

# МАКРО-ВЗГЛЯД НА СТРАНЫ БЛИЖНЕГО ЗАРУБЕЖЬЯ

Михаил Николаев

2026, Июнь

# СОДЕРЖАНИЕ:

03

ВСТУПЛЕНИЕ

04

МАКРО-ТРЕНДЫ  
И СТРАТЕГИИ

07

ОБЗОР СТРАН:  
ОСНОВНОЕ

## ПРИЛОЖЕНИЕ:

---

15

ПОДРОБНЫЙ  
ОБЗОР

58

КЛЮЧЕВЫЕ  
ЦИФРЫ

65

ОБЗОРНЫЕ  
ИССЛЕДОВАНИЯ



# ВСТУПЛЕНИЕ

В ПРЕЗЕНТАЦИИ РАССМАТРИВАЕТСЯ  
**ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ** ЭКОНОМИК

**АРМЕНИИ | АЗЕРБАЙДЖАНА | БЕЛАРУСИ |  
КАЗАХСТАНА | КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ |  
УЗБЕКИСТАНА | ТАДЖИКИСТАНА |**

С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ МАКРО-ТРЕНДОВ И ПРОВОДИМЫХ  
ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОЛИТИК



# МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ТРЕНДЫ

## КЛЮЧЕВЫЕ ТРЕНДЫ

Характерные для всех рассматриваемых стран

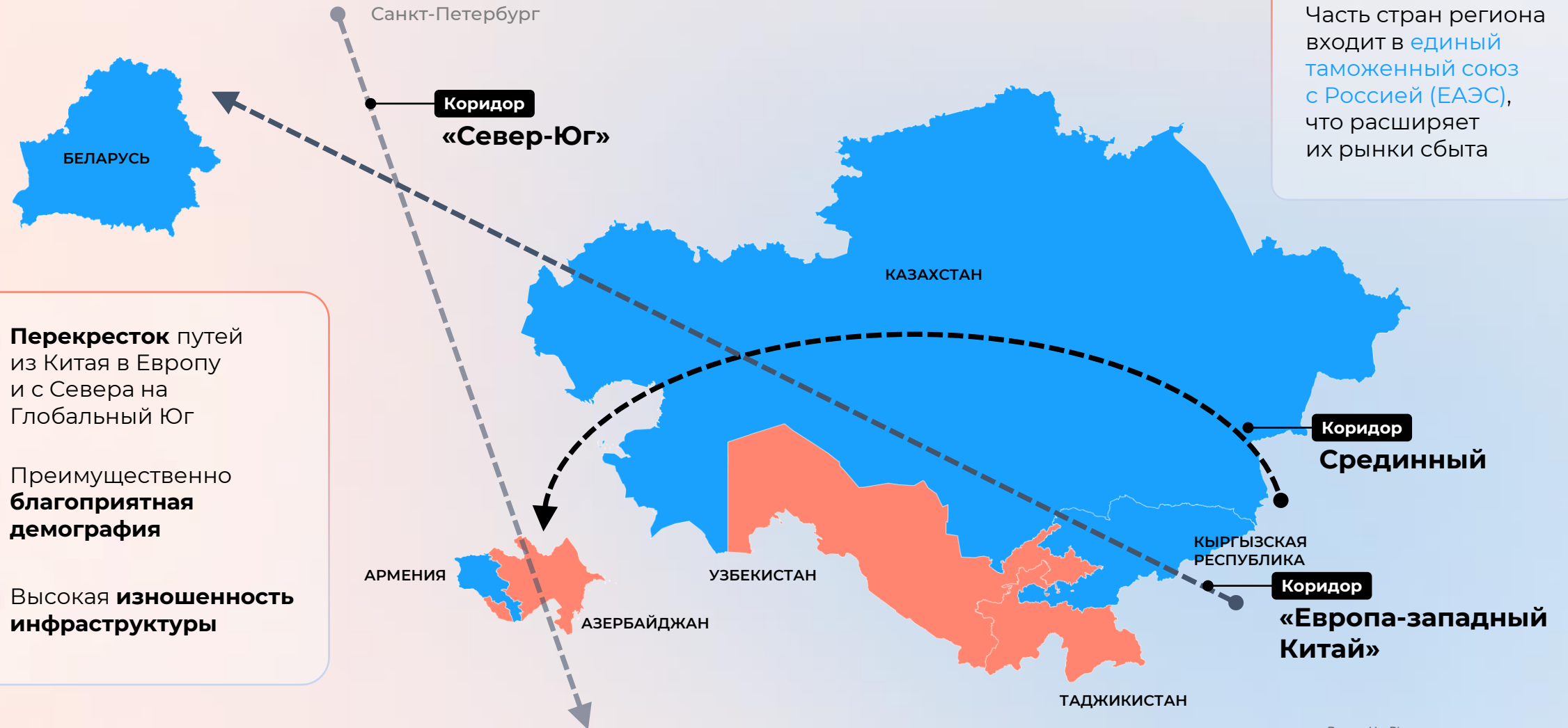
**01** Небольшие страны являются **бенефициарами** усиления деглобализации ([слайд](#)).

**02** Страны переходят к более свободному валютному ценообразованию ([слайд](#)), что позволит смягчить внешние шоки.

**03** Идет развитие **локальных рынков** капитала, больше полагаясь на внутренние источники.

**04** Страны являются **нетто-реципиентами прямых инвестиций**, в т.ч. льготных от международных финансовых организаций (МВФ, Всемирный банк).

# ОБЩИЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ



## ОСНОВНЫЕ СТРАТЕГИЧЕСКИЕ НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ

01

Страны (особенно Центральной Азии) стремятся увеличить внутреннюю торговлю и выступать на мировой арене **одним блоком**.

02

Идут активные инвестиции в **информатизацию**, ИИ. Казахстан – наиболее активно развивает этот сектор (цифровая валюта, долина ЦОДов).

03

Активное **инвестирование в инфраструктуру** (транспортную, генерирующую), что открывает возможности для инвестиций.

04

Ряд стран (Таджикистан, Кыргызская Республика) являются важными **источниками энергии**, необходимость в которой сейчас возрастает.



# МАКРОЭКОНОМИКА: ОСНОВНОЕ [\(подробнее\)](#)

Странам в целом удастся **сдерживать инфляцию**.

Многие демонстрируют **высокие темпы роста**. **Кредитное качество** постепенно **растет**.

Значение	Кредитный Рейтинг **	Рост ВВП *	Инфляция *	Внешний долг, %ВВП	Резервы ЦБ/+нефт. фонд, %ВВП
Казахстан	BBB	4,4	12,7	57	16/40
Азербайджан	BBB-	3,4	8,2	20	17/100
Узбекистан	BB-	6,2	10,3	56	36
Армения	BB-	8,9	3,6	61	14
Кыргызская Р.	B	9,0	10,0	67	29
Беларусь	B***	1,2	8,7	50	12
Таджикистан	B-	8,2	4,6	47	27

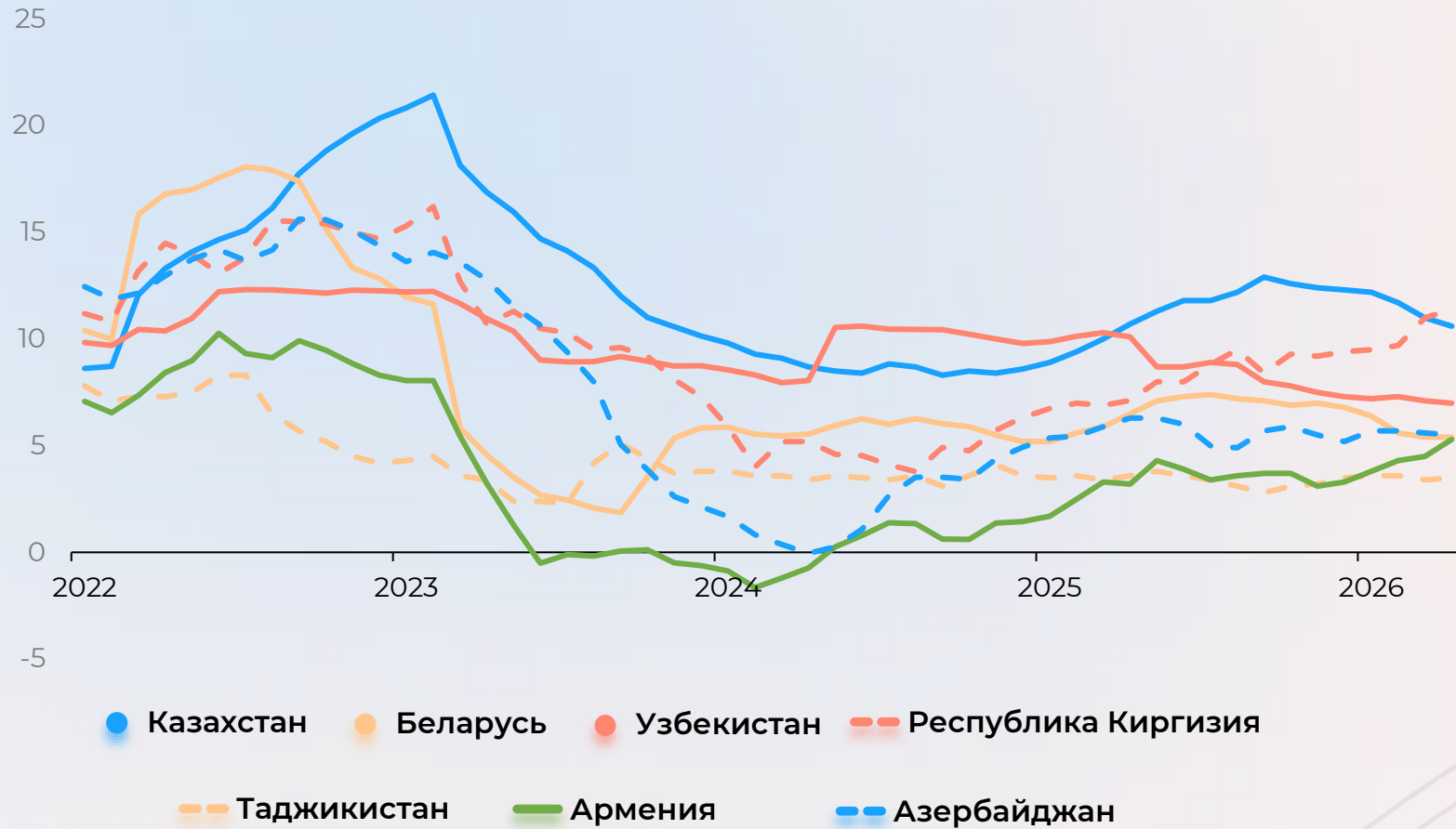
\* среднее за 3 года

\*\* среднее значение S&P, Moody's, Fitch

\*\*\*до отзыва



# ИНФЛЯЦИЯ

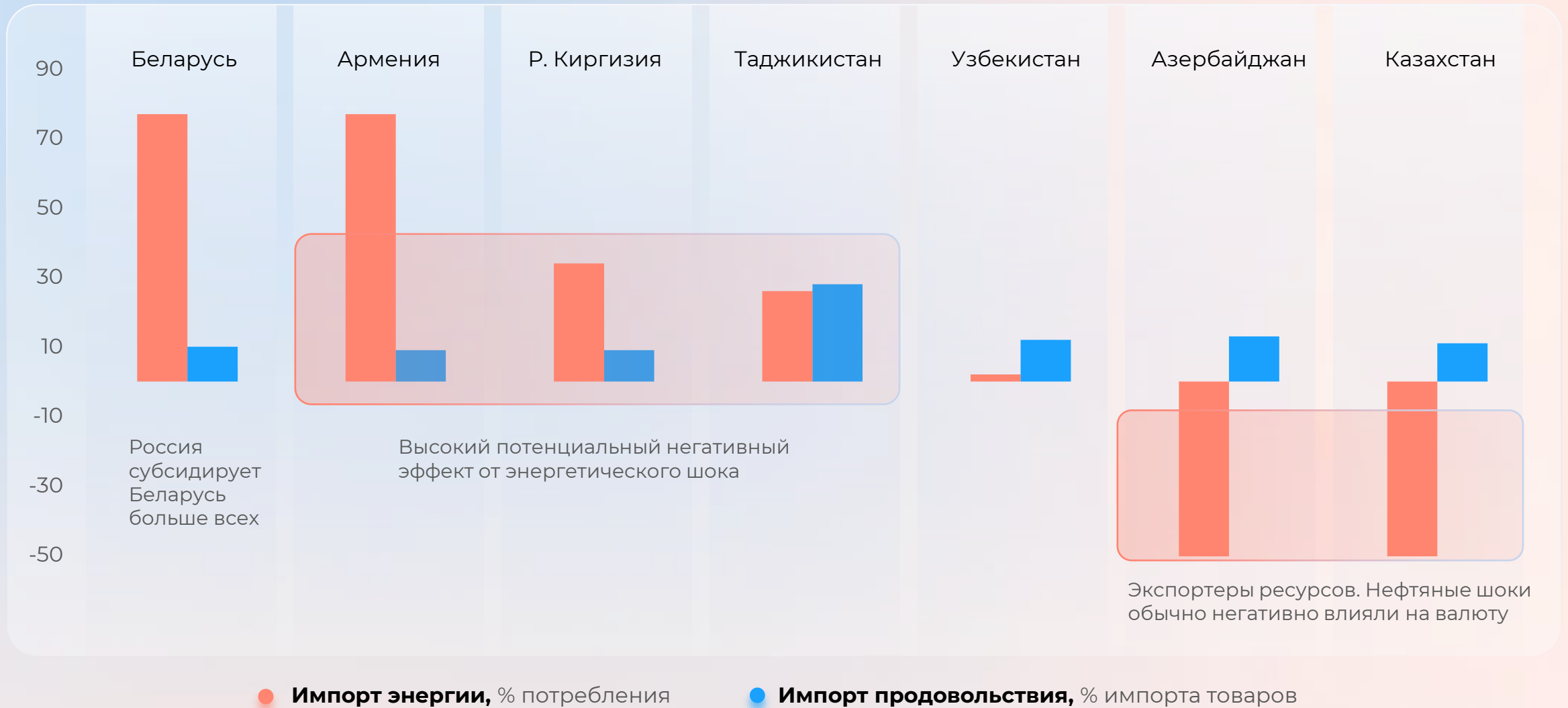


Центральные банки сыграли значительную роль в **снижении инфляции**.

Посмотрим на **природу инфляции**.



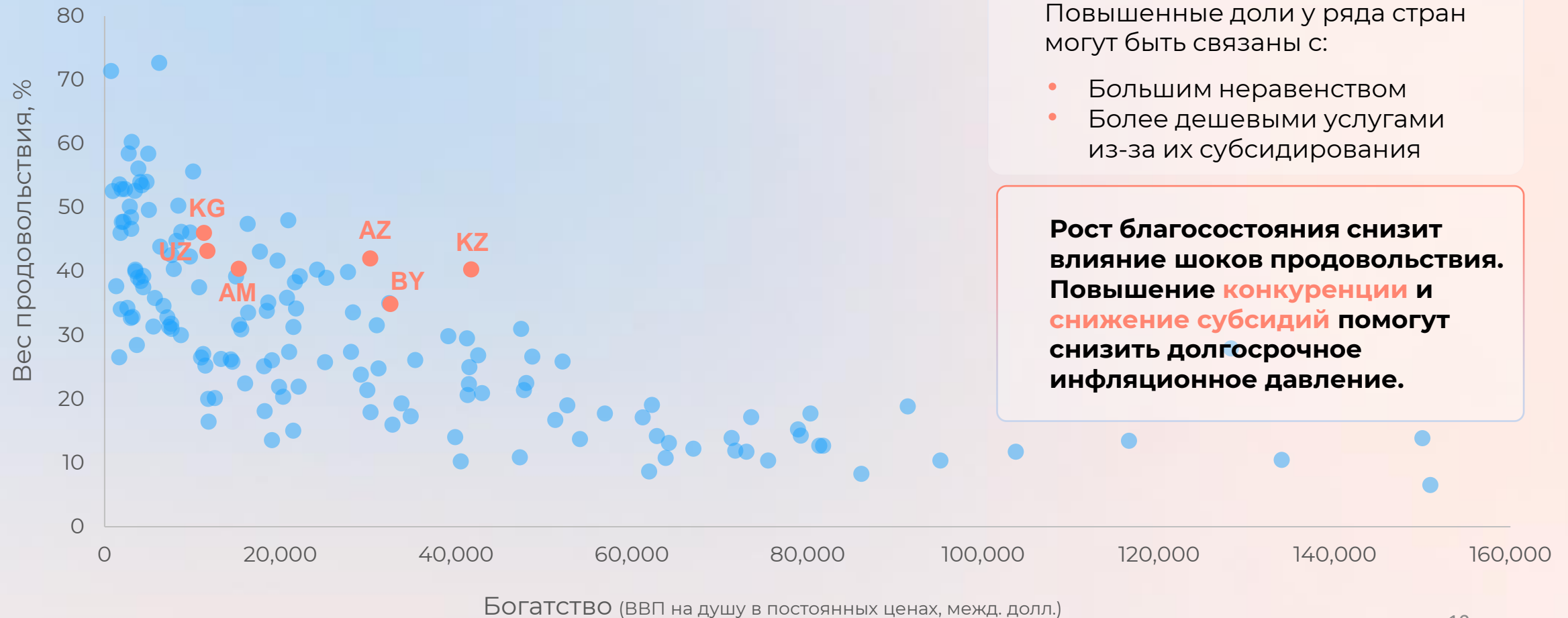
# ИНФЛЯЦИЯ: СТРУКТУРНЫЕ ДИСБАЛАНСЫ





# ИНФЛЯЦИЯ: ЗАКОН ЭНГЕЛЯ

## Беднее страна - больше доля продовольствия в потреблении



# АРМЕНИЯ подробнее

ВВП: \$ 28 млрд  
Население: 3.1 млн чел.  
ВВП на душу, тыс.: \$ 8.9



## КОНКУРЕНТНЫЕ ПРЕИМУЩЕСТВА

- Сильная техническая школа
- Низкая доля госсектора – удобство ведения бизнеса
- Богата медью, молибденом
- Наследие микроэлектронной отрасли
- Ограничение валютных колебаний. Укрепление валюты последние годы ([слайд](#)).
- Успешное сдерживание инфляции около 3% ([слайд](#))

## РИСКИ

- Маленькая экономика, сильно подверженная внешним шокам
- Нерешенный конфликт с Турцией, Азербайджаном
- Ограниченная география осуществления внешней торговли (Грузия)
- Потеря Карабаха: золото и медь. Вся экономика региона 1-2% экономики Армении.

## НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ

- Создание IT-хаба, поддержание стартапов (проекты NVIDIA, Cisco)
- Развитие производства микроэлектроники, медицинского оборудования, машиностроения ([слайд](#))
- Развитие возобновляемой энергетики (необходимость диверсификации источников энергии), модернизация ирригационных систем

# АЗЕРБАЙДЖАН [подробнее](#)

ВВП: \$ 76 млрд  
Население: 10.4 млн чел.  
ВВП на душу, тыс.: \$ 7.4



## КОНКУРЕНТНЫЕ ПРЕИМУЩЕСТВА

- Богатые запасы нефти, газа
- Запасы цветных металлов: медь, золото, алюминий
- Накопленные существенные резервы ([слайд](#))
- Фиксированный курс ([слайд](#)) и экономически достаточные резервы для его поддержки
- Низкая база для развития нефтефтяных секторов

## РИСКИ

- Волатильная инфляция, влияние центрального банка на нее ограничено
- Высокая концентрация экономики на нефтяном секторе
- Сильной девальвации курса при нефтяных кризисах (x2 в 2015 году)
- Высокая доля государства (до 40%), в отдельных секторах (нефтяной, транспортной – до 80%)

## НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ

- Развитие нефтегазовой отрасли, инвестиции в инфраструктуру (трубопроводы), развитие переработки (нефте- и газо-)
- Развитие химии, удобрений
- Создание текстильного, пищевого кластера с целью импортозамещения
- Создание IT-парка: сотрудничество с Microsoft, Huawei, IBM ([слайд](#))

# БЕЛАРУСЬ подробнее

ВВП: \$ 86 млрд  
Население: 9.1 млн чел.  
ВВП на душу, тыс.: \$ 9.4



## КОНКУРЕНТНЫЕ ПРЕИМУЩЕСТВА

- Богатое промышленное наследие
- В ТОП мировых экспортеров удобрений, развитое с/х
- Большой сектор нефтепереработки
- Развитый IT сектор
- Высокий инженерный потенциал
- Тесные связи с Россией

## РИСКИ

- Небольшая страна, сильно зависящая от экспорта, с высокой степенью влияния государства на экономику
- Инфляционные риски: значительная часть потребительской корзины регулируется ([слайд](#))
- Курс валюты сильно коррелирован с росс. рублем
- Возможный рост санкционного давления
- Ограничение логистики

## НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ

- Дальнейшее развитие IT (Парк высоких технологий)
- Автоматизация промышленности
- Рост кооперации с Россией, Китаем в рамках импортозамещения и развития транспортных коридоров
- Создание IT-парка: сотрудничество с Microsoft, Huawei, IBM ([слайд](#))

# КАЗАХСТАН подробнее

ВВП: \$ 300 млрд  
Население: 20.4 млн чел.  
ВВП на душу, тыс.: \$ 14.7



## КОНКУРЕНТНЫЕ ПРЕИМУЩЕСТВА

- Мировой лидер добычи урана
- Развитая нефтяная, металлургическая отрасли
- МФЦ Астана (англ. право)
- Введен цифровой тенге
- Накопленные нефтегазовые резервы (Национальный Фонд Республики Казахстан)
- Активная повестка экономических реформ

## РИСКИ

- Сильно зависит от нефтяной конъюнктуры, нефтегазовые резервы - буфер
- Повышенная инфляция из-за структурных перекосов ([слайд](#))
- Курс валюты волатилен, частично сглаживается центральным банком
- Ограниченность географии нефтяного экспорта

## НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ

- Развитие энергетики и зеленой экономики (АЭС, модернизация ТЭС, ветро- и солнце- генерация)
- Активное развитие цифровизации: цифровой тенге: стейблкоин на тенге ([слайд](#)), инвестиции в ЦОДы.
- Развитие транспортного коридора (порт Актау, транспортный хаб Хоргос, ж.д. коридор «Западная Европа-Китай»)

# КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

[подробнее](#)

ВВП: \$ 20 млрд  
Население: 7.2 млн чел.  
ВВП на душу, тыс.: \$ 2.8



## КОНКУРЕНТНЫЕ ПРЕИМУЩЕСТВА

- Доступ к гидроресурсам
- Высококонкурентная текстильная отрасль
- Уникальные полезные ископаемые (сурьма, ртуть)
- Туристический потенциал (горы)
- Значительный экспорт золота – естественный хедж в периоды мировой неопределенности

## РИСКИ

- Маленькая слабо-диверсифицированная страна
- Повышенная инфляция, в т.ч. из-за зависимости от энергоресурсов ([слайд](#))
- Слабая продуктовая диверсификация экспорта
- Ограниченность внутреннего рынка
- Периоды политической нестабильности

## НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ

- Гидроэнергетика – модернизация, строительство новых ГЭС
- Развитие агрокластеров и логистических центров, модернизация ирригации
- Дальнейшее развитие добычи (золото, медь, редкоземы)
- Развитие IT: проект цифровой кочевник ([слайд](#))

# УЗБЕКИСТАН подробнее

ВВП: \$ 137 млрд  
Население: 37.7 млн чел.  
ВВП на душу, тыс.: \$ 3.6



## КОНКУРЕНТНЫЕ ПРЕИМУЩЕСТВА

- Развитое машиностроение
- Высокий уровень ветровой и солнечной активности
- В топ 10 по запасам золота, урана, меди, вольфрама
- Либерализация и активные реформы, IPO повестка
- Значительное население – потенциально большой внутренний рынок
- Агрокомплекс (хлопок, овощи, фрукты)

## РИСКИ

- Одна из двух стран в мире – «double landlock» – высокие транспортные издержки
- Водная зависимость от соседних стран
- ЦБ постепенно отпускает валюту, возможен рост колебаний валюты ([слайд](#))
- Устойчивость новой экономической политики

## НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ

- Энергетика – масштабные проекты в солнечной и ветровой генерации
- Создание текстильных кластеров, привлечение турецких, ю. корейских инвесторов
- Внедрение современных технологий в орошение, тепличные комплексы,
- Развитие IT-парков, развитие аутсорсинга ([слайд](#))

# ТАДЖИКИСТАН [подробнее](#)

ВВП: \$ 17 млрд  
Население: 10.4 млн чел.  
ВВП на душу, тыс.: \$ 1.6



## КОНКУРЕНТНЫЕ ПРЕИМУЩЕСТВА

- Доступ к значительным водным ресурсам
- Транспортный коридор в Афганистан
- Уникальные полезные ископаемые (сурьма, уран). Одно из крупнейших в мире месторождений серебра
- Турист. потенциал (горы), уникальные сорта фруктов
- Низкая база во многих секторах

## РИСКИ

- Высокое присутствие государства в экономике
- Волатильная инфляция (страна зависит от импорта многих необходимых позиций)
- Периодические девальвации валюты ([слайд](#)), действуют отдельные capital controls
- Высокая зависимость от одного кредитора (Китай)

## НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ

- Водная энергетика: Рогунская ГЭС – крупнейшая в Средней Азии, увеличение мощностей других ГЭС, рост экспорта электроэнергии
- Развитие транспортного сектора транспортная интеграция с Узбекистаном, Киргизией, Китаем
- Развитие аграрного сектора, поддержка экспорта ([слайд](#))



# ПРИЛОЖЕНИЕ: ПОДРОБНЫЙ ОБЗОР

# АРМЕНИЯ

# АРМЕНИЯ: ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСОБЕННОСТИ

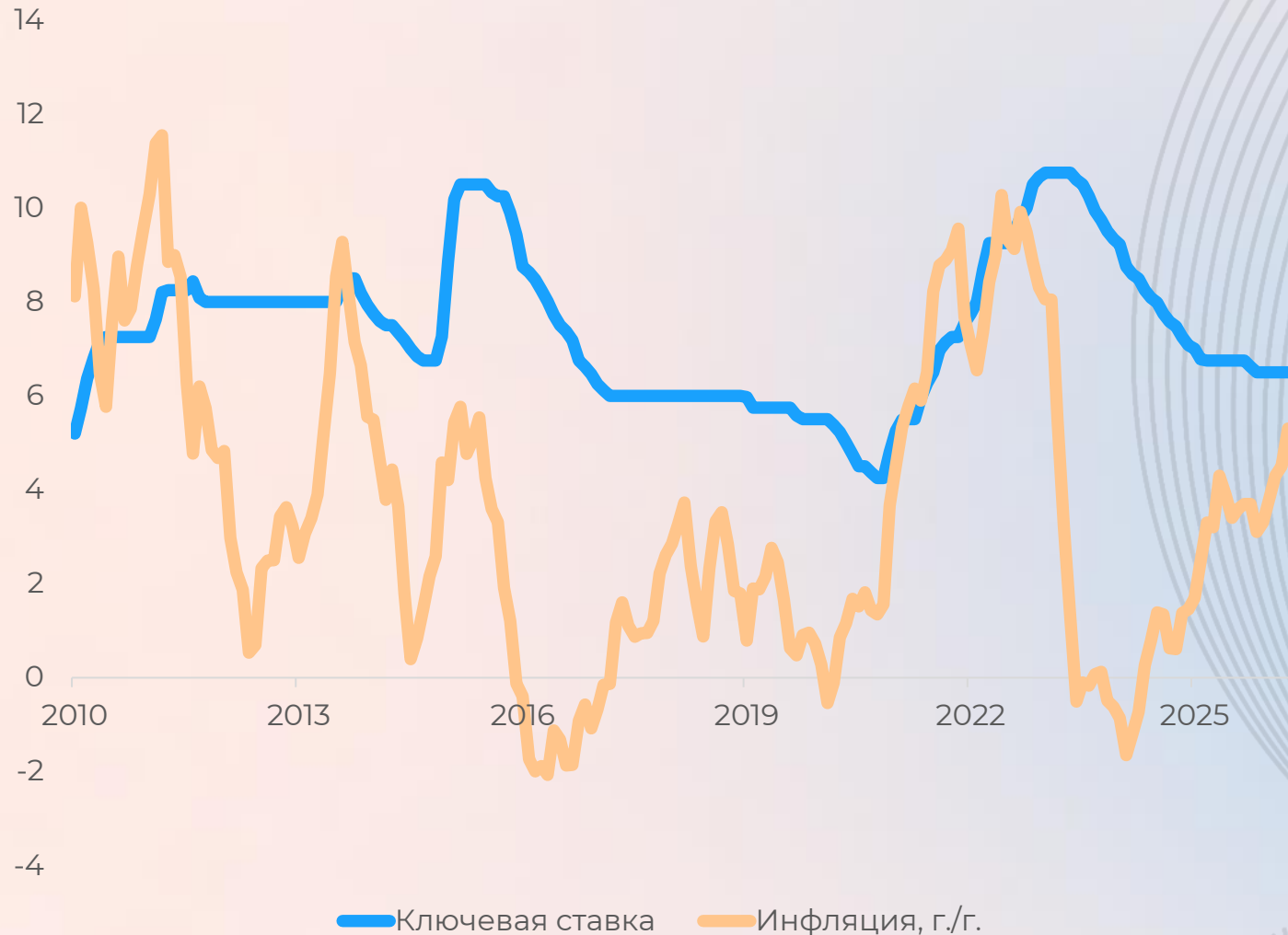
## Позитивные факторы

- Высокие показатели образования, качества жизни
- Экономика в целом рыночная, госсектор ограничен – около 15%ВВП
- Достаточно диверсифицированный экспорт (с/х, металлы, оборудование, IT). Большие объемы ре-экспорта x5 в 2022 г.
- Значительный потенциал после урегулирования конфликта с Азербайджаном

## Негативные факторы

- Отсутствие выхода в мировой океан, что повышает транспортные издержки
- Переоцененность валюты сдерживает конкурентоспособность экспорта
- Маленький внутренний рынок, потенциал внутреннего спроса ограничен
- Зависимость от импорта энергетики, бензина – сильная подверженность внешним шокам

# АРМЕНИЯ: ДКП и ИНФЛЯЦИЯ



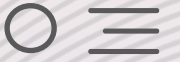
## ДКП

- 2006 г. – переход на инфляционное таргетирование
- Цель ДКП – достижение ценовой стабильности
- Целевой уровень инфляции - 3% +/-1 п.п (пересмотрен с 2025 г. с 4% +/- 1,5 п.п)
- Банк Армении успешно сдерживал инфляцию, удерживая ставку на 2-3 п.п. выше

## ИНФЛЯЦИЯ

- Внешние шоки и импортируемая инфляция – основные инфляционные риски
- Продовольственная инфляция – значимая часть. Причины: большая доля сельского хозяйства и сезонность урожая.
- Социальная направленность бюджетных расходов подогревают спрос

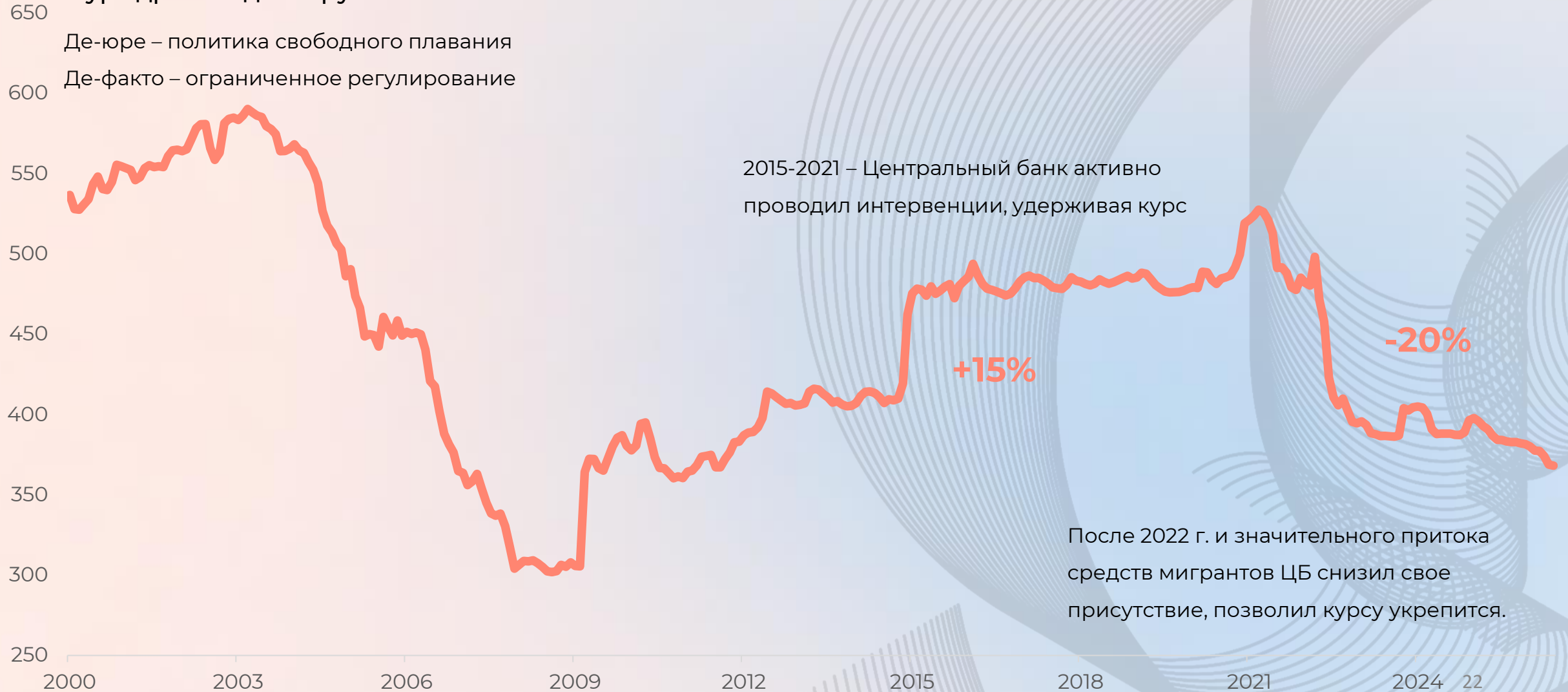
# АРМЕНИЯ: ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА



## Курс драма к доллару США

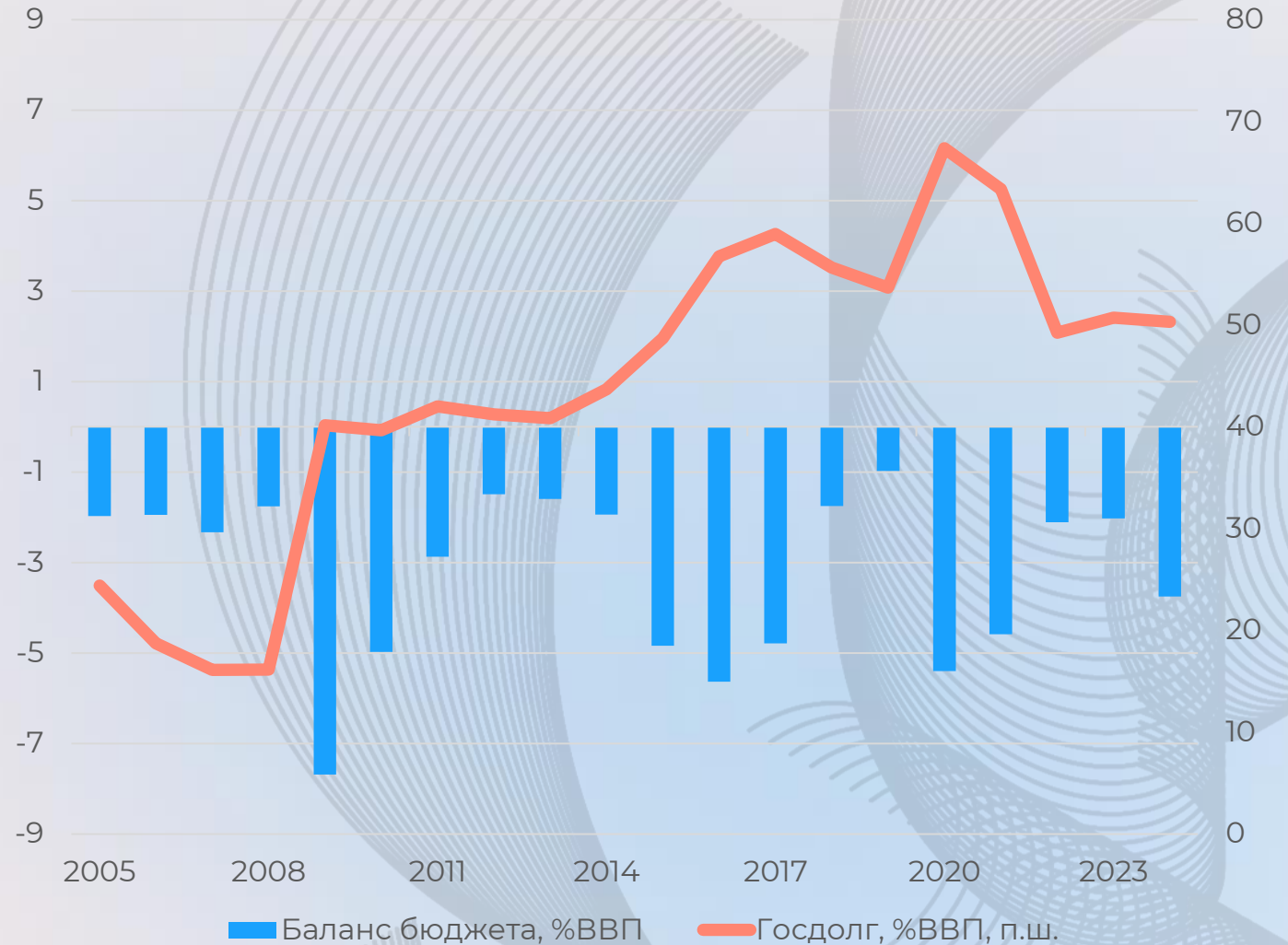
Де-юре – политика свободного плавания

Де-факто – ограниченное регулирование

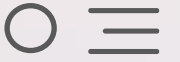


# АРМЕНИЯ: БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА

- Фискальная позиция страны **слабая**
- Основной фактор – высокие **оборонные расходы** (около 4,5% ВВП)
- Значительная доля **социальных расходов** (около трети) добавляет негибкости бюджета
- Бюджетная нагрузка немного снижается после Карабахского конфликта (не надо осуществлять трансферы)
- Ужесточается налоговая нагрузка за счет расширения налоговой базы (теневой сектор)
- Госдолг находится на высоком уровне (50% ВВП), хотя его и удалось снизить на фоне высокого роста экономики в последние годы
- Правительство активно замещает внешний госдолг внутренним, развивая внутренний рынок гособлигаций



# АРМЕНИЯ: СТРАТЕГИЯ



## Приоритетные направления долгосрочного развития (Armenia Transformation Strategy 2050)

	IT (региональный хаб)	Промышленность	Сельское хозяйство
Как помогает государство?	<ul style="list-style-type: none"><li>- Освобождение от налога на прибыль, пониженная ставка подоходного налога</li><li>- Программа грантов</li><li>- Поддержка участия в международных выставках</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Создание особых экономических зон – освобождение от НДС</li><li>- Льготные госкредиты</li><li>- Крупные проекты с ГЧП</li><li>- Экспортная поддержка</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Льготные госкредиты на покупку техники, семян</li><li>- Субсидии до 50% на новую технику</li><li>- Поддержка кооперативов в отдалённых регионах</li><li>- Страхование урожая</li></ul>
Какие проекты запущены?	Открытие образовательных центров (TUMO Center for Creative Technologies), стартап кластеров (Армянский технологический парк)	Контактное производство электроники (Instigate Robotics), медицинское оборудование (MedSoft), машиностроение (Armenian Machine Building)	Irrigation System Enhancement Project – модернизация ирригационных систем. Spayka построила крупнейший в регионе логистический центр
Кого удалось привлечь?	NVIDIA, Cisco Sevan Ventures Startup Summit	Synopsys, Philip Morris	World Bank, KfW, FAO



# АЗЕРБАЙДЖАН

# АЗЕРБАЙДЖАН: ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСОБЕННОСТИ



## Позитивные факторы

- Географическое положение на транспортных коридорах
- Благоприятные климатические условия для развития сельского хозяйства
- Значительные нефтяные доходы позволили сформировать резервы и ограничить долг
- Потенциал для развития туризма, транспорта, сельского хозяйства

## Негативные факторы

- Сильная зависимость от нефтегазового сектора
- Значительные региональные диспропорции между Баку и регионами
- Высокая доля участия государства в экономике – около 40% ВВП
- Недостаточное развитие системы образования, что сдерживает инновации

# АЗЕРБАЙДЖАН: ДКП И ИНФЛЯЦИЯ



## ДКП

- В 2015 г. после падения мировых цен на нефть ЦБ перешёл к инфляционному таргетированию
- Цель ДКП – обеспечение ценовой стабильности
- Целевой уровень инфляции - 4% +/-2 п.п
- Высокая волатильность инфляции сдерживает эффективность ДКП

## ИНФЛЯЦИЯ

- Высокие ценовые изменения обусловлены:
- Сильной подверженностью внешним шокам, в первую очередь сырьевым
  - Низкой диверсификацией экономики и слабой внутренней конкуренцией
  - Редким, но существенным пересмотром тарифов на 10-30% и более

# АЗЕРБАЙДЖАН: ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА



## Курс маната к доллару США

2.0 Де-юре – политика свободного плавания

Де-факто – stabilized arrangement

1.8

Манат находит новую точку равновесия и ЦБ сокращает интервенции

1.6

1.4

До 2015 г. проводилась политика стабильного валютного курса. ЦБ был активным участником рынка.

>2x

1.2

2015 г., нефтяной кризис, ЦБ дважды ослабляет манат и переходит к управляемому плаванию

1.0

0.8

0.6

2000

2003

2006

2009

2012

2015

2018

2021

2024

# АЗЕРБАЙДЖАН: БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА

- Фискальная позиция страны **сильная**
- Высокие нефтяные доходы формировали **профициты** бюджета, не было необходимости значительно наращивать госдолг
- Нефтяные доходы составляют около 50% бюджета
- Политика повышения пенсий и зарплат увеличивает долю негибких расходов. Дополнительные расходы потребуются на восстановление новых территорий.
- Госдолг небольшой около 20% ВВП, однако на 80% валютный
- В Государственном нефтяном фонде (SOFAZ) – 55% ВВП ликвидных активов



# АЗЕРБАЙДЖАН: СТРАТЕГИЯ



## Приоритетные направления долгосрочного развития – «Азербайджан -2030»

	Нефтегаз и химия	Промышленность	IT
Как помогает государство?	<ul style="list-style-type: none"><li>- Госгарантии для иностранных инвесторов, освобождение от отдельных налогов в рамках PSA</li><li>- Господдержка экспорта</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Создание индустриальных промышленных парков – налоговые и таможенные льготы, субсидии на подключение к коммуникациям</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Освобождение от налогов в рамках технопарков</li><li>- Государственные гранты на венчурное финансирование</li><li>- Инвестиции в широкополосный интернет, дата-центры</li></ul>
Какие проекты запущены?	Южный газовый коридор (TANAP, TAP), разработка месторождений «Шах-Дениз», «Азери-Чираг-Гюнешли»	Заводы по производству удобрений (SOCAR, Caspian Agro). Сумгайытский химико-промышленный парк, Балакенский агропарк.	Технологический парк «High Tech Park», госуслуги «ASAN xidmat»
Кого удалось привлечь?	BP, Equinor, TotalEnergies	ГАЗ, КАМАЗ, China Railway	Huawei, привлечение венчурных фондов, участие Microsoft, IBM

# БЕЛАРУСЬ

# БЕЛАРУСЬ: ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСОБЕННОСТИ

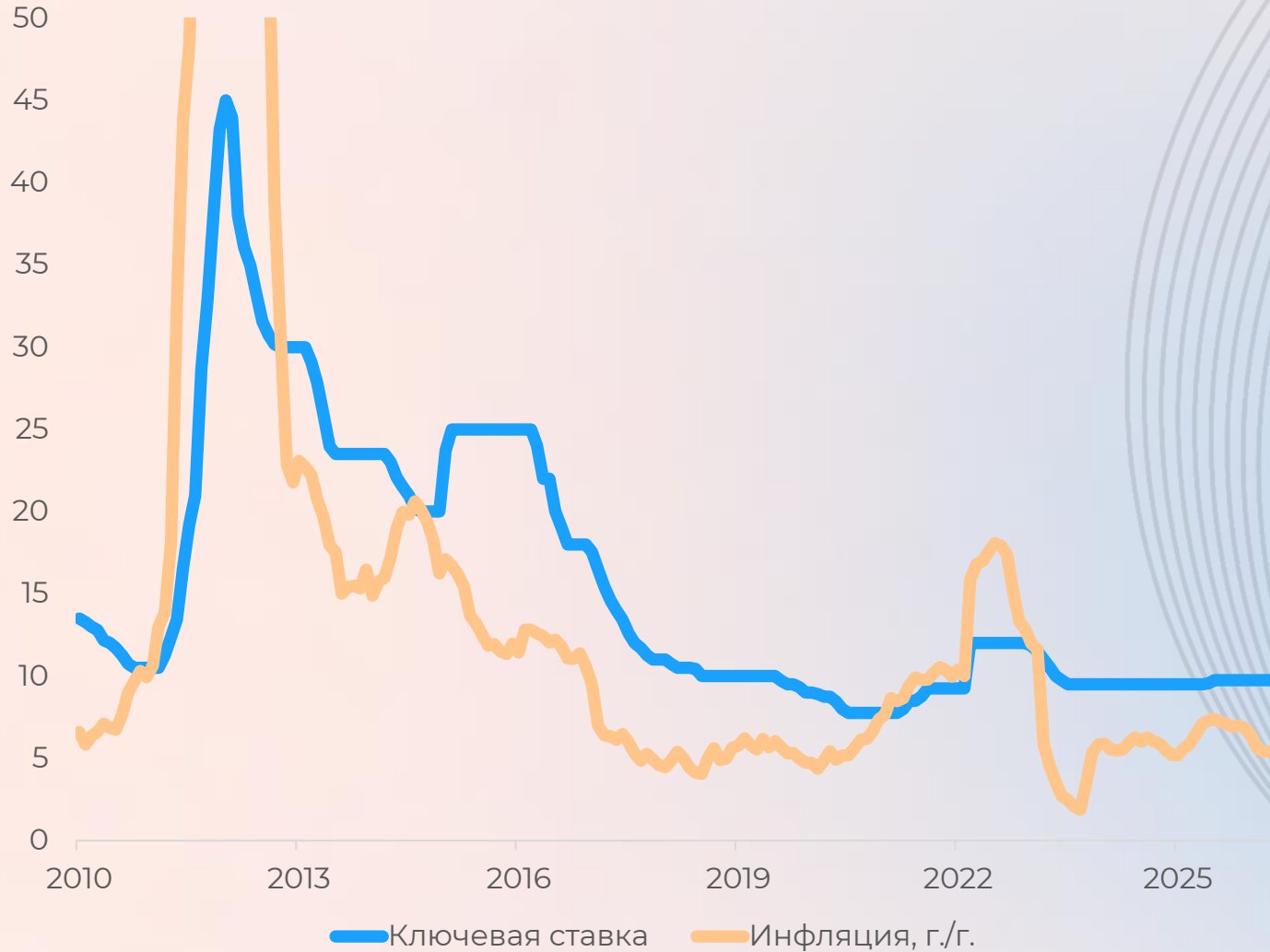
## Позитивные факторы

- Большое промышленное наследие
- Развитая транспортная инфраструктура и выгодное географическое положение
- Высокий уровень образования и квалификация рабочей силы
- Развитое сельское хозяйство

## Негативные факторы

- Отсутствие выхода в мировой океан, что повышает транспортные издержки
- Недостаточность ресурсов и зависимость от России
- Административное регулирование цен
- Медленная диверсификация экономики и высокая доля госсектора

# БЕЛАРУСЬ: ДКП И ИНФЛЯЦИЯ



## ДКП

- Центральный банк был в процессе перехода к инфляционному таргетированию до COVID-19, но пока таргетирует и денежную массу (обычно это промежуточный этап перед внедрением полноценного инфляционного таргетирования)
- Цель по приросту денежной массы – 11-15%.
- Цель по инфляции – 5%

## ИНФЛЯЦИЯ

- Цены на значительную часть потребительской корзины регулируются административно
- Периодическая девальвация рубля приводит к инфляционным всплескам
- Рост расходов бюджета ранее также стимулировал инфляцию

# БЕЛАРУСЬ: ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА



## 4.0 Курс белорусского рубля к доллару США

Де-юре – режим плавающего курса

Де-факто – floating regime

Периодические девальвации были обусловлены:

- неустойчивым платежным балансом и высоким внешним долгом (2012 г.)
- падением цен на нефть и девальвацией российского рубля (2016 г.)
- налоговым маневром в России, нефть стала более дорогой (2019 г.)
- санкциями и падением экспорта (2022 г.)

4.0  
3.5  
3.0  
2.5  
2.0  
1.5  
1.0  
0.5  
0.0

2000

2003

2006

2009

2012

2015

2018

2021

2024<sub>34</sub>

2.7x

+78%

+20%

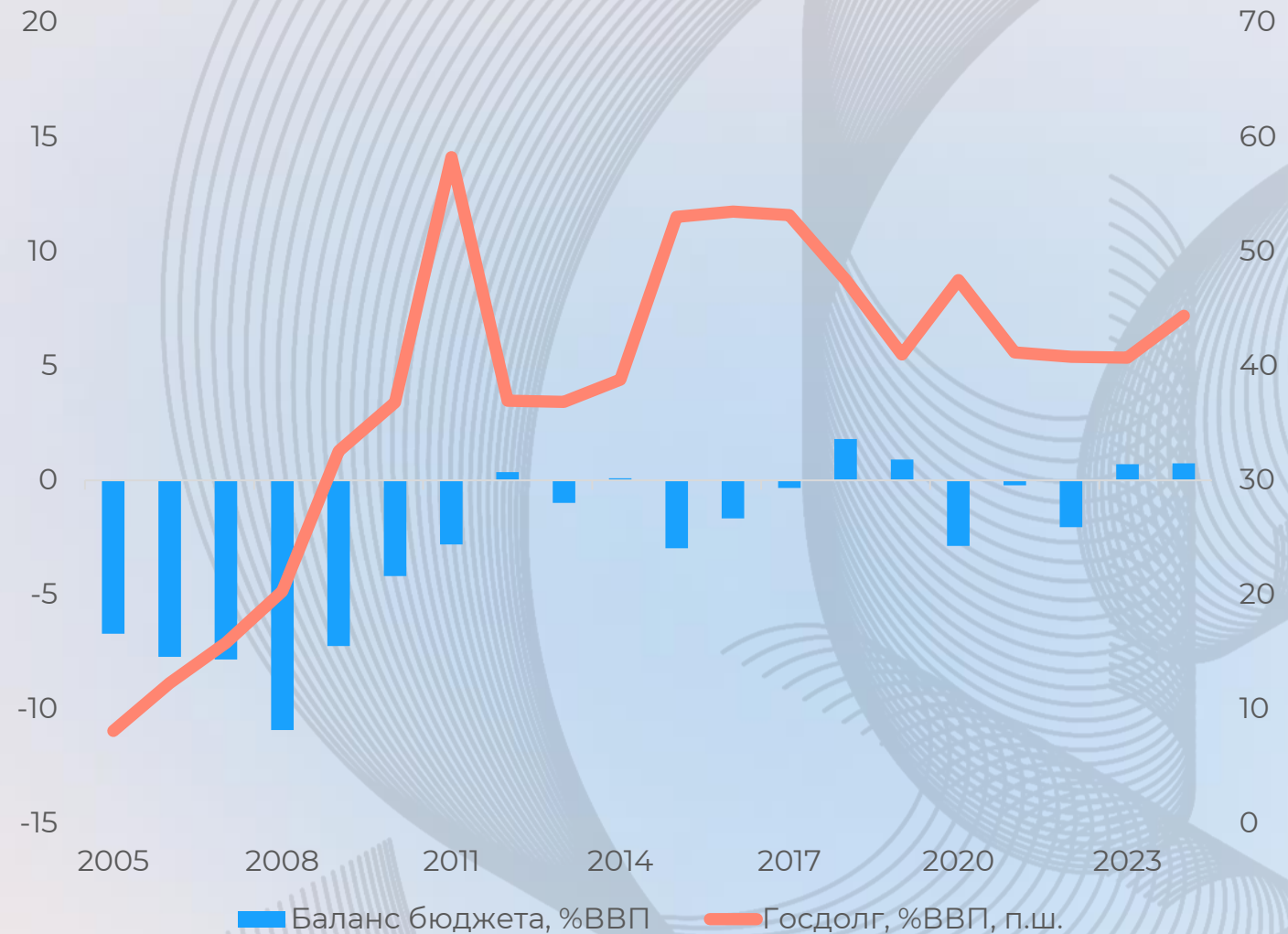
+23%



# БЕЛАРУСЬ: БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА



- Фискальная позиция страны **умеренная**
- Правительству удалось **сбалансировать бюджет** перед COVID-19 и накопить определённый фискальный буфер
- Падение экспорта негативным образом сказалось на доходах бюджета, что привело к последующему дефициту
- Ограниченные источники финансирования дефицита, заставляют прибегать к заимствованиям ЦБ
- Госдолг относительно небольшой (44% ВВП), но преимущественно в иностранной валюте, развития национального долгового рынка не происходило



# БЕЛАРУСЬ: СТРАТЕГИЯ

Приоритеты развития сформулированы в Нац. стратегии устойчивого соц.-эк. развития 2035 г.

	Цифровая экономика	Машиностроение	Логистика, транспорт
Как помогает государство?	<ul style="list-style-type: none"><li>- Освобождение от налога на прибыль, НДС на экспорт ИТ-услуг, налога на недвижимость, земельного налога</li><li>- Упрощенное валютное регулирование</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Ускоренная амортизация</li><li>- Компенсация процентных ставок по кредитам</li><li>- Поддержка закупки отечественного оборудования</li><li>- Индустриальные парки</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Освобождение от налогов в рамках технопарков</li><li>- Государственные гранты на венчурное финансирование</li><li>- Инвестиции в широкополосный интернет, дата-центры</li></ul>
Какие проекты запущены?	Парк высоких технологий – крупнейший в Восточной Европе. Проекты EPAM, Wargaming, Viber	Модернизация МТЗ, МАЗ, БелАЗ, внедрение цифровых технологий, выпуск новой техники	Логистический комплекс «Бремино-Орша», сухой порт (180 тыс TEU) в индустр. парке «Великий камень»
Кого удалось привлечь?	PandaDoc, Flo Health, MSQRD	Geely, Weichai Power, Fast Gear	China Merchants Group, Duisburger Hafen AG (Германия)

# КАЗАХСТАН

# КАЗАХСТАН: ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСОБЕННОСТИ

## Позитивные факторы

- Международный финансовый центр «Астана» улучшает инвестиционный климат
- Порт Актау на Каспии играет важную роль в диверсификации экспорта
- Поворот в сторону политических и экономических реформ
- Накоплена существенная “подушка” (Национальный фонд) – около 25% ВВП

## Негативные факторы

- Сырьевая направленность экономики, высокая зависимость от нефти
- Сильная концентрация экспорта (Европа)
- Низкая плотность населения тормозит развитие логистики и инфраструктуры
- Экологические проблемы из-за высокой добычи, Аральское море, Семипалатинск

# КАЗАХСТАН: ДКП И ИНФЛЯЦИЯ



## ДКП

- 2010 г. – переход к инфляционному таргетированию
- Цель ДКП – обеспечение ценовой стабильности (низкая и предсказуемая инфляция)
- Целевой уровень инфляции – 5-7%
- После 2022 г. инфляция держится устойчиво выше цели, что снижает эффективность ДКП

## ИНФЛЯЦИЯ

Высокая волатильность инфляции обусловлена:

- высоким внутренним спросом, в т.ч. из-за сильного роста потребительского кредитования
- ростом тарифов, вызванным необходимостью обновления основных фондов в энергетике
- изменением Налогового кодекса (повышение НДС)
- традиционными факторами импортируемой инфляции и внешних шоков

# КАЗАХСТАН: ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА

600.0

Курс тенге к доллару США

Де-юре – режим свободно плавающего курса

Де-факто – managed float

В последнее время центральный банк периодически выходит с интервенциями на валютный рынок для снижения волатильности тенге.

В периоды острой нестабильности вводятся временные меры за крупными валютными операциями.

400.0

300.0

200.0

100.0

0.0

2000

2003

2006

2009

2012

2015

2018

2021

2024

2015 – переход к плавающему курсу

**+78%**

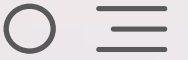


# КАЗАХСТАН: БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА

- Фискальная позиция страны **сильная**, но есть сложности
- Наличие высоких нефтяных доходов позволило сдерживать рост госдолга и сформировать подушку в виде нефтяного фонда (НФРК) объемом 25% ВВП (в т.ч. около 70% ликвидных активов)...
- ...но низкие налоговые ставки (НДС – 12%) приводили к недопоступлению доходов, что формировало дефицит бюджета
- Со следующего года (2026) планируется рост ставки НДС до 12%, что должно снизить дефицит
- Структура госдолга благоприятная, Минфин полагается на собственный рынок – доля внутреннего госдолга около 75%.



# КАЗАХСТАН: СТРАТЕГИЯ



Ключевой стратегический документ «Казахстан-2050» Цель – войти в ТОП 30 развитых

## Энергетика и зеленая экономика

- Гарантированный выкуп электроэнергии от ВИЭ
- Освобождение от НДС на импорт оборудования
- Поддержка выпуска «зеленых» облигаций

Как помогает государство?

Модернизация ТЭЦ в крупнейших городах. Ereymentau Wind Power – ветропарк (50 МВт), Zhanatas Power – ветропарк 100 МВт. Burnoye Solar-1/2 – солнечные электростанции 100 МВт.

Какие проекты запущены?

Eni, China Power International Holding

Кого удалось привлечь?

## Транспорт и логистика

- Освобождение от налогов (корпоративного, земельного, на имущество) инвесторов реализующих приоритетные проекты
- СЭЗ (упрощение администрирования) и ГЧП (гарантия доходности)

Развитие порта Актау, логистический хаб «Хорог – Восточные ворота», жд коридор Западная Европа – Западный Китай. Производство локомотивов с Wabtec и Alstom

DP World, COSCO Shipping, Maersk, PSA International (Сингапур)

## Цифровая экономика

- Освобождение от корпоративного и индивидуального подоходных налогов, НДС и налога на дивиденды
- Упрощенный визовый и трудовой режим

Технопарк «Astana Hub» - международные венчурные фонды, поддержка Google, Microsoft. Kaspersky. Проект «Долина ЦОДов» - \$10 млрд инвестиций.

EPAM, Huawei, Plug and Play, 500 Startups, Firebird.

# КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

# КЫРГЫЗСКАЯ Р.: ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСОБЕННОСТИ

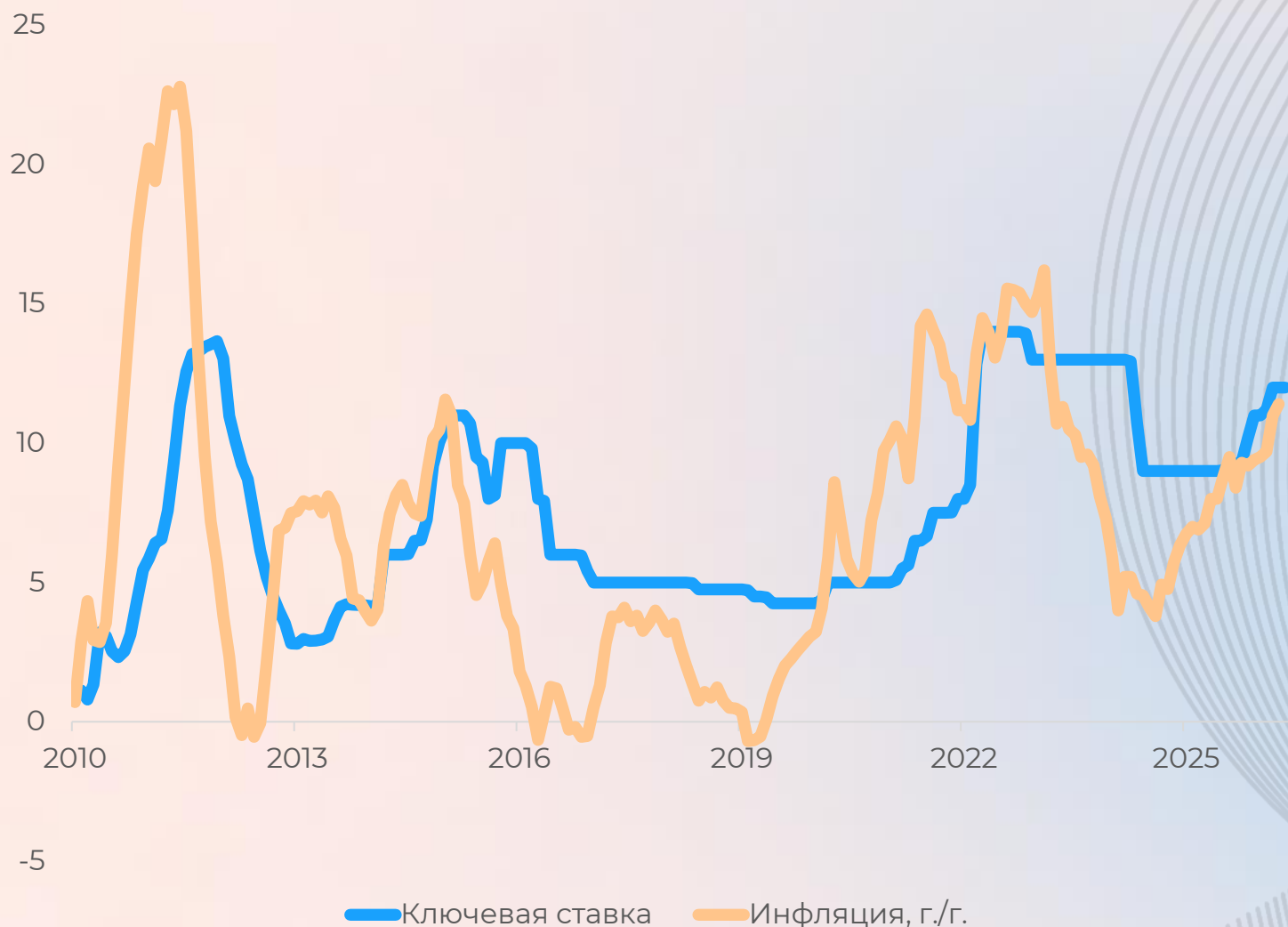
## Позитивные факторы

- Крупные гидроэнергетические ресурсы
- Добыча и экспорт золота – естественная защита во времена кризисов
- Исторически ограниченное присутствие государства, но сейчас его доля растет
- Урегулирование приграничных конфликтов

## Негативные факторы

- Ограниченная диверсификация экономики, (промышленность развита слабо)
- Высокая зависимость от переводов мигрантов (около 30% ВВП)
- Зависимость от импорта топлива и техники – подверженность внешним шокам
- Высокая доля теневой экономики, что снижает налоговые поступления

# КЫРГЫЗСКАЯ Р.: ДКП И ИНФЛЯЦИЯ



## ДКП

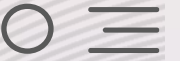
- 2010 г. – начало перехода к инфляционному таргетированию
- Цель ДКП – обеспечение ценовой стабильности (низкая и предсказуемая инфляция)
- Целевой уровень инфляции – 5-7%

## ИНФЛЯЦИЯ

Высокая волатильность инфляции обусловлена:

- высоким объемом импорта продовольствия и зависимостью от сырья
- ростом тарифов, вызванным необходимостью обновления основных фондов в энергетике
- высоким спросом, в т.ч. обусловленным ростом потребительского кредитования

# КЫРГЫЗСКАЯ Р.: ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА



110  
100  
90  
80  
70  
60  
50  
40  
30  
20

Курс сома к доллару США

Де-юре – режим плавающего курса

Де-факто – crawl-like arrangement

Центральный банк регулярно выходит с интервенциями на валютный рынок для сглаживания скачков.

Девальвация – падение российского рубля, снижение переводов. Снизилась цена и на золото (основной экспортный товар).

+40%

+25%

2000 2003 2006 2009 2012 2015 2018 2021 2024 46

# КЫРГЫЗСКАЯ Р.: БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА

- Фискальная позиция страны **умеренная**
- Большие дефициты 2010-2017 гг. были обусловлены восстановлением экономики после политического кризиса 2010 г. и расширением социальных обязательств
- К COVID-19 правительству удалось сбалансировать бюджет. После COVID-19 доходы быстро восстановились.
- В структуре госдолга преобладают льготные кредиты, Китай является активным кредитором.
- Несмотря на относительно небольшой объем госдолга выплаты перед одним кредитором (Китай) значительны – около 27% всего госдолга. Пик платежей удалось сдвинуть на 2027-2039 гг.
- Высокий рост после 2022 года позволил сбалансировать бюджет и снизить госдолг



# КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА: СТРАТЕГИЯ

## Национальная стратегия устойчивого развития Кыргызской Республики до 2040 года

### Гидроэнергетика и ВИЭ

- Гарантированный выкуп электроэнергии от ВИЭ
- Освобождение от НДС для новых ГЭС
- Льготы по налогу на имущество, земельному налогу
- Доступ к внешнему рынку

Как помогает государство?

Модернизация, строительство ГЭС, проекты по развитию малых ГЭС, проекты по солнечной энергетике.

Какие проекты запущены?

Asian Development Bank, World Bank, EBRD, Росатом

Кого удалось привлечь?

### Агропромышленность

- Освобождение от НДС на экспорт
- Субсидии на приобретение семян, удобрений, техники
- Госинвестиции в инфраструктуру

Развитие агрокластеров и логистических центров, модернизация ирригационных систем

China Railway

### Горнодобыча

- Освобождение от НДС и таможенных пошлин на импорт оборудования
- Фиксация рентных платежей на весь срок лицензии
- Соглашения о разделе продукции для крупных

Приоритет – проекты в сфере добычи золота (модернизация Кумтора, разработка новых – Джеруй, Талды-Булак, Бозымчак).. Кроме золота – сурьма, медь, ртуть.

Альянс Алтын (Россия), KAZ Minerals

# УЗБЕКИСТАН

# УЗБЕКИСТАН: ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСОБЕННОСТИ

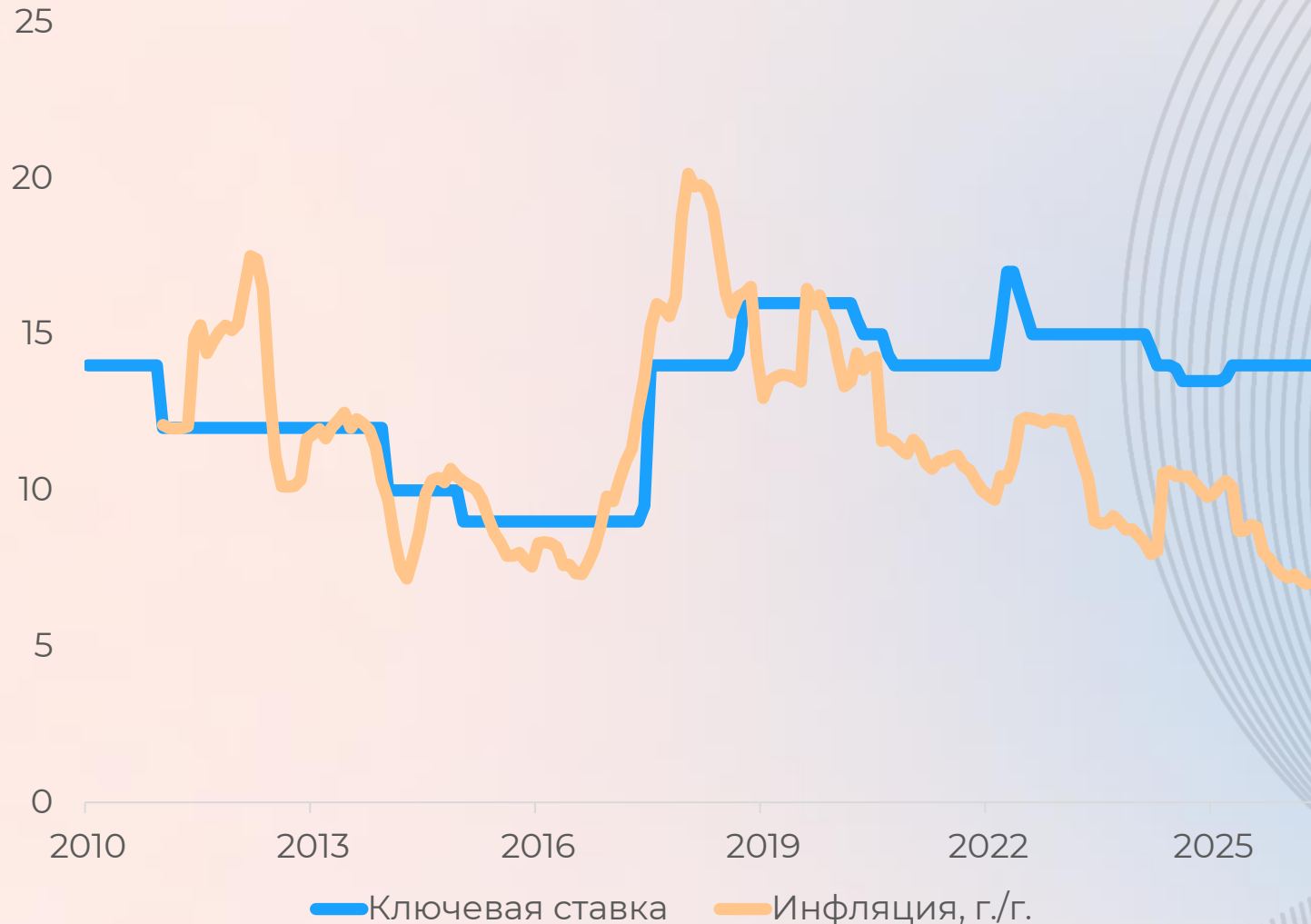
## Позитивные факторы

- Активная повестка экономических реформ, поворот в сторону рынка
- Самое большое население в Средней Азии (37 млн человек) – потенциальный спрос
- Активно продвигается повестка IPO
- Активное развитие промышленности (автомобилестроение, электроника)

## Негативные факторы

- “Дважды запертая страна” – необходимо пройти двух соседей для выхода в океан
- Сельхоз сектор был сконцентрирован на хлопке, сейчас растет доля других продуктов
- Исторически государство контролировало значительную часть экономики
- Высокая доля теневой экономики, что снижает налоговые поступления

# УЗБЕКИСТАН: ДКП И ИНФЛЯЦИЯ



## ДКП

- 2020 г. – начало перехода к инфляционному таргетированию
- Цель ДКП – обеспечение стабильности цен
- Целевой уровень инфляции – 5%
- С момента начала рыночных реформ (2017 г.) центральный банк поддерживает жесткие денежно-кредитные условия, способствуя снижению инфляции

## ИНФЛЯЦИЯ

Высокая волатильность инфляции обусловлена:

- повышением тарифов на энерго- и коммунальные услуги
- рисками неурожая (зависимость сельхоз. сектора от ирригации)
- ростом логистических издержек (санкции на Россию повысили спрос на логистические порты Каспия)

# УЗБЕКИСТАН: ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА



14020 Курс сума к доллару США

Де-юре – режим плавающего курса

12020 Де-факто – crawl-like arrangement

10020

8020

6020

4020

2020

20

2000

2003

2006

2009

2012

2015

2018

2021

2024

Девальвация – результат либерализации рынка как часть начала проводимых реформ

Центральный банк постепенно отпускает курс, допуская его небольшие колебания. Тренд на обесценение обусловлен значительными потребностями в импорте.

X2.5

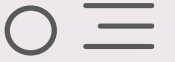
# УЗБЕКИСТАН: БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА



- Фискальная позиция страны **умеренная**
- Начало структурных реформ вызвало необходимость в широкомасштабном финансировании инфраструктурных проектов, социальной поддержке и модернизации экономики
- Это привело к устойчивым дефицитам бюджета и росту госдолга
- До 2023 г. политика была направлена на ослабление налоговой нагрузки экономики для стимулирования инвестиций. Однако последние годы обсуждаются меры по мобилизации доходной части.
- Структура госдолга преимущественно состоит из льготных кредитов международных организаций
- Одновременно страна развивает и локальный долговой рынок



# УЗБЕКИСТАН: СТРАТЕГИЯ



Сейчас действует Стратегия «Узбекистан - 2030».

## Энергетика (ВИЭ)

Как помогает государство?

- Гарантированный выкуп электроэнергии от ВИЭ
- Освобождение от НДС, налога на имущество, земельного.
- Заключение долгосрочных соглашений PPA (Power Purchase Agreement)

Какие проекты запущены?

Масштабные проекты в солнечной и ветровой энергетике (Masdar Solar Project)

Кого удалось привлечь?

Masdar (UAE), ACWA Power (Saudi Arabia), Total Eren (France), Siemens

## Транспорт и логистика

- Освобождение от налога на прибыль, на имущество, и земельного налога
- Таможенные льготы
- Внедрение электронных систем оформления грузов

Железная дорога Китай-Киргизия-Китай, развитие логистических центров

China Railway, DP World (UAE), Hyundai Rotem

## Цифровая трансформация

- Освобождение от налога на прибыль, НДС, налога на имущество, социального налога, таможенных пошлин на ввоз оборудования и ПО
- Госзаказы на цифровизацию услуг

Развитие IT Park Uzbekistan, региональных IT парков

EPAM

# ТАДЖИКИСТАН



# ТАДЖИКИСТАН: ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСОБЕННОСТИ

## Позитивные факторы

- Страна занимает одно из первых мест в мире по запасам гидроэнергетики
- Разнообразие климатических зон позволяет выращивать уникальные культуры – диверсификация экспорта
- Преимущественно горный рельеф благоприятствует туризму
- Низкая база большинства секторов экономики может открывать широкие инвестиционные возможности

## Негативные факторы

- Слабое развитие рыночных механизмов
- Зависимость от переводов мигрантов – самый большой относительно ВВП приток в мире (до 50%)
- Зависимость от внешней помощи и инвестиций со стороны МФО
- Низкий уровень промышленного развития, преимущественно доминирует аграрный сектор

# ТАДЖИКИСТАН: ДКП И ИНФЛЯЦИЯ



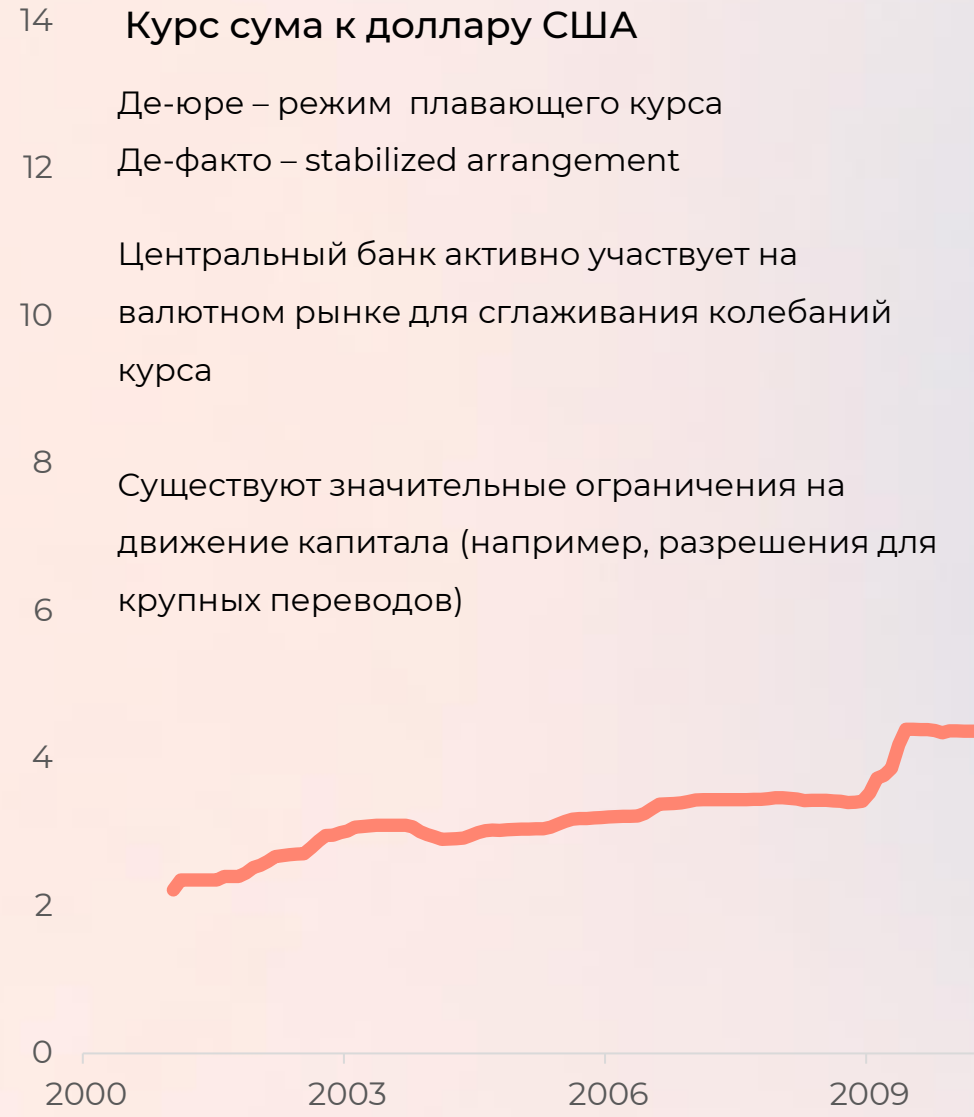
## ДКП

- 2018 г. – начало перехода к инфляционному таргетированию
- Цель ДКП – поддержание стабильного уровня инфляции
- Целевой уровень инфляции – 5% +/-2 п.п.
- Денежно-кредитные условия поддерживаются жесткими, что способствует снижению инфляции

## ИНФЛЯЦИЯ

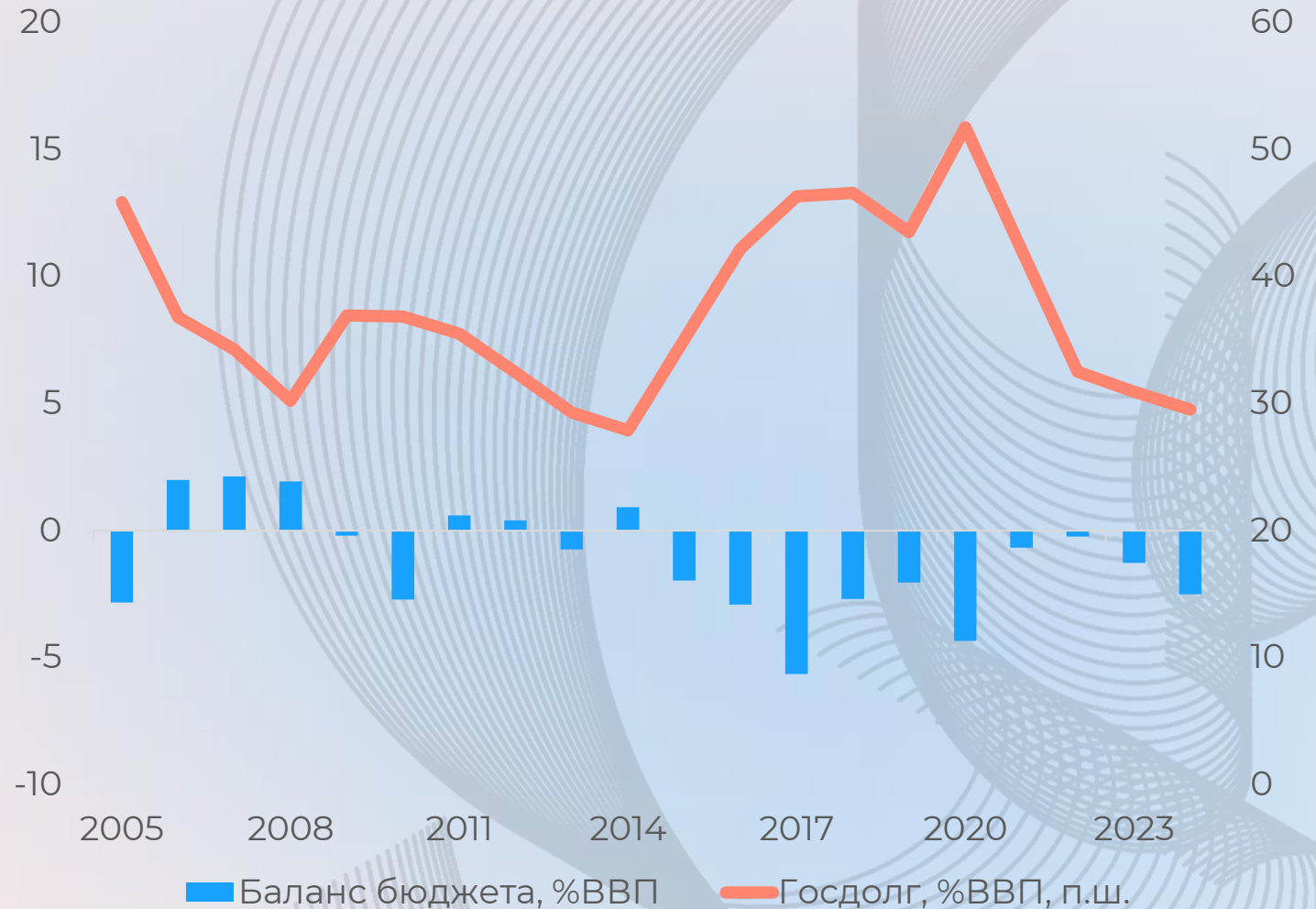
- Высокая волатильность инфляции обусловлена:
- зависимостью от импорта продовольствия, топлива
  - ограниченными валютными поступлениями и высокой долларизацией экономики
  - ростом тарифов и акцизов. Административное регулирование цен периодически вызывают инфляционные волны.

# ТАДЖИКИСТАН: ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА



# ТАДЖИКИСТАН: БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА

- Фискальная позиция страны **умеренная**
- Небольшая налоговая база – доходы около 25% ВВП. Значительного роста расходов не происходит. Баланс бюджета в небольшом дефиците.
- Как следствие, это не приводит к сильному росту госдолга. Высокий рост позволяет снижать его объем относительно ВВП.
- Высокую роль играют внешние займы и гранты, формируя значительную часть государственного долга
- Структура госдолга преимущественно состоит из льготных кредитов международных организаций
- Фискальное пространство сохраняется, но является сильно ограниченным из-за узости налоговой базы и высокой зависимостью от внешних кредиторов



# ТАДЖИКИСТАН: СТРАТЕГИЯ

Стратегическое развитие - Национальная стратегия развития Таджикистана до 2030 года.

	Энергетика	Транспорт и логистика	Аграрный сектор
Как помогает государство?	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Размещение гособлигаций.</li> <li>- Госгарантии по кредитам.</li> <li>- Налоговые каникулы, льготы по НДС и таможенным пошлинам на оборудование.</li> <li>- Создание независимых регуляторов</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Освобождение от НДС и пошлин на импорт техники и материалов.</li> <li>- Внедрение механизмов ГЧП</li> <li>- Ускоренное получение разрешений на строительство и эксплуатацию объектов</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Поддержка экспорта (снижение экспортных пошлин).</li> <li>- Освобождение по основным налогам</li> <li>- Госзакупки и стабилизационные фонды</li> </ul>
Какие проекты запущены?	<p>Рогунская ГЭС – рассчитана на экспорт энергии в Афганистан, Пакистан, Узбекистан. Модернизация и расширение каскада Нурекской ГЭС</p>	<p>Автомагистраль Душанбе-Чанак (связь с Узбекистаном и Кыргызстаном), туннель Анзоб (круглогодичная связь севера с югом), потенциальное подключение к жд Китая</p>	<p>Модернизация ирригационных систем. Развитие переработки фруктов и овощей. Проекты в нишевом сельском хозяйстве (Памир).</p>
Кого удалось привлечь?	<p>Webuild (Италия), Voith Hydro (Германия, Австрия), WB, ADB, EDB</p>	<p>China Road and Bridge Corp, China Railway No5, Engineering Group</p>	<p>Xinjiang Hualing Industry, China CAMC Eng.</p>

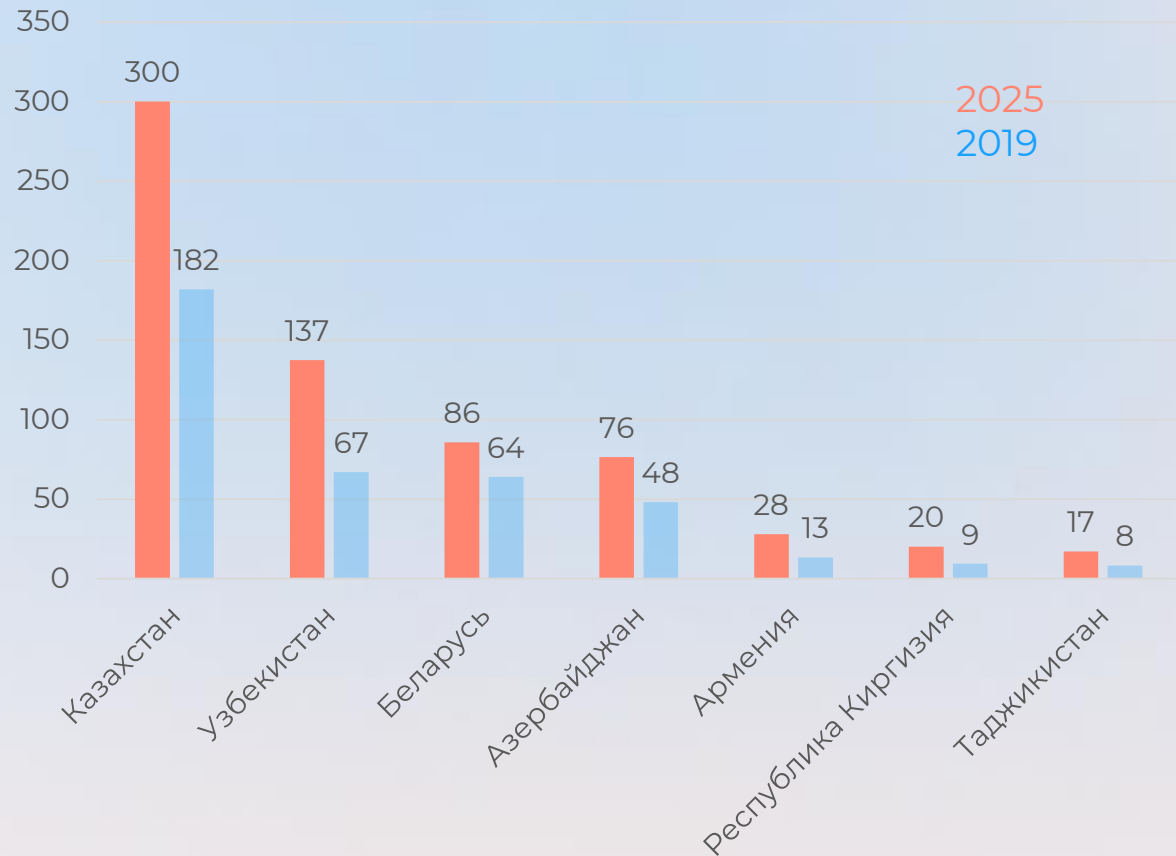


# ПРИЛОЖЕНИЕ: КЛЮЧЕВЫЕ ЦИФРЫ

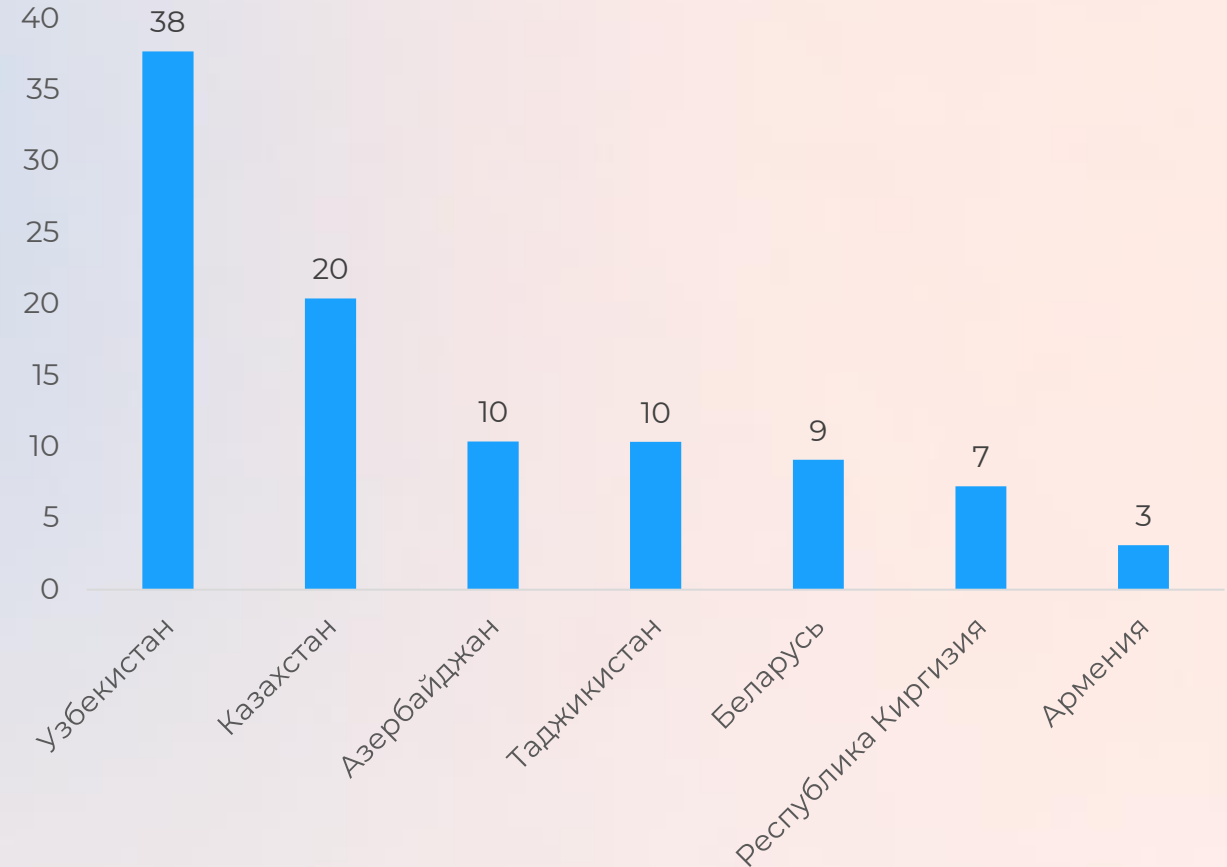


# МАКРО ОБЗОР: ДАННЫЕ

### ВВП, млрд долл. США



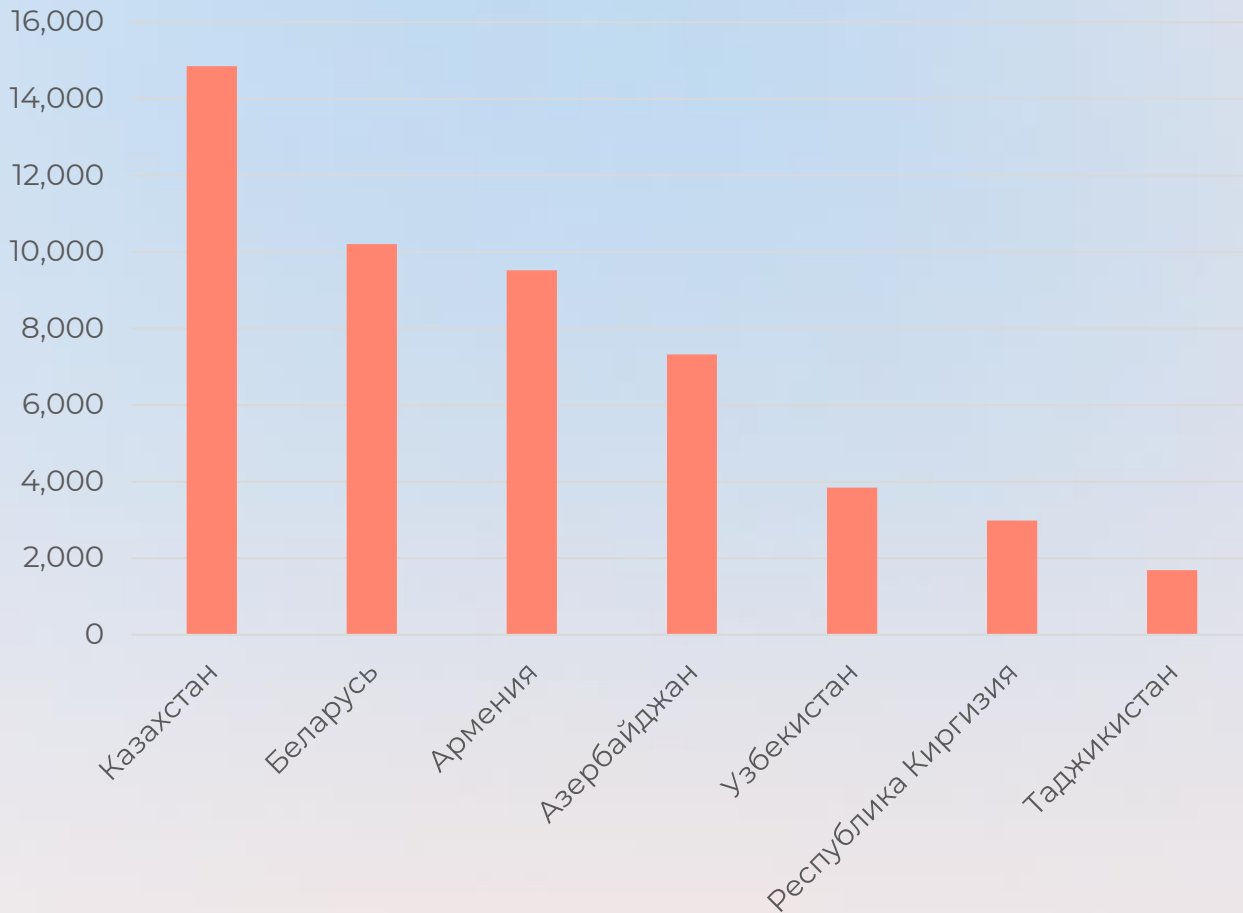
### Население, млн чел., 2025



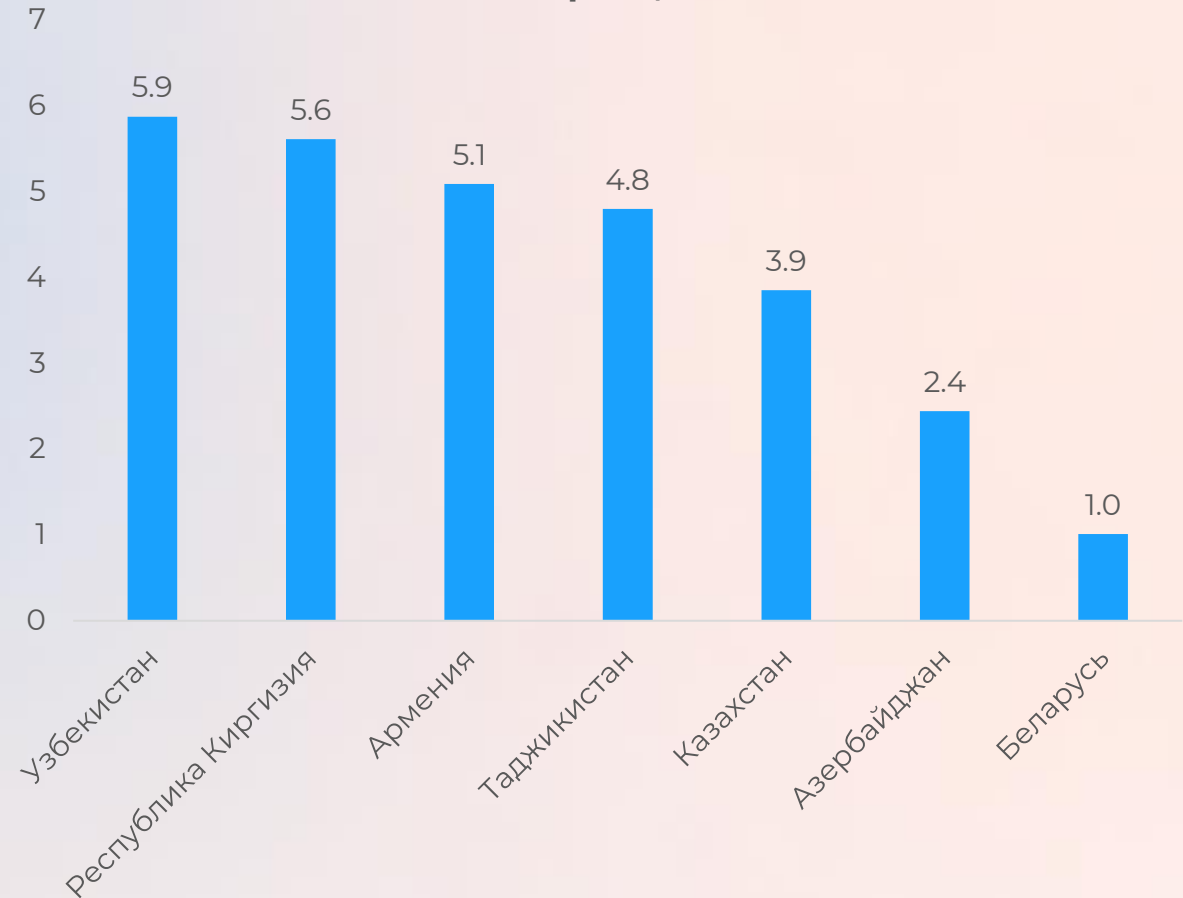


# МАКРО ОБЗОР: ДАННЫЕ

### ВВП на душу, долл. США, 2025

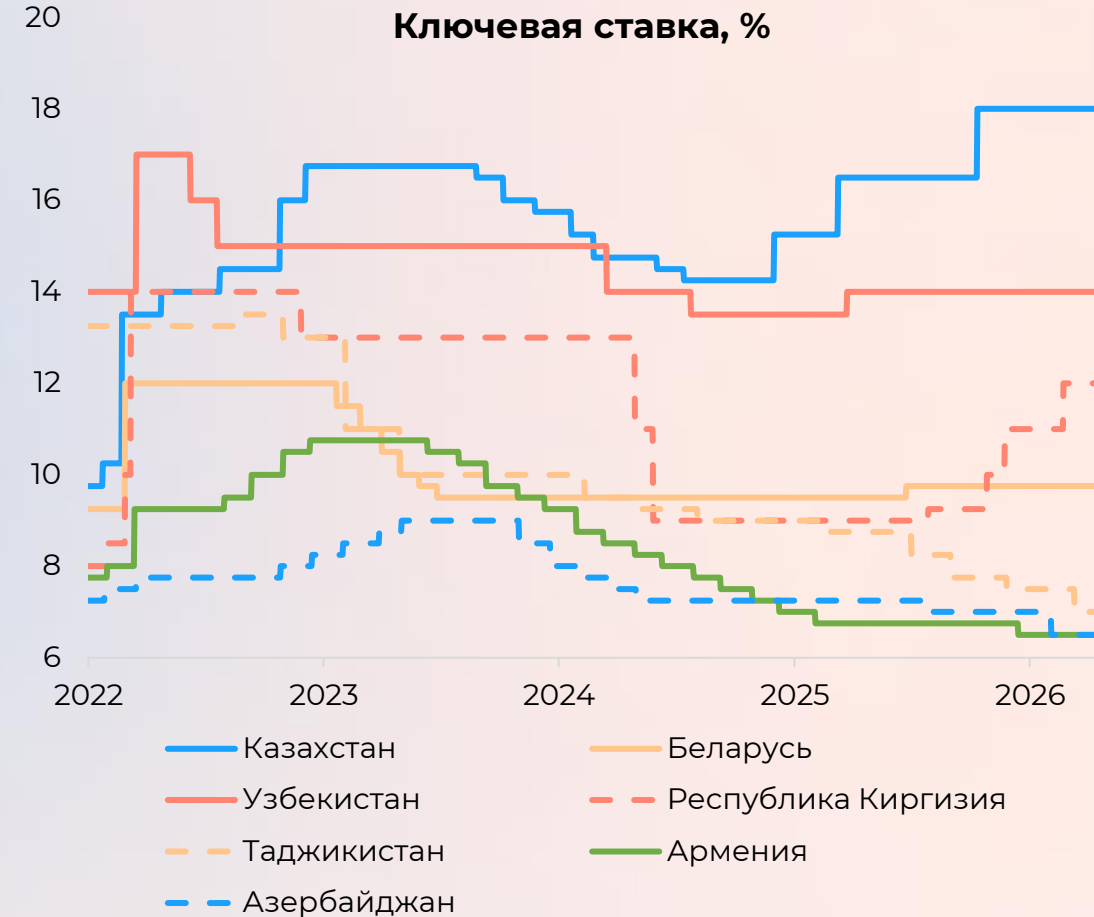
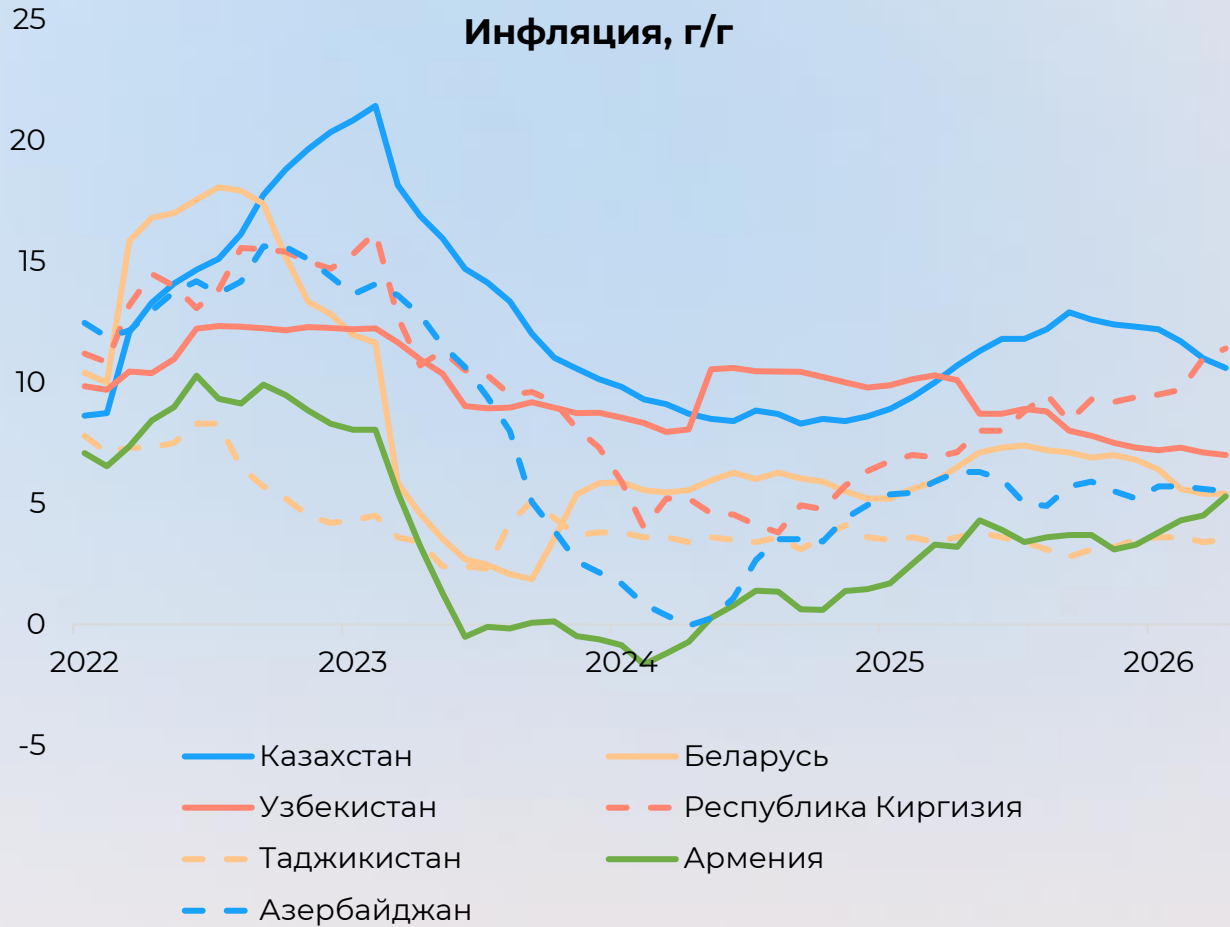


### Ожидаемый рост, 2026-2031





# МАКРО ОБЗОР: ДАННЫЕ





# МАКРО ОБЗОР: ДАННЫЕ

## Курс к доллару США, начало 2022=100



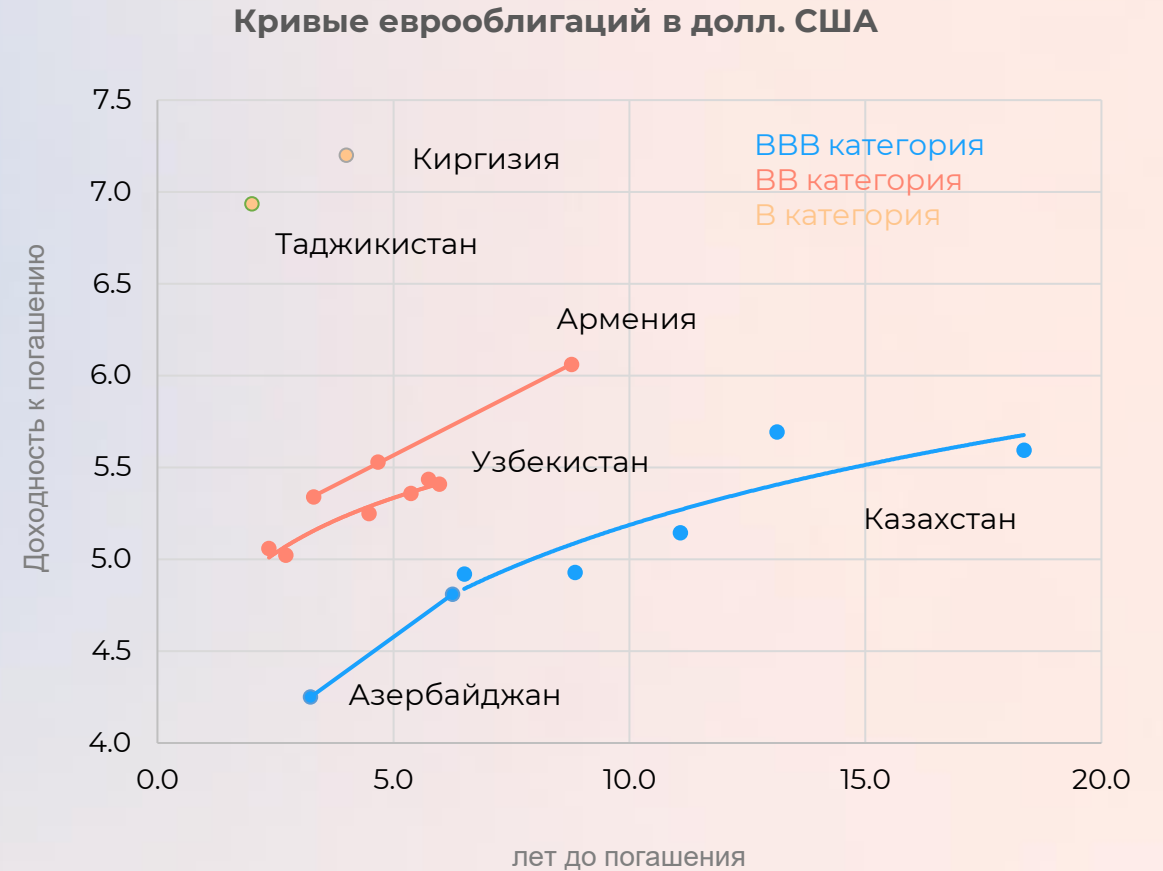
## Корреляции валют к доллару США\*

Россия	1,0	0,6	0,9	0,1	0,7	0,4	0,5	0,0
Казахстан	0,6	1,0	0,7	0,0	0,6	0,2	0,4	0,0
Беларусь	0,9	0,7	1,0	0,1	0,7	0,4	0,4	0,0
Узбекистан	0,1	0,0	0,1	1,0	0,1	0,3	0,0	0,1
Р. Киргизия	0,7	0,6	0,7	0,1	1,0	0,5	0,4	0,0
Таджикистан	0,4	0,2	0,4	0,3	0,5	1,0	0,3	0,0
Армения	0,5	0,4	0,4	0,0	0,4	0,3	1,0	0,0
Азербайджан	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	1,0
Россия	Казахстан	Беларусь	Узбекистан	Р. Киргизия	Таджикистан	Армения	Азербайджан	

\* - месячная скользящая корреляция с 2018 года



# МАКРО ОБЗОР: ДАННЫЕ





# МАКРО ОБЗОР: МАКРО УСТОЙЧИВОСТЬ

Значение	Инфляция*	Баланс бюджета, %ВВП*	Госдолг, %ВВП	Госдолг, %доходов	Баланс текущего счета, %ВВП*	Внешний долг, %ВВП	Покры тие импор та, мес.	Резервы ЦБ/+ нефт. фонд, %ВВП	Риск премия, б.п. (посл. данные)	Кредитный рейтинг**
Армения	3,6	-2,6	50	197	-2,0	61	2,8	14	140	BB-
Азербайджан	8,2	5,7	21	56	16,4	20	5,8	17/100	40	BBB-
Беларусь	8,7	-0,2	45	106	-0,4	50	2,0	12	-	B***
Казахстан	12,7	-1,0	25	128	-0,7	57	7,4	16/40	110	BBB
Киргизия	10,0	1,1	37	103	-4,0	67	4,1	29	310	B
Узбекистан	10,3	-3,3	33	128	-5,2	56	11,5	36	110	BB-
Таджикистан	4,6	-1,3	30	107	8,4	47	6,4	27	303	B-

\* среднее за 3 года

\*\* среднее значение S&P, Moody's, Fitch

\*\*\* до отзыва



## ПРИЛОЖЕНИЕ: ОБЗОРНЫЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

- [АКРА «Между Востоком и Западом»](#)
- [IMF: What is the next for CCA region](#)
- [IMF: Regional Economic Outlook, CCA](#)