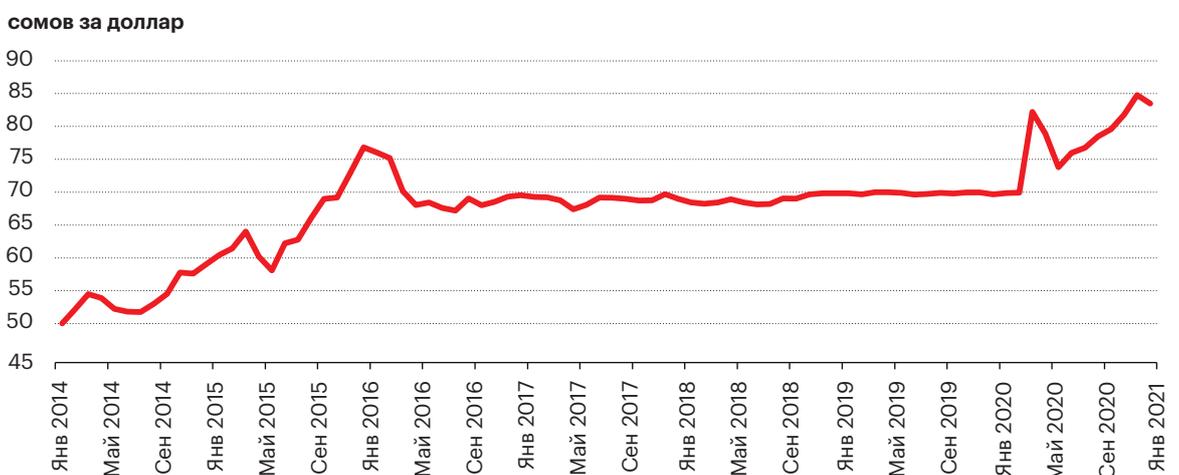
Рисунок 31. Денежная база, учетная ставка Национального банка Кыргызской Республики.



Источник: Евразийская экономическая комиссия

Обменный курс киргизского сома оставался достаточно стабильным на протяжении 2018-2019 годов, однако в 2020 году произошло резкое падение курса на фоне пандемии COVID-19.

Рисунок 32. Динамика обменного курса киргизского сома к доллару США.

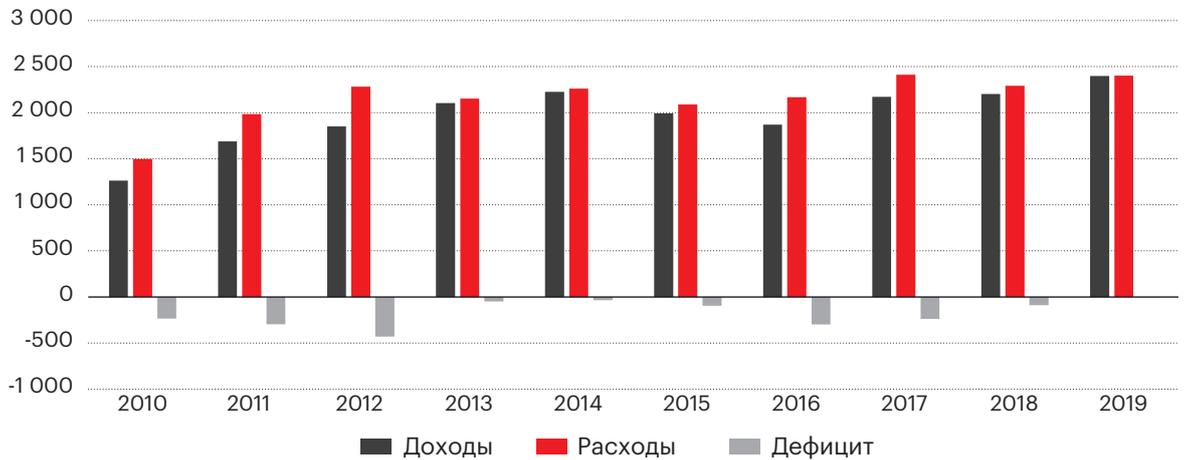


Источник: Евразийская экономическая комиссия

## 4. Бюджетно-налоговая политика и госдолг

На протяжении последних 10 лет государственный бюджет страны остается дефицитным. При этом стоимость обслуживания долга составляла почти 3% ВВП, что предполагает наличие первичного бюджетного профицита.

**Рисунок 33.** Динамика доходов, расходов и государственного бюджета Киргизии.

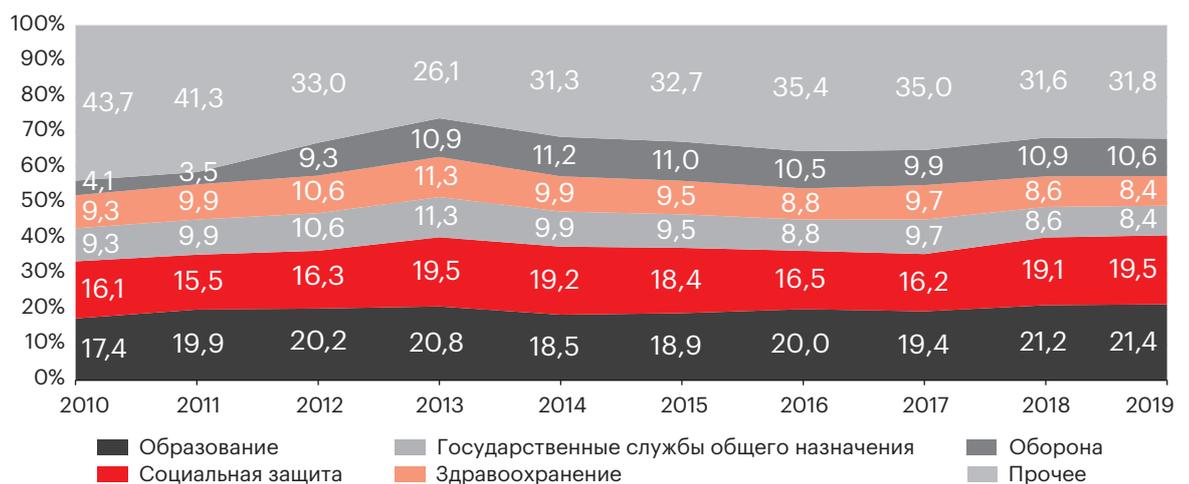


Источник: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики

За 9 месяцев 2020 года доходы бюджета снизились на 8,1%, расходы выросли на 4%, таким образом бюджетный дефицит составил 199,5 млн долларов – около 2,7% от ВВП.

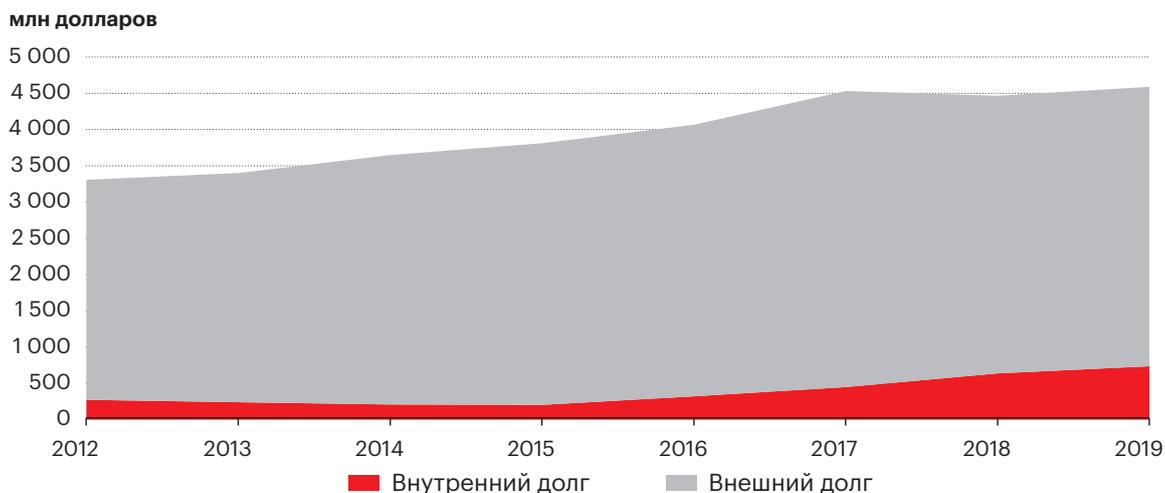
В структуре государственных расходов преобладают расходы на образование, социальную защиту, государственные службы общего назначения, здравоохранение, оборону. Следует отметить, что доли вышеперечисленных расходов в структуре бюджета остаются стабильными на протяжении последних десяти лет.

**Рисунок 34.** Динамика структуры государственных расходов.



Источник: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики

Дефицитный на протяжении последних десяти лет бюджет способствует росту государственного долга – в первую очередь за счет внешних источников. В 2018-2019 годах произошло замедление наращивания долга, однако за 9 месяцев 2020 года государственный долг вырос до 4,8 млрд долларов за счет внешних источников – внутренний долг даже слегка сократился по сравнению с концом 2019 года.

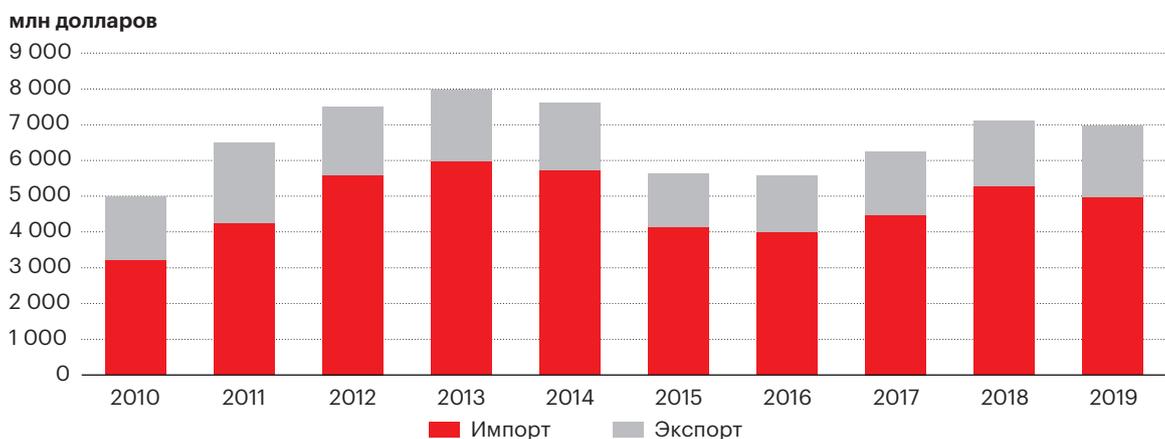
**Рисунок 35.** Динамика внутреннего и внешнего долга Киргизии.


Источник: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики

Общие доходы государственного бюджета в январе-сентябре 2020 года составили 1,3 млрд долларов, снизившись на 8,1 % по сравнению с январем-сентябрем 2019 года. В структуре доходов государственного бюджета доля налоговых доходов составила 71,3 %, доля неналоговых доходов - 21,4 %, доля официальных трансфертов - 7,2 % и доля доходов от продажи нефинансовых активов - 0,1 %. Расходы государственного бюджета в январе-сентябре 2020 года составили 1,5 млрд. долларов, увеличившись на 4 % по сравнению с январем-сентябрем 2019 года. Наибольшую долю в структуре расходов государственного бюджета на январь-сентябрь 2020 год составили расходы на образование - 23,3 %, на социальную защиту - 21,3 %, на оборону, общественный порядок и безопасность, как и доля расходов на приобретение нефинансовых активов - 12,3 %, доля расходов на государственные службы общего назначения - 12,2 % и т.д. Таким образом, дефицит государственного бюджета на январь-сентябрь 2020 года составил 199,5 млн. долларов.

## 5. Внешнеэкономические отношения

Киргизия - импортирующая страна. Основные импортные позиции - нефть и нефтепродукты, пластмасса и изделия из нее, химикаты и продовольствие, фармацевтическая продукция, машины и оборудование. На экспорт республика поставляет золото, сурьму, ртуть, электроэнергию, хлопок, шерсть, мясо, табак.

**Рисунок 36.** Торговый баланс Киргизии.


Источник: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики

Основные направления экспорта Киргизии по экспорту – страны ШОС и Европейского Союза (ЕС). Главные партнеры Киргизии по импорту – страны ЕАЭС и другие страны СНГ. Объем внешней торговли в январе-сентябре 2020 года снизился на 17,6% к тому же периоду прошлого года и составил 4,2 млрд долларов.

Основные источники поступления внешних иностранных инвестиций – Канада, Россия, Китай. Существенная часть иностранных инвестиций – иностранная помощь от МВФ, Всемирного банка, Исламского банка развития. Крупные пакеты помощи поступили в 2020 году в рамках поддержки борьбы с пандемией COVID-19.

В январе-сентябре 2020 года объем прямых иностранных инвестиций составил 398,4 млн долларов и снизился на 30,9 % по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. В структуре прямых иностранных инвестиций в январе-сентябре 2020 года 89,1 % составляли инвестиции из стран вне СНГ (355,1 млн. долларов), в том числе из Китая – 113,6 млн. долларов (32 %), из Канады - 86, 5 млн. долларов (24,4 %), из Нидерландов – 47,5 млн. долларов (13,4 %) и др. Инвестиции из стран СНГ составляли 10,9 % (43,3 млн. долларов), в том числе из Казахстана – 27,5 млн. долларов (63,6 %), из России – 13,2 млн. долларов (30,4 %) и др.

Существенная часть потоков капитала, приходящих в Киргизию – переводы физических лиц (мигрантов), они же составляют значительную часть доходов домохозяйств. Наибольшую долю в структуре притока и оттока денежных переводов физических лиц занимают Россия и Казахстан. В условиях пандемии переводы ощутимо сократились, что негативно сказалось на доходах домохозяйств.

## 6. Внешний долг и финансовая устойчивость

У Киргизии средний по размерам внешний долг по отношению к экспорту. В последние 5 лет его значение составляло от 180 до 200%. При этом процентное обслуживание долга отнимает пятую часть экспорта, что является высокой нагрузкой для экономики. Золото-валютные резервы покрывают обслуживание долга с двукратным запасом, что приемлемо для страны. В целом такая нагрузка является устойчивой, главное избегать тенденции к наращиванию долга. Однако в условиях двойного дефицита происходит наращивание долга правительством и экономическими агентами, что со временем может привести страну к финансовой нестабильности.

В целом финансовая устойчивость внешнего и внутреннего сектора оценивается как средняя. У РФ оценки внешней и внутренней устойчивости существенно лучше.

**Рисунок 37.** Оценка финансовой устойчивости Киргизии.



## 7. Реакция на пандемию

В январе-сентябре 2020 года большинство экономических показателей снизились вследствие негативного влияния пандемии COVID-19. Так, темпы роста товарного производства сократились на 1,6 % по сравнению с январем-сентябром 2019 года, темпы роста отраслей, оказывающих услуги, упали на 9,8 %. Объемы сельскохозяйственной продукции, напротив, увеличились на 2,1 % по сравнению с январем-сентябром 2019 года. Основными секторами, которые негативно повлияли на экономику, стали транспортная деятельность (снижение на 32,9 %), торговля (снижение на 16,0 %) и строительство (снижение на 7,7 %). В рассматриваемый период наблюдалось увеличение производства золота на 9 %, а также рост производства фармацевтической (в 2,4 раза) и химической продукции (на 10,9 %). В течение первых 5 месяцев 2020 года наблюдалось резкое снижение притока денежных переводов – на 25 %. Из-за сокращения найма во всех отраслях экономики рост количества рабочих по найму за январь-сентябрь 2020 года замедлился до 0,1 %.

Основными мерами правительства в ответ на экономические шоки, вызванные пандемией, являлись привлечение дополнительных финансовых средств и иностранной помощи, активные переговоры с Китаем об открытии границ, предоставление налоговых льгот малому и среднему бизнесу. Меры фискальной поддержки оцениваются в 9,4% ВВП Киргизии. Также была запущена программа льготного кредитования и предоставления отсрочки по кредитам.

Монетарная политика, в свою очередь, была направлена на поддержание стабильности цен и стимулирование кредитных вложений в реальный сектор экономики. Из-за резкого роста темпов инфляции Национальным Банком Кыргызской Республики было принято решение о повышении учетной ставки (с 4,25% до 5%) в конце февраля 2020 г. Также Национальным Банком было принято решение о проведении кредитных аукционов для поддержания мер по предоставлению целевой ликвидности для кредитования экономики. С начала 2020 года было проведено 23 кредитных аукциона.

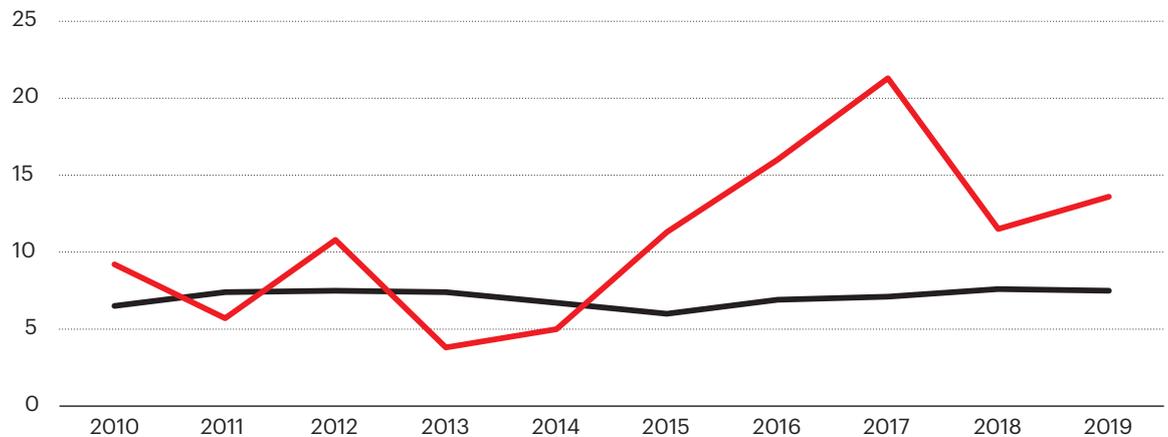
## Таджикистан

### 1. Экономический рост и темпы промышленного производства

Таджикистан – самая бедная из бывших советских среднеазиатских республик, ВВП на душу населения в ней составляет около 900 долларов. Проводимые в Таджикистане реформы направлены на улучшение делового климата в стране, привлечение инвестиций, развитие туризма. Продвигаются они в целом успешнее, чем у стран-соседей. Кроме того, в рамках реформ предусмотрена модернизация энергетического сектора и сектора здравоохранения.

Темпы экономического роста в Таджикистане – самые высокие в регионе, в последние несколько лет ВВП рос со средним темпом 6-7% в год. Однако в 2020 году экономический кризис, вызванный пандемией COVID-19, прервал этот тренд – темп роста в 2020 году ожидается на уровне 1% или ниже. Следует отметить, что падение темпов роста в Таджикистане началось со II квартала 2020 года, в I квартале наблюдался рост около 5% к тому же периоду 2019 года.

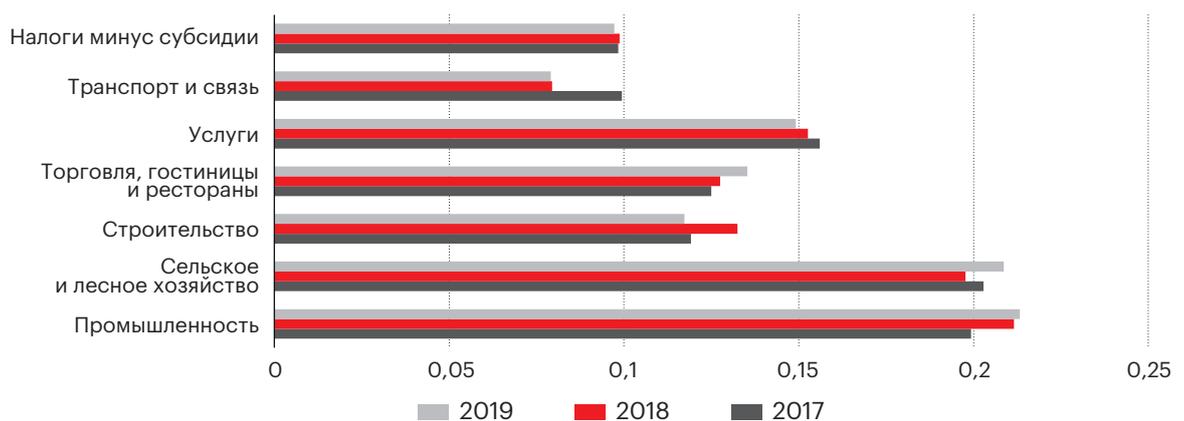
**Рисунок 38.** Темпы экономического роста и роста промышленного производства в Таджикистане в 2010-2019 годах.



Источник: Статкомитет СНГ

В структуре ВВП Таджикистана существенную долю занимает сельское и лесное хозяйство, а также промышленность, в которой наиболее значительную долю занимает хлопковая промышленность, металлургическая, горнодобывающая промышленность.

**Рисунок 39.** Динамика структуры ВВП Таджикистана в 2019 году (% от ВВП).

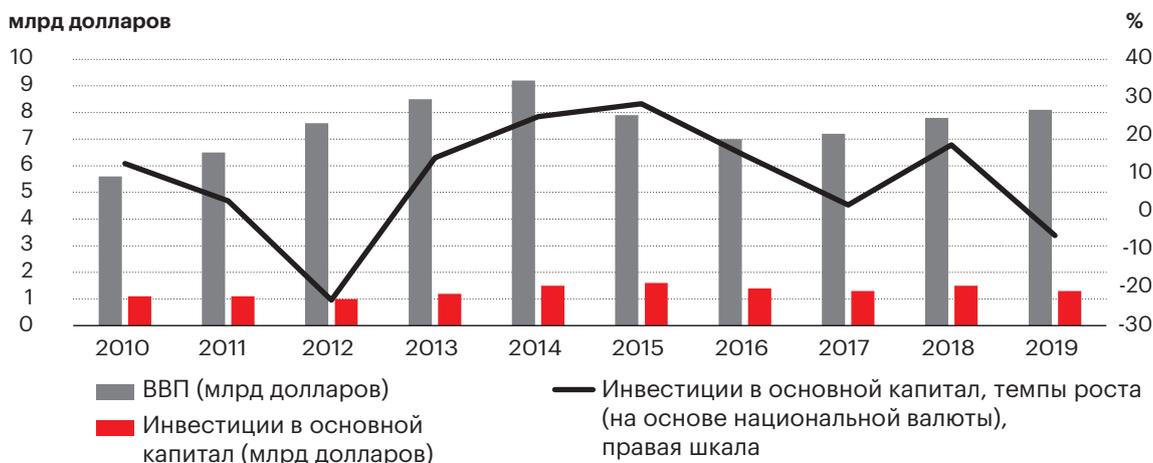


Источник: Агентство по статистике при президенте республики Таджикистан

Снижение ВВП во II квартале 2020 года было обусловлено прежде всего снижением строительства, торговли, услуг и транспорта, при этом промышленность сократилась лишь немного, а сельское хозяйство показало рост более 20%.

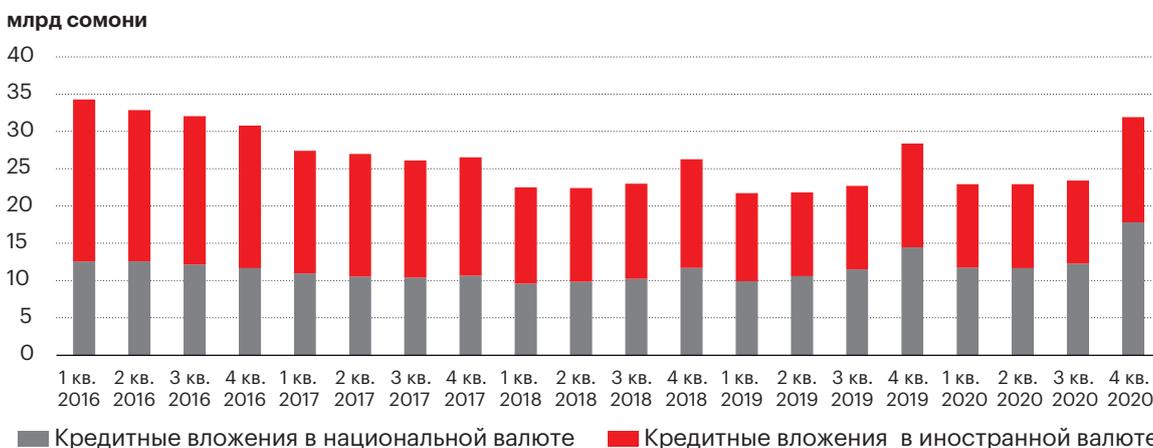
## 2. Инвестиционная и кредитная активность

Динамика инвестиций в основной капитал в последние годы во многом была обусловлена инвестициями в энергетические проекты: так, в 2019 году объем инвестиций в энергетические проекты снизился, и темпы роста общего объема инвестиций в основной капитал также уменьшились. В 2020 году объемы инвестиционной активности закономерно уменьшились: по итогам первого полугодия инвестиции в основной капитал сократились на 4,6% по отношению к тому же периоду прошлого года. Снижение в первую очередь было обусловлено снижением государственного и иностранного финансирования инвестиционных проектов.

**Рисунок 40.** Темп роста инвестиций в основной капитал в Таджикистане в 2010-2019 годах.


Источник: Статкомитет СНГ

Кредитная активность переживала ощутимый спад в 2016-2017 годах, после чего зафиксировалась на новом, более низком, уровне. Увеличение кредитной активности в конце 2020 года свидетельствует в первую очередь о смягчении денежно-кредитной политики Нацбанка Таджикистана, а также о мерах поддержки населения и бизнеса. При этом следует отметить, что за первое полугодие 2020 года доля безнадежных ссуд выросла с 24% до 27,2%.

**Рисунок 41.** Кредитная активность Таджикистана, 2016-2020.


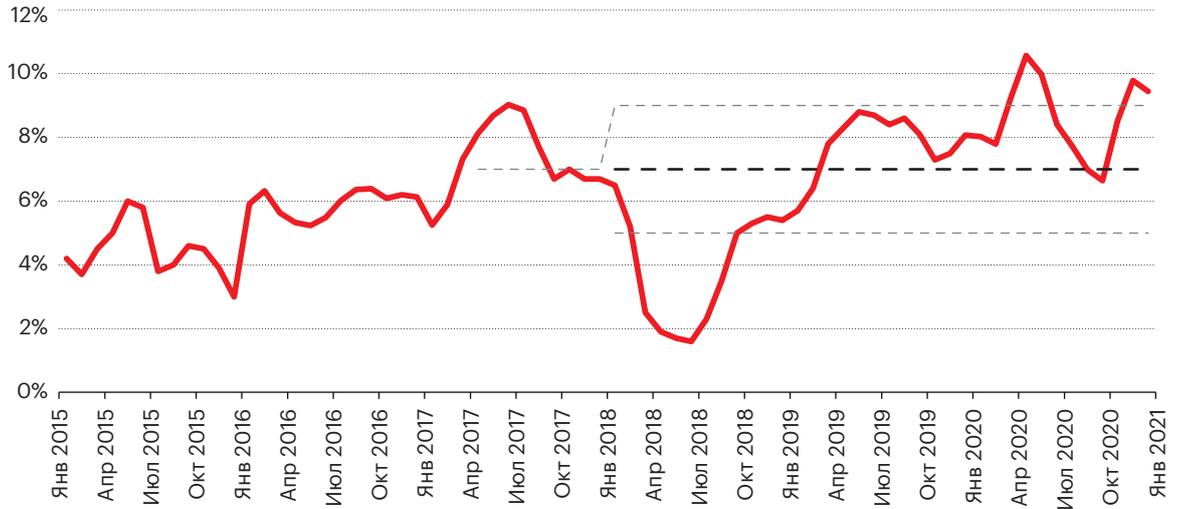
Источник: Национальный банк Таджикистана

### 3. Инфляция и монетарная политика

С 2017 года Таджикистан в качестве монетарной политики декларирует инфляционное таргетирование – достижение ценовой стабильности с темпом инфляции в  $6 \pm 2\%$  ( $6 \pm 2\%$  в 2018-2019 годах). 2018 год оказался успешным с точки зрения удержания инфляции в запланированном коридоре, однако с начала 2019 года инфляция начала ускоряться и превысила верхнюю границу. Национальный регулятор ожидал скорого снижения инфляции, полагая, что повышение темпов роста цен вызвано краткосрочными причинами, однако экономический кризис 2020 года усилил проинфляционные факторы.

В первую очередь ускорение инфляции обусловлено темпом роста цен на продовольствие, тогда как непродовольственная инфляция в 2020 году замедлилась.

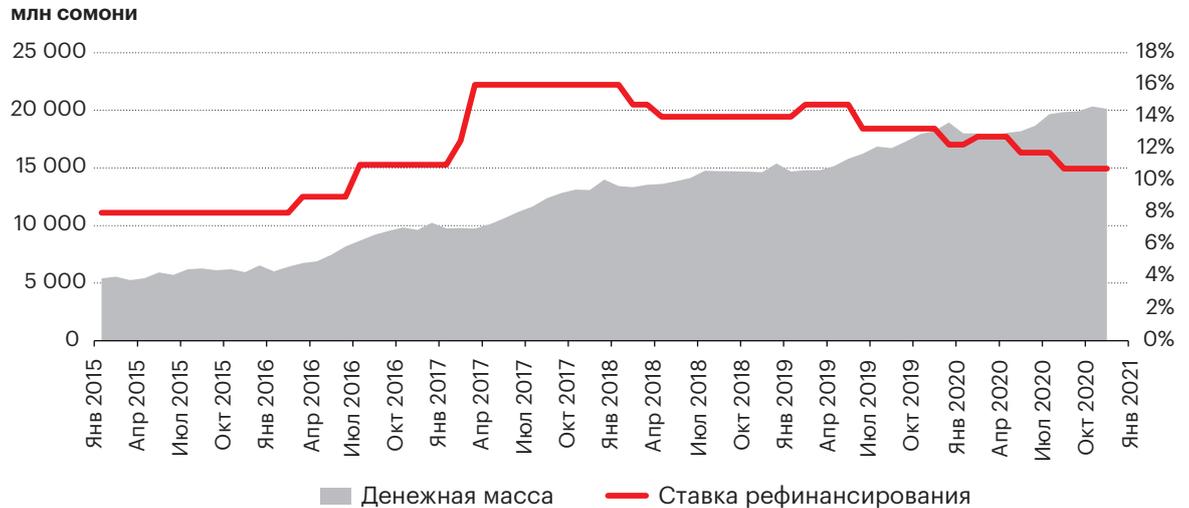
**Рисунок 42.** Динамика инфляции и инфляционный таргет в Таджикистане.



Источник: Национальный банк Таджикистана

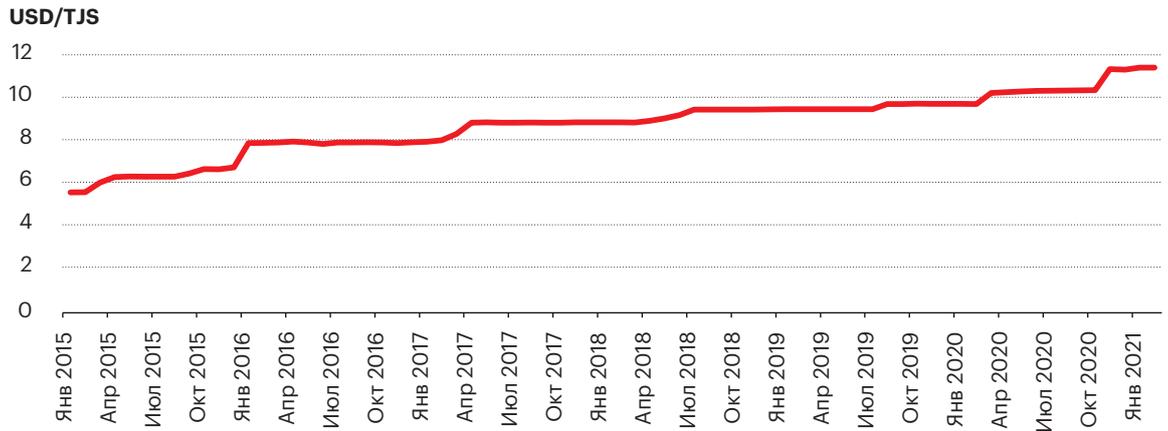
Денежная масса на протяжении последних лет росла равномерными темпами, в начале 2020 года была слегка снижена – одновременно с повышением ставки рефинансирования – на фоне возникновения проинфляционных факторов, однако во второй половине 2020 года снижение ставки и наращивание денежной массы продолжилось.

**Рисунок 43.** Денежная масса и ставка рефинансирования в Таджикистане.



Источник: Национальный банк Таджикистана

Курс национальной валюты имеет тенденцию к постепенному обесценению. Национальный банк Таджикистана декларирует режим плавающего валютного курса, однако имеет официальный курс доллара к сомони, который подвергается ручной коррекции.

**Рисунок 44.** Курс таджикского сомони к доллару, 2015-2020.


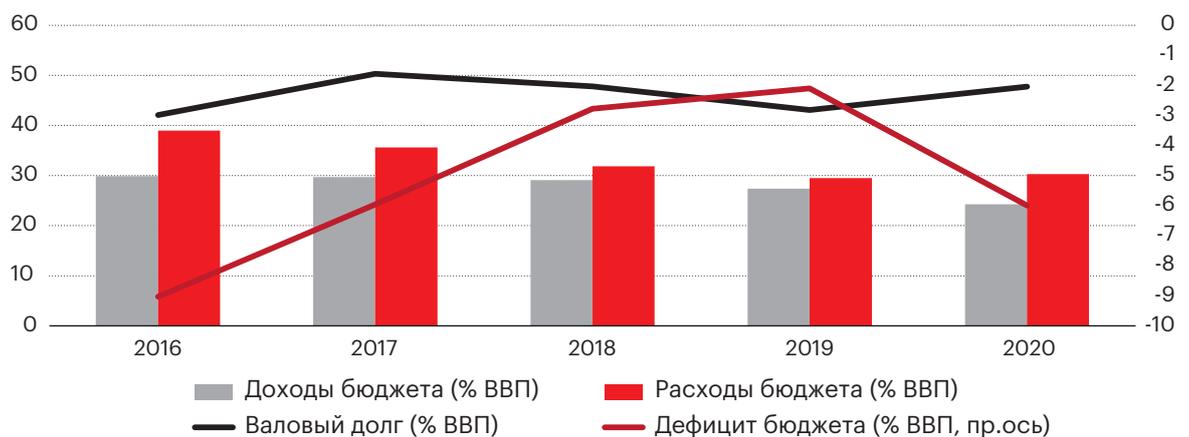
Источник: Национальный банк Таджикистана

## 4. Бюджетно-налоговая политика и госдолг

Государственный бюджет Таджикистана на протяжении последних лет остается дефицитным, хотя и с тенденцией к консолидации. Объем государственного долга находится ниже порогового уровня в 70% ВВП, на уровне 40-50%. Внутренний долг составляет около 20% от всего государственного долга, основная часть – задолженность перед международными финансовыми организациями (МВФ, банки развития).

Пандемический кризис оказал существенное негативное влияние на государственный бюджет Таджикистана: тенденция постепенного сокращения бюджетного дефицита оказалась прервана, в 2020 году дефицит составил 6% ВВП. Доходы в 2020 году сократились – в первую очередь за счет снижения сбора налогов на доход и прибыль, расходы в свою очередь выросли.

Увеличение государственного долга для сведения бюджета произошло в первую очередь за счет заимствования у международных финансовых институтов.

**Рисунок 45.** Параметры бюджета Таджикистана, государственный долг.


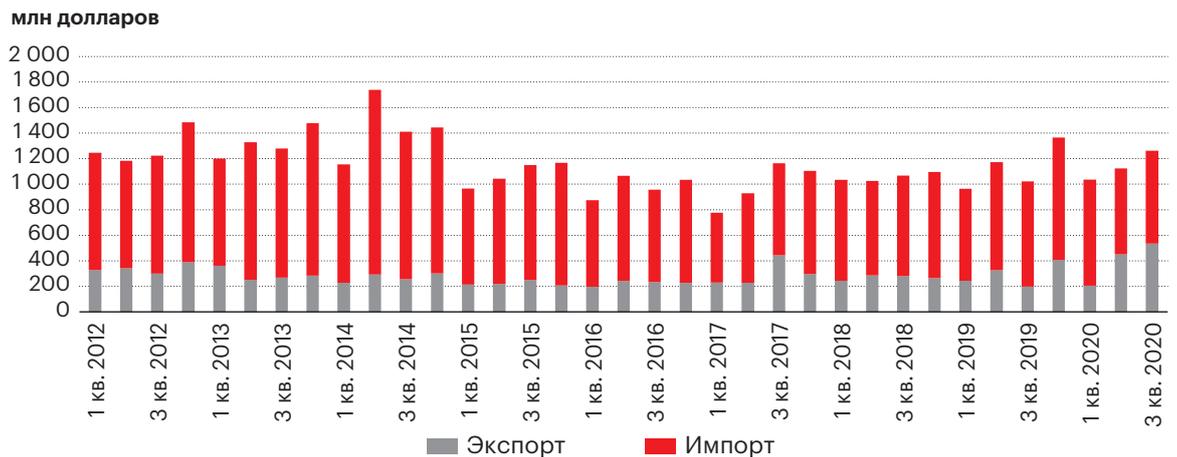
Источник: World Economic Outlook Database, October 2020

## 5. Внешнеэкономические отношения

Таджикистан – импортирующая страна, объемы импорта значительно превышают объемы экспорта. Основные экспортные товары – драгоценные металлы, хлопок, электроэнергия.

Основные импортные товары – нефтепродукты и злаковые. Сальдо счета текущих операций преимущественно отрицательное, но не значительно – в первую очередь из-за превышения уровня импорта над уровнем экспорта, которое в свою очередь балансируется существенным притоком валюты в страну за счет переводов физических лиц. Следует заметить, что объемы потоков капитала в рамках первичных и вторичных доходов не слишком изменились в 2020 году, и за счет ощутимого роста экспорта (с 14-15% ВВП до 21% ВВП) и небольшого падения импорта сальдо счета текущих операций стало положительным.

**Рисунок 46.** Внешнеторговый баланс Таджикистана, 2012-2020.



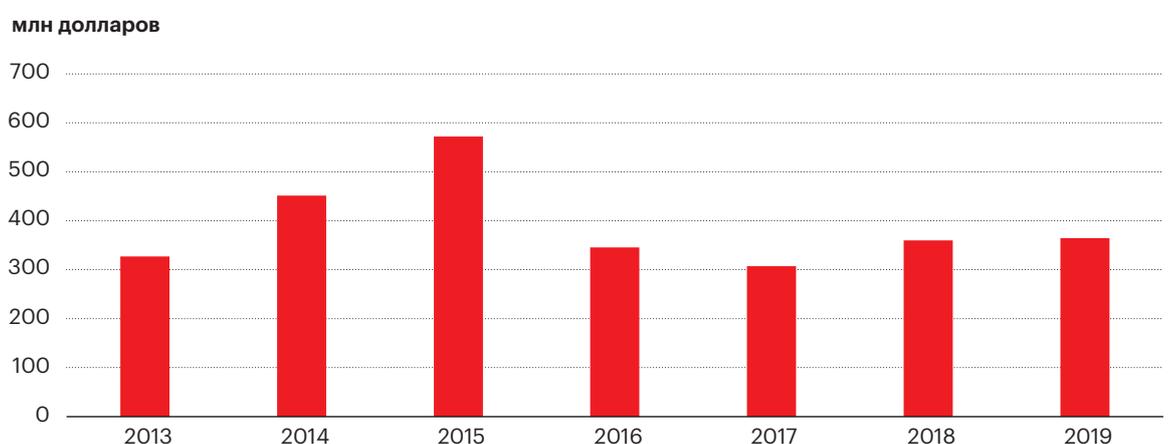
Источник: Статкомитет СНГ

Экспорт Таджикистана достаточно равномерно распределен по странам – около 44% экспорта направляется в страны СНГ (из них Россия – около 4%, основной экспортный партнер в СНГ – Узбекистан), 23% экспорта приходится на Европу, причем в первую очередь на восточноевропейские страны, не входящие в ЕС. Две трети всех товаров Таджикистан импортирует из СНГ, из них половину – из России.

За 9 месяцев 2020 года Таджикистан стал меньше экспортировать в страны СНГ, что было компенсировано экспортом в дальнее зарубежье, увеличившимся более чем в 2 раза по сравнению с 2019 годом. Также снизился импорт из стран дальнего зарубежья, в то время как импорт из СНГ остался стабильным.

Приток прямых иностранных инвестиций в Таджикистан замедлился с 2015 года, в 2020 году произошло дальнейшее сокращение в силу повышенного уровня неопределенности.

**Рисунок 47.** Прямые иностранные инвестиции в Таджикистан в 2013-2019 годах.



Источник: Национальный банк Таджикистана

Китай обеспечивает больше половины иностранных инвестиций в страну. Также значимыми партнерами Таджикистана являются Россия, Великобритания, Франция, Турция и Швейцария.

Основными отраслями, привлекающими инвестиции в Таджикистане, являются горнодобывающая промышленность и обрабатывающая промышленность, на чью долю приходится более 2/3 прямых иностранных инвестиций.

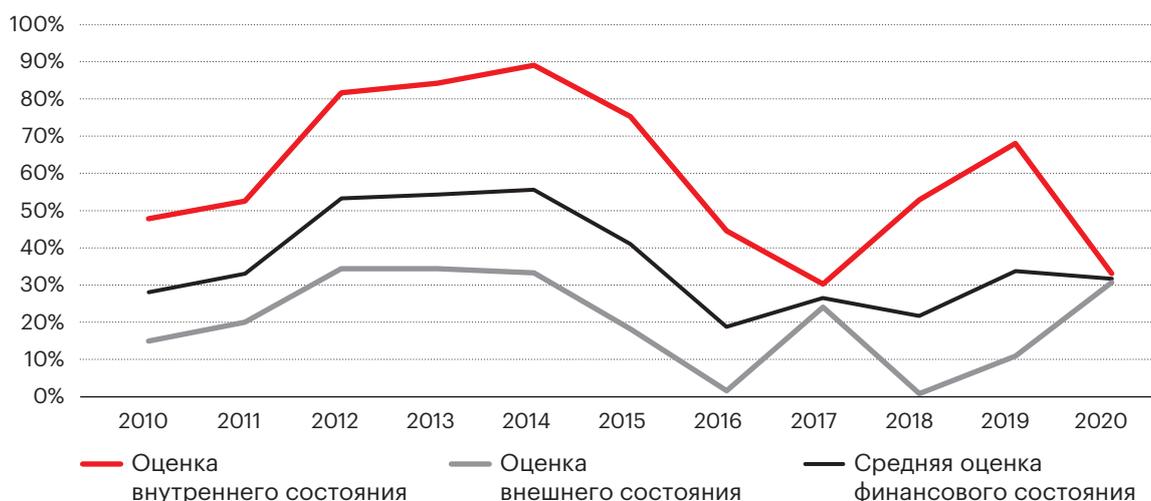
В 2019 году из Таджикистана официально выбыло 2,4 тыс. человек, въехало в страну – около 400 человек. По данным Росстата около 90 тыс. граждан Таджикистана приехали в Россию в 2019 году, 41 тыс. выбыла из России в Таджикистан.

## 6. Внешний долг и финансовая устойчивость

У Таджикистана большой внешний долг по отношению к экспорту и трансфертам. В последние 5 лет его значение составляло почти 200%. При этом обслуживание долга отнимает пятую экспорта и трансфертов, что тяжело для экономики, и золотовалютные резервы примерно равны объему платежей по долгу на горизонте 1 года, что оценивается умеренно-негативно.

В целом финансовая устойчивость оценивается слабо, но не является предефолтной. В январе 2021 г. Таджикистан попросил о небольших долговых модификациях, что подчеркивает наличие проблем с финансовой устойчивостью.

**Рисунок 48.** Оценка финансовой устойчивости Таджикистана.



## 7. Реакция на пандемию

В рамках борьбы с последствиями пандемии стране удалось привлечь средства международных организаций. ЕС выделил около €80 млн: €48 млн в виде гранта, €30 млн в виде кредита от Европейского инвестиционного банка для реализации антикризисного плана правительства, а также отдельно €1,3 млн на защитную одежду для медработников и €780 тыс. на санитарные принадлежности для учебных заведений.

Кроме того, было предпринято несколько монетарных мер для поддержки ликвидности кредитных финансовых организаций. Комитет по монетарной политике НБТ в мае-июле 2020 года дважды пересмотрел ставку рефинансирования и 3 августа 2020 года установил её на уровне 10,75 процентов годовых. Норматив обязательных резервов кредитных финансовых организаций по депозитам и подобным им обязательствам с 1 апреля 2020 года в национальной валюте также был снижен с 3% до 1% (2 процентного пункта) и в иностранной валюте с 9% до 5% (4 процентного пункта).

## Рейтинги, которым доверяют

**Крупнейшее  
рейтинговое агентство  
с более чем 20-летней  
историей**

Кредитное рейтинговое агентство «Эксперт РА» основано в 1997 году и на сегодняшний день является старейшим и крупнейшим российским рейтинговым агентством

**«Эксперт РА» включено  
в реестр кредитных  
рейтинговых агентств  
Банка России**

Рейтинги агентства используются Банком России, Министерством Финансов, Министерством экономического развития, Московской биржей, а также сотнями компаний и органов власти при проведении конкурсов и тендеров.

**«Эксперт РА» —  
лидер российского  
рынка рейтинговых  
услуг**

Агентством поддерживается более 600 кредитных рейтингов. Мы прочно удерживаем лидирующие позиции по рейтингам кредитных организаций, страховых компаний, компаний финансового и нефинансового сектора.

## Наши контакты

АО «Эксперт РА»  
Москва, ул. Николаямская, дом 13, стр. 2

+7 (495) 225 34 44  
[www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru)

**По вопросам  
получения  
рейтинга**

Роман Ерофеев,  
**коммерческий  
директор –  
член правления**  
[erofeev@raexpert.ru](mailto:erofeev@raexpert.ru)

**По вопросам  
рейтинговой  
деятельности**

Марина Чекурова,  
**первый заместитель  
генерального  
директора**  
[chekurova@raexpert.ru](mailto:chekurova@raexpert.ru)

**По вопросам  
международного  
сотрудничества  
и новых продуктов**

Сергей Назаров,  
**заместитель  
генерального директора –  
член правления**  
[nazarov@raexpert.ru](mailto:nazarov@raexpert.ru)

**По вопросам  
информационного  
сотрудничества**

Сергей Михеев,  
**руководитель  
отдела по связям  
с общественностью**  
[mikheev@raexpert.ru](mailto:mikheev@raexpert.ru)

© 2021 АО «Эксперт РА». Все материалы и публикации Агентства, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, являются интеллектуальной собственностью АО «Эксперт РА» (кроме случаев, когда прямо указано другое авторство) и охраняются законом.

Представленная информация предназначена для использования исключительно в ознакомительных целях.

Никакие из материалов, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, не должны копироваться, воспроизводиться, переиздаваться, использоваться, размещаться, передаваться или распространяться любым способом и в любой форме без предварительного письменного согласия со стороны Агентства и ссылки на источник. Использование информации в нарушение указанных требований запрещено.

Агентство не несет ответственности за перепечатку материалов Агентства третьими лицами, в том числе за искажения, несоответствия и интерпретации таких материалов.

Рейтинговые оценки, обзоры, исследования и иные публикации, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, выражают мнение АО «Эксперт РА» и не являются установлением фактов или рекомендаций покупать, держать или продавать те или иные ценные бумаги или активы, принимать инвестиционные решения. Агентство не принимает на себя никакой ответственности в связи с любыми последствиями, выводами, рекомендациями и иными действиями, прямо или косвенно связанными с рейтинговой оценкой, совершенными Агентством рейтинговыми действиями, а также выводами и заключениями, содержащимися в рейтинговом отчете и пресс-релизах, исследованиях, обзорах и иных публикациях, выпущенных Агентством, или отсутствием всего перечисленного.

Агентство не несет ответственности и не имеет прямых или косвенных обязательств в связи с любыми возможными или возникшими потерями или убытками любого характера, связанными с содержанием сайта и с использованием материалов и информации, размещенных в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, в том числе прямо или косвенно связанных с рейтинговой оценкой, независимо от того, что именно привело к потерям или убыткам.

Никакие материалы, отчеты, исследования, информация или разъяснения, размещенные на сайте Агентства либо в любом другом источнике размещения и вне зависимости от формата публикации информации, не могут в каком бы то ни было отношении служить заменой иных проверок и процедур, которые должны быть выполнены при принятии решений, равно как и заменять суждения, которые должны быть выработаны относительно вопросов, представляющих интерес для пользователей. Никто не должен действовать на основании таких материалов, отчетов, исследований, информации или разъяснений, которые могут предоставляться Агентством в связи с ознакомлением с указанными материалами, отчетами, исследованиями, информацией, разъяснениями в каких бы то ни было целях.

На сайте Агентства могут быть предоставлены ссылки на сайты третьих лиц. Они предоставляются исключительно для удобства посетителей сайта. В случае перехода по этим ссылкам, Вы покидаете сайт Агентства. АО «Эксперт РА» не просматривает сайты третьих лиц, не несет ответственности за эти сайты и любую информацию, представленную на этих сайтах, не контролирует и не отвечает за материалы и информацию, содержащихся на сайтах третьих лиц, в том числе не отвечает за их достоверность.

Единственным источником, отражающим реальное состояние рейтинговой оценки, является официальный сайт АО «Эксперт РА» [www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru).

АО «Эксперт РА» оставляет за собой право вносить изменения в информационные материалы сайта в любой момент и без уведомления третьих лиц. При этом Агентство не несет никаких обязательств по обновлению сайта и материалов, представленных на сайте.