

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

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

Электронная версия доступна по адресу:

efsd.org/research/regional-economic-outlook/

Для цитирования: Региональный экономический обзор ЕФСР 2026 № 1(9). Астана: Евразийский фонд стабилизации и развития.

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

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

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

В подготовке обзора принимали участие: **Галымжан Айтказин, Лиана Арутюнян, Марина Гричик, Данил Гришин, Ольга Емельянова, Ольга Захарова, Тигран Костянян, Дмитрий Кудряшов, Наталья Лаврова, Кирилл Лемба, Наталья Писарева, Бауыржан Темирбаев, Тарас Цукарев, Александр Янушкевич**.

ПРИМЕЧАНИЕ:

Дата отсечения данных: 13.03.2026.

Выводы и интерпретация фактов в публикации не обязательно отражают официальную позицию Совета директоров ЕФСР, Совета управляющих ЕФСР или государств — участников ЕФСР.

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

Комментарии, предложения и замечания к настоящему документу Вы можете направить по адресу info@efsd.org.

СОДЕРЖАНИЕ

Вступительное слово Главного экономиста.....	2
Краткие выводы Регионального экономического обзора.....	4
Внешний сектор.....	10
Россия	16
Казахстан	28
Армения.....	40
Беларусь	52
Кыргызстан	64
Таджикистан	76
Рисковый сценарий	88
Список сокращений и аббревиатур.....	94

ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

Рост экономик Армении, Казахстана, Кыргызстана и Таджикистана ускорился в 2025 году, поддержанный сильным внутренним спросом и стимулирующей политикой. Замедление экономики России имело ограниченный эффект на наши страны, за исключением Беларуси, где экономическая активность практически стагнировала во второй половине года. При этом рост неопределенности и замедление глобального спроса на фоне торговых войн практически не оказали влияния на экономики государств — участников ЕФСР.

Впечатляющие экономические показатели связаны с благоприятной конъюнктурой и могут свидетельствовать о повышении устойчивости наших экономик. Однако желаемой нормализации экономической динамики не происходит: экономики Казахстана и Кыргызстана по-прежнему в состоянии существенного перегрева. В Армении ускорение экономического роста в 2025 году объясняется конъюнктурными факторами. В этих условиях эффективность кредитно-денежной политики по сдерживанию инфляционного давления снижается, а поддержание экономического роста на высоком уровне в ряде стран требует наращивания фискального импульса.

Текущие дисбалансы требуют балансировки экономической политики. Поэтому в нашем базовом прогнозе на 2026-2028 годы мы ожидаем постепенного замедления экономического роста и закрытия положительных разрывов выпуска в перегретых экономиках на фоне умеренного ужесточения бюджетной политики и сохранения относительно жестких кредитно-денежных условий. Процесс охлаждения российской экономики завершится в 2026 году, после чего экономический рост восстановится до потенциального уровня. Более сбалансированная экономическая политика позволит снизить инфляцию до таргетируемых уровней в большинстве стран на прогнозном горизонте. Кроме того, во всех странах ожидается поддержание внешнеэкономической сбалансированности в условиях стабильных платежных балансов и достаточности международных резервов.

Эскалация конфликта вокруг Ирана повысила риски для глобальной экономики из-за резкого роста цен на энергоресурсы и нарушения логистических потоков глобальной торговли. В рамках нашего рискованного сценария мы оценили потенциальное влияние текущего кризиса на экономики стран ЕФСР. Оценки показали, что в случае более продолжительного влияния кризиса для наших стран будут преобладать положительные конъюнктурные эффекты, в том числе за счет увеличения экспорта энергоносителей и ряда других товаров (для России, Казахстана), а также более быстрого экономического роста в России (для Армении, Беларуси, Кыргызстана и Таджикистана). Отрицательное влияние для всех стран будет проявляться преимущественно через дополнительное инфляционное давление. В целом кризис на Ближнем Востоке не представляет серьезных угроз для наших стран с точки зрения поддержания макроэкономической и финансовой стабильности. При этом положительные конъюнктурные эффекты могут создать дополнительные трудности для выстраивания сбалансированного макроэкономического управления экономиками.

Сергей Улатов
Главный экономист
Евразийского фонда стабилизации и развития

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ РЕГИОНАЛЬНОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО ОБЗОРА

Текущая ситуация характеризуется разнонаправленной динамикой: если в ряде стран (Казахстан, Армения, Кыргызстан, Таджикистан) экономический рост в 2025 году оставался высоким или ускорился, то в России и Беларуси началась фаза охлаждения. При этом практически повсеместно сохранялось инфляционное давление, обусловленное как внутренними (перегрев, индексация тарифов), так и внешними (импортируемая инфляция) факторами.

Прогноз на 2026-2028 годы предполагает постепенное замедление темпов роста в большинстве стран по мере закрытия положительного разрыва выпуска, нормализации внешних условий и ужесточения денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик. В России и Беларуси, которые уже находятся в фазе охлаждения, дальнейшая динамика, напротив, будет демонстрировать восстановление к потенциальному уровню.

В рамках анализа был рассмотрен **рисковый сценарий**, обусловленный эскалацией конфликта вокруг Ирана. Для стран — экспортеров энергоресурсов, их основных торговых партнеров преобладающими являются позитивные эффекты, связанные с увеличением экспортных доходов, а через ка-

налы внешнего спроса и денежных переводов позитивные эффекты могут транслироваться и в остальные страны региона. В то же время для всех государств усиливаются инфляционные риски через удорожание импорта, прежде всего продовольствия и ГСМ.

РОССИЯ

Текущая ситуация (2025 год). В 2025 году экономика России вступила в фазу охлаждения. Темп роста ВВП замедлился до 1,0%, однако экономика все еще остается в состоянии перегрева. Инфляция снизилась до минимальных с 2020 года 5,6%, что позволило Банку России снизить ключевую ставку с 21% до 16%. Укреплению рубля способствовали рост продаж валюты в рамках бюджетного правила и высокие процентные ставки.

Прогноз (2026-2028 годы). В 2026 году прогнозируется умеренный рост российской экономики на уровне 1,2%. Охлаждение продолжится, и мы ожидаем закрытия положительного разрыва выпуска к началу 2027 года. В 2027-2028 годах экономика вернется к потенциальным темпам роста. Инфляция в 2026 году составит 5,6% с последующим замедлением к цели в 4% в конце 2027 года. Банк России продолжит снижение ключевой ставки

умеренными темпами — средняя ставка в 2026 году прогнозируется на уровне 14,4% годовых.

Рисковый сценарий (2026 год). Риски носят асимметричный характер с преобладанием позитивных импульсов. Рост ВВП может составить 1,2-2,2% за счет расширения добычи углеводородов и производства удобрений, что окажет мультипликативный эффект на смежные отрасли. Инфляция ускорится до 5,4-6,0% из-за удорожания импорта на фоне сохранения положительного разрыва выпуска. Курс рубля останется стабильным с возможным укреплением на 1-2% по сравнению с базовым сценарием.

КАЗАХСТАН

Текущая ситуация (2025 год). Рост ВВП Казахстана ускорился до 6,5% — максимума с 2011 года. Драйверами стали увеличение добычи нефти на Тенгизе и реализация крупных инфраструктурных проектов. Инфляционное давление усилилось до 12,3% на фоне ослабления тенге, повышения тарифов ЖКХ и стимулирующей налогово-бюджетной политики, что потребовало ужесточения денежно-кредитной политики.

Прогноз (2026-2028 годы). Прирост ВВП в 2026 году составит 5,2%. Несмотря на замедление, экономика продолжит расти высокими темпами и положительный разрыв выпуска сохранится. В среднесрочной перспективе темпы роста постепенно приблизятся к потенциальному уровню 4,0-4,5% на фоне ослабления инвестиционного импульса и фискальной консолидации. Инфляция

будет замедляться, но останется выше целевого ориентира — 10,1% на конец 2026 года. Денежно-кредитная политика в ближайшие годы сохранит относительно жесткий характер, а смягчение будет происходить постепенно, по мере снижения инфляционного давления и сокращения положительного разрыва выпуска.

Рисковый сценарий (2026 год). Риски оцениваются как умеренно позитивные. Рост ВВП может составить 5,2-5,6%, и будет ограничен производственными возможностями, несмотря на повышенный глобальный спрос на нефть. Улучшение внешнеторгового сальдо приведет к укреплению тенге на 1-2% по сравнению с базовым сценарием. Это станет одним из ключевых факторов сдерживания инфляции — более крепкий курс компенсирует рост цен на отдельные импортные товары. Тем не менее инфляция составит 9,3-10,1%, оставаясь существенно выше целевого уровня. Рост нефтегазовых доходов не повлияет на бюджетную политику, дефицит бюджета сохранится на утвержденном уровне.

АРМЕНИЯ

Текущая ситуация (2025 год). Экономический рост в 2025 году составил 7,2%, во многом благодаря конъюнктурным факторам в IV квартале. Дефицит бюджета сохранился на уровне 3,7% ВВП.

Прогноз (2026-2028 годы). В 2026 году рост замедлится до 5,7% из-за сворачивания стимулирующих программ в ипотеке, однако внутренний спрос останется ключевым источником роста.

В 2027-2028 годах темпы роста стабилизируются на уровне, близком к потенциальному (около 5,0%). Дефицит бюджета вырастет до 4,2% ВВП в 2026 году с последующим сокращением до 2,8% ВВП к 2028 году. Дефицит счета текущих операций в 2026-2028 годах сохранится на уровне около 4,6% ВВП.

Рисковый сценарий (2026 год).

Воздействие будет реализовано через два канала: замедление мировой экономики (негативный эффект) и ускорение экономики России (компенсирующий эффект). Под риском окажется стабильность экспортных потоков в ОАЭ, Иран, Ирак и Китай. Однако ускорение российской экономики позволит компенсировать эти потери и обеспечит некоторое улучшение по счету текущих операций. В качестве основного канала передачи шока мы видим рост инфляционного давления на дополнительные 0,7 п. п. при отсутствии серьезных нарушений логистики. Экономическая активность при этом будет на 0,1–0,2 п.п. выше базового прогноза.

БЕЛАРУСЬ

Текущая ситуация (2025 год). Экономика замедлилась: рост ВВП составил 1,3% против 4,4% годом ранее. Основными факторами стали слабый внешний спрос и снижение потребительской активности. Инфляция ускорилась до 6,8% преимущественно под влиянием роста цен в России и перегрева белорусской экономики.

Прогноз (2026-2028 годы). Ожидается дальнейшее снижение темпов экономического роста. В 2026 году прирост

ВВП составит всего 0,4%, с выходом на равновесный уровень в 1-2% в последующие годы. Сокращение давления со стороны внутреннего спроса, снижение напряженности на рынке труда и замедление роста цен в России будут способствовать постепенному приближению инфляции к среднесрочной цели в 5%.

Рисковый сценарий (2026 год).

Более высокие цены на нефть окажут благоприятное влияние на внешнюю торговлю: рост цен на экспортируемые нефтепродукты компенсирует удорожание импортируемой нефти. Ускорение экономики России поддержит внешний спрос, что позволит снизить дефицит текущего счета. Инфляционное давление усилится (рост на 1 п. п.) из-за повышения цен на топливо и издержек производителей. Дополнительный прирост ВВП оценивается в 0,2-0,5 п. п. (в базовом сценарии рост прогнозируется на уровне 0,4%).

КЫРГЫЗСТАН

Текущая ситуация (2025 год). Экономика продолжила двузначный рост (+11,1%), поддерживаемая высокой потребительской и инвестиционной активностью. Инфляция ускорилась до 9,4% в декабре (среднегодовая — 8,2%) на фоне перегрева экономики, ускорения роста импортных цен и повышения тарифов. Дефицит СТО вырос из-за низкого объема экспорта золота и снижения трансфертов. Бюджет оставался профицитным.

Прогноз (2026-2028 годы). В 2026 году рост замедлится до 8,3% при сохранении

высокой активности в строительстве и торговле. В 2027-2028 годах темпы снизятся до 6,7% и 6,3% соответственно, по мере охлаждения внутреннего спроса. Инфляция останется выше целевого диапазона, на уровне 7,7% в 2026 году с замедлением до 6,3% в последующие годы, благодаря ожидаемому ужесточению ДКП и охлаждению экономики. С учетом расходов на докапитализацию госпредприятий фактический дефицит бюджета составит около 2,0% ВВП.

Рисковый сценарий (2026 год). Воздействие будет формироваться через импортный и валютный каналы. Рост импортных цен на продовольствие и энергоресурсы может ускорить инфляцию до 1,6 п. п. (до 9,3%). Укрепление рубля и рост экономики России поддержат объемы трансфертов и выручку экспортеров, что даст дополнительный импульс росту ВВП порядка 0,5 п. п. (до 8,8%).




повысится до 4,2% в 2026 году с последующей стабилизацией на уровне 4,5%. Дефицит бюджета составит 1,4-2,1% ВВП на фоне строительства Рогунской ГЭС.

Рисковый сценарий (2026 год). Негативной реакции по каналам внутреннего спроса и предложения не ожидается. Вероятно наращивание производства алюминия, что поддержит промышленность. Понижительное давление на объем экспорта может возникнуть со стороны Ирана (хлопок) и Китая (металлы). Ускорение экономики России и укрепление рубля поддержат денежные переводы, что позволит компенсировать возможные негативные шоки, и рост ВВП может оказаться выше базового на 0,3 п. п. Основной риск — ускорение инфляции до 6,2% (на 2,0 п. п. выше прогноза) за счет роста цен на ГСМ и продовольствие, что усиливает риски продовольственной безопасности. Курс национальной валюты останется стабильным.

ТАДЖИКИСТАН

Текущая ситуация (2025 год). Экономика сохранила высокие темпы роста (8,4%) благодаря притоку денежных переводов и высоким ценам на золото и металлы. Низкие мировые цены на ГСМ и пшеницу способствовали сохранению низкой инфляции (3,5% в декабре). Рекордный профицит счета текущих операций улучшил бюджетную позицию.

Прогноз (2026-2028 годы). Ожидается постепенное замедление роста: до 7,1% в 2026 году, 6,7% в 2027 году и 6,0% в 2028 году на фоне нормализации объемов денежных переводов. Инфляция

	Факт	Оценка	Прогноз		Отклонение от предыдущего прогноза		
	2025	2026	2027	2028	2026	2027	2028
 Российская Федерация							
Прирост ВВП, %	1	1,2	1,5	1,7	0,1	-0,1	0
Инфляция (IV квартал года), %	6,6	5,4	4,1	4	0,3	0	0
Среднегодовой курс к USD	83,6	86,8	94,6	94,9	-4,3	-0,3	-0,8
Ключевая ставка Банка России (среднегодовая), %	19,0	14,4	9,4	7,5	0,9	1,1	0
 Республика Казахстан							
Прирост ВВП, %	6,5	5,2	4,3	4,2	0,6	0	0
Инфляция (IV квартал года), %	12,3	10,1	8,9	7,8	0,1	0,5	0,8
Среднегодовой курс к USD	522	531	564	581	-23	-10	-13
Ставка TONIA, %	15,8	17,0	14,2	11,5	0,1	1,3	1,1
 Республика Армения							
Прирост ВВП, %	7,2	5,7	5,0	5,0	0,6	0,2	0,2
Инфляция на конец года, %	3,3	4,0	3,0	3,0	0,7	0	0
Среднегодовой курс к USD	387	384	395	402	-12	-16	-25
Базовая ставка, %	6,5	6,8	6,8	6,5	0,3	0,5	0,5
Сальдо бюджета, %	-3,7	-4,2	-3,5	-2,8	0,3	0	0




Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Рисковый
сценарий

	Факт	Оценка	Прогноз		Отклонение от предыдущего прогноза		
	2025	2026	2027	2028	2026	2027	2028
 Республика Беларусь							
Прирост ВВП, %	1,3	0,4	1,0	1,6	-0,7	0	0,4
Инфляция на конец года, %	6,8	6,1	5,9	5,0	-0,5	-0,3	-1,0
Среднегодовой курс к USD	3,0	3,2	3,4	3,5	0	-0,2	-0,2
Базовая ставка, %	9,8	9,8	9,8	9,0	0	0	-0,8
Сальдо бюджета, %	0,2	-0,5	-0,3	-0,1	-0,6	-0,5	-0,4
 Кыргызская Республика							
Прирост ВВП, %	11,1	8,3	6,7	6,3	1,9	0,7	0,8
Инфляция на конец года, %	9,4	6,6	6,3	5,8	0,2	0	0
Среднегодовой курс к USD	87,4	88,2	89,7	91,3	-7,8	-7,9	-7,2
Базовая ставка, %	11,0	15,0	15,0	15,0	3,0	3,0	3,0
Сальдо бюджета, %	2,5	2,0	1,8	1,9	0,4	0,3	1,1
 Республика Таджикистан							
Прирост ВВП, %	8,4	7,1	6,7	6,0	0	0	0
Инфляция на конец года, %	3,5	4,9	4,5	4,5	0,1	-1,0	-0,5
Среднегодовой курс к USD	10,0	10,2	10,8	11,3	-0,4	-0,4	-0,4
Базовая ставка, %	7,5	8,0	8,0	8,0	-0,5	-0,5	-0,5
Сальдо бюджета, %	-0,2	-1,4	-2,1	-1,5	1,1	0,4	1,0

Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

**Внешний
сектор**

Россия

Казахстан

ВНЕШНИЙ СЕКТОР



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Рисковый
сценарий



ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Мировая экономика постепенно адаптировалась к высокому уровню неопределенности, связанному с резкими изменениями условий торговли в 2025 году. Значение композитного индекса Global PMI слегка улучшилось в начале 2026 года. В январе индекс волатильности глобальных цепочек поставок GEP зафиксировал резкий рост закупочной активности, что указывает на самый сильный за четыре года подъем мирового спроса на сырье и компоненты благодаря оживлению производства в Азии и Северной Америке. Однако на смену снижающимся торговым рискам пришли новые факторы неопределенности, вызванные эскалацией конфликта на Ближнем Востоке.

В Таблицах 1 и 2 приведены параметры базового сценария. Данный сценарий исходит из краткосрочности ближневосточного конфликта и его незначительного влияния на среднегодовые параметры переменных. Однако его затягивание и эскалация способны кардинально изменить практически все внешние условия (подробнее — в разделе «[Рисковый сценарий](#)»).

РЕГИОНАЛЬНЫЕ ПРОГНОЗЫ

США

Мы скорректировали прогноз роста экономики США на +0,6 п. п., до 2,4%, в 2026 году. Корректировка обусловлена ростом экономики в 2025 году выше наших ожиданий, а также сдвигом

части экономической активности на I квартал 2026 года после шатдауна Правительства в IV квартале 2025 года. Рост будет поддерживаться мягкой фискальной политикой, включая стимулы Закона One Big Beautiful Bill Act 2025 года, эффектом от снижения ставки ФРС в 2025-2026 годах, а также растущими инвестициями в технологии ИИ. В 2027-2028 годах ожидаем стабилизацию прироста ВВП около 2,0%. Негативные эффекты торговых войн приведут к повышенному уровню цен в 2026 году: среднегодовая потребительская инфляция составит 2,6% и будет постепенно снижаться в 2027-2028 годах. При уровне безработицы около 4% и устойчивой инфляции возможности ФРС по снижению ключевой ставки в 2026 году будут крайне ограниченными — мы ожидаем единственного снижения на 0,25 п. п.

ЕВРОЗОНА

Еврозона сохранит устойчивую, но умеренную динамику роста — 1,2-1,4% в 2026-2028 годах. Поддержку окажут госрасходы (особенно в Германии, Ирландии, Испании), однако темпы останутся сдержанными из-за структурных проблем и меньших ИТ-инвестиций, чем в США и Азии. Давление на промышленность и экспорт сохранится со стороны энергетического кризиса и укрепления евро. Инфляция замедлится до 1,9% в 2026 году на фоне слабости внутреннего спроса. Проинфляционное давление будет оказывать устойчивый рост заработных плат, что проявляется в опережающем росте цен на услуги. Ключевая процентная ставка еврозоны (€STR) сохранится на уровне 2%.

ТАБЛИЦА 1. ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ США, ЕВРОЗОНЫ, КИТАЯ

	2025 Факт	2026 Оценка	2027 Прогноз	2028 Прогноз
США				
Прирост реального ВВП, %	2,2	2,4	1,9	1,8
Инфляция на конец периода	2,8	2,5	2,2	2,1
Ставка ФРС (на конец периода), %	4,25–4,5	3,5–3,75	3,0–3,25	3,0–3,25
Еврозона				
Прирост реального ВВП, %	1,5	1,2	1,4	1,3
Инфляция на конец периода	2,1	1,9	2,0	2,0
Ставка EONIA (на конец периода), %	2,1	2,0	2,0	2,2
Курс евро/доллар	1,13	1,19	1,20	1,20
Китай				
Прирост реального ВВП, %	5,0	4,7	4,4	4,1
Инфляция на конец периода	0,4	0,8	1,5	1,7
Курс юань/доллар	7,2	7,0	6,9	6,8

Источник: BEA, BLS, Eurostat, NBC, ЕЦБ, ФРС, расчеты ЕФСР.

КИТАЙ

Китайская экономика в 2025 году показала устойчивость к внешне-торговым вызовам. В 2026 году рост замедлится до 4,7% за счет снижения вклада чистого экспорта (рекордного в 2025 году). В среднесрочной перспективе ожидается дальнейшее замедление, до 4,1%, на фоне фискальной консолидации и спада вклада строительства. Инфляция останется низкой, 0,8% в 2026 году, из-за слабого спроса, низких цен на продовольствие и энергию, а также дефляции в ценах производителей. Курс юаня сохранит тренд на номинальное укрепление к доллару.

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ

НЕФТЬ

В базовом прогнозе на 2026 год среднегодовая цена на нефть Urals стабилизируется около 50 долларов за баррель при сохранении существенного спреда с Brent. Прогноз сформирован на данных с точкой отсечения на 6 марта; сценарий с более высокими ценами рассчитан в рискованной версии.

ЗОЛОТО

Цены на золото останутся высокими на весь трехлетний горизонт в условиях

геополитической напряженности. Высокий уровень спроса со стороны центробанков и инвесторов сохранится на фоне стабильного промышленного потребления. Как и в 2025 году, эти факторы будут оказывать более сильное влияние на рынок, чем решения монетарных властей. Средняя цена в 2026 году — около 5000 долларов за унцию, с небольшим снижением до 4700 долларов за унцию к 2028 году.

МЕТАЛЛЫ И МЕДЬ

Прогноз индекса цен на металлы умеренно восходящий — с 121,6 пункта в 2026 году до 125,7 в 2028 году. Рост обеспечен спросом на медь (со стороны

производства электромобилей, ВИЭ и сетей), алюминий (авиация, ИИ-центры) и никель (литий-ионные батареи и системы хранения энергии), при дефиците предложения из-за ограничений в Перу, Чили, Индонезии и геополитических рисков для цепочек поставок.

ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ

Прогноз индекса цен на продовольствие имеет небольшой восходящий тренд — с 119,9 пункта в 2026 году до 123,2 в 2028 году. Рост обеспечен спросом на зерновые и мясо в Китае и Индии, а также инфляцией затрат, вызванной ростом цен на удобрения и логистику.

ТАБЛИЦА 2. ПРОГНОЗ ЦЕН НА ОСНОВНЫЕ СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

	2025 Факт	2026 Оценка	2027 Прогноз	2028 Прогноз
Золото, долл./унц.	3 442	4 967	4 839	4 667
Индекс цен на металлы	112,2	121,6	124,6	125,7
Индекс цен на продовольствие	109,2	119,9	122,2	123,2
Цены на нефть марки Urals, долл./барр.	55,6	50	50,2	53,3
Медь, долл./т	9 947	12 700	12 700	12 800

Источник: МВФ, Bloomberg, расчеты ЕФСР.





РОССИЯ

Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Внешний
сектор

Россия

Казахстан



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Рисковый
сценарий



В 2025 году российская экономика вступила в фазу охлаждения: темп роста ВВП замедлился до 1% с 4,9% в 2024 году. Несмотря на замедление, по итогам года экономика остается в состоянии перегрева. Инфляция на конец 2025 года снизилась до 5,6% г/г — минимального значения с 2020 года, что позволило Банку России постепенно снизить ключевую ставку с 21% до 16% годовых. Среднегодовой курс рубля укрепился до 83,2 рубля за доллар на фоне роста продаж иностранной валюты на внутреннем рынке, включая продажи в рамках бюджетного правила, и поддерживающего эффекта высоких процентных ставок.

В 2026 году прогнозируется умеренный рост российской экономики на уровне 1,2%. Охлаждение продолжится, и мы ожидаем закрытия положительного разрыва выпуска к началу 2027 года. В 2027-2028 годах экономика вернется к потенциальным темпам роста — 1,5% и 1,7% соответственно. Среднегодовая инфляция в 2026 году ожидается на уровне 5,6%. Повышение НДС, индексация тарифов ЖКХ и рост акцизов и утильсбора на легковые автомобили окажут разовое повышательное давление в I квартале, после чего со II квартала инфляция возобновит замедление и приблизится к целевому уровню 4% в конце 2027 года. Банк России продолжит снижение ключевой ставки умеренными темпами — средняя ставка в 2026 году прогнозируется на уровне 14,4% годовых. Курс рубля будет постепенно ослабевать в течение 2026 года: среднегодовой курс составит 87 рублей за доллар.

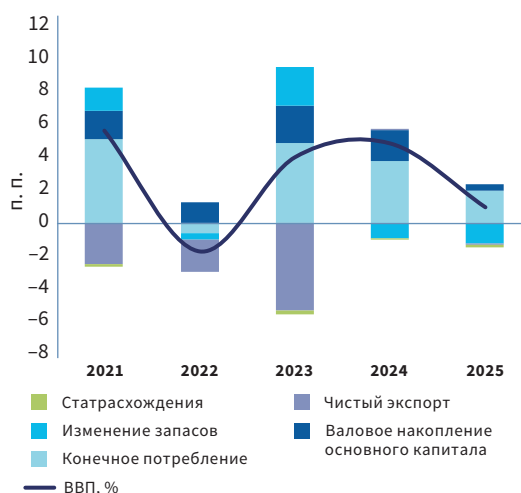
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

Темп роста ВВП России в 2025 году замедлился до 1%. В IV квартале экономика, по нашим оценкам, прибавила 1% г/г, или 5,6% кв/кв SAAR (III квартал: 0,6% г/г). Ускорение экономической активности в конце года частично объясняется опережающим ростом потребительского спроса в преддверии повышения НДС и утилизационного сбора. Положительный разрыв выпуска сократился, но экономика остается в состоянии перегрева.

Структура роста ВВП по использованию в 2025 году свидетельствует о существенном замедлении ключевых компонентов, особенно инвестиционной активности (Рисунок 1). Потребление осталось главным драйвером роста в 2025 году — расходы на конечное потребление увеличились на 2,9% против 5,5% в 2024 году. Инвестиции в основной капитал выросли на 1,7% против 8,6% в 2024 году, при этом их доля в ВВП достигла рекордных 23,2%. Наиболее значимый отрицательный вклад в динамику ВВП внесла корректировка запасов материальных оборотных средств: -1,2 п. п. (-28%). Компании распродавали избыточные запасы, сформированные в 2023 году из-за опасений перебоев с поставками. Дополнительное сдерживающее влияние на ВВП оказало формирование отрицательного вклада чистого экспорта.

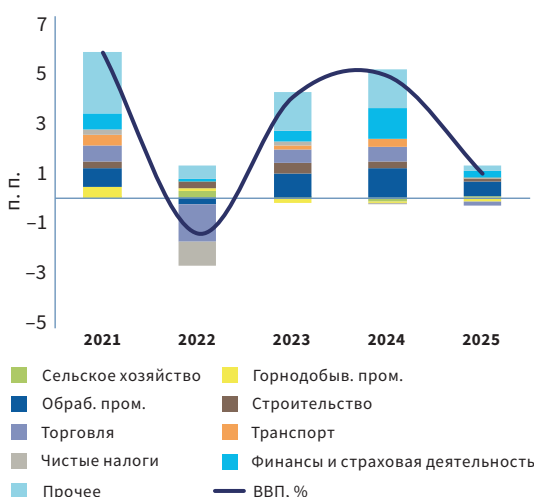
В отраслевом разрезе также наблюдалось существенное замедление в ключевых секторах экономики (Рисунок 2). Основной вклад в экономический

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования



Источник: расчеты на основе данных Росстата.

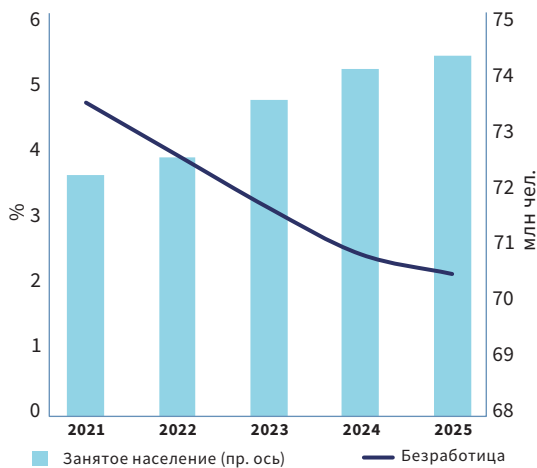
Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



Источник: расчеты на основе данных Росстата.

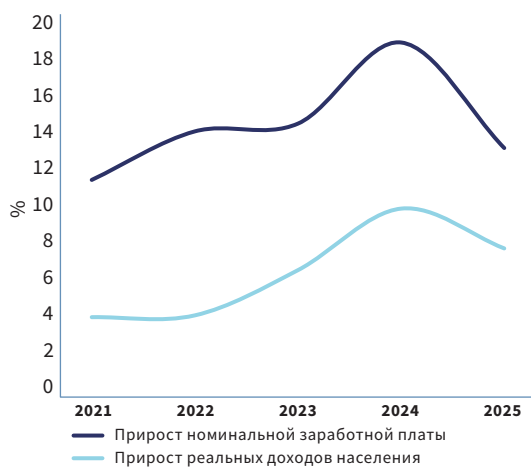
рост 2025 года внесло промышленное производство, индекс которого вырос на 1,3% после 5,1% в 2024 году. Основным драйвером стала обрабатывающая промышленность, прибавившая 3,6% против 9,1% годом ранее. Лидерами внутри отрасли остались сектора с высоким удельным весом оборонных заказов: металлические изделия (+18%),

Рисунок 3. Индикаторы рынка труда



Источник: Росстат.

Рисунок 4. Доходы населения



Источник: Банк России.

прочие транспортные средства (+32%), компьютеры и электронные изделия (+11,7%), производство лекарств (+15,4%). Большинство производств, ориентированных на гражданский спрос, удержалось на уровне предыдущего года. Наиболее значимым исключением стало производство автотранспортных средств, сократившееся на (-23,1%). Добывающая отрасль снизилась на 1,6% после 0,5% в 2024 году. Розничная

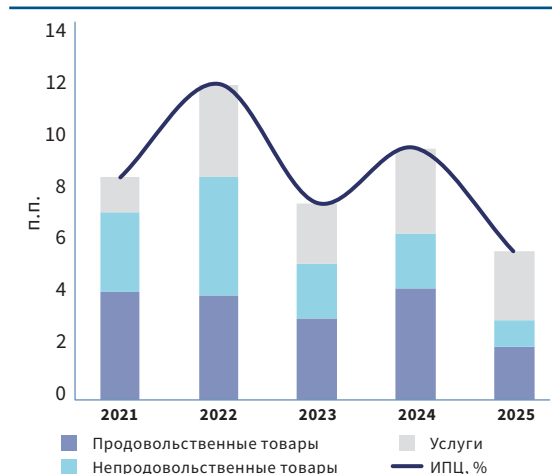
торговля выросла на 2,6% против 7,7% в 2024 году, оптовая торговля сократилась на 2,8% после роста на 6,9% годом ранее. Строительный сектор сохранил положительную динамику — 2,5% после 3,8% в 2024 году.

Напряжение на рынке труда продолжало нарастать в 2025 году, несмотря на существенное замедление экономической активности. Безработица в среднем за 2025 год снизилась до 2,2% с 2,5% в 2024 году (Рисунок 3). **Лишь в IV квартале 2025 года появились первые признаки стабилизации:** снижение безработицы впервые прекратилось — показатель вырос до 2,2% против 2,1% в III квартале, прервав нисходящий тренд последних лет. Реальные денежные доходы населения в 2025 году выросли на 7,7% против 9,9% в 2024 году (Рисунок 4).

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

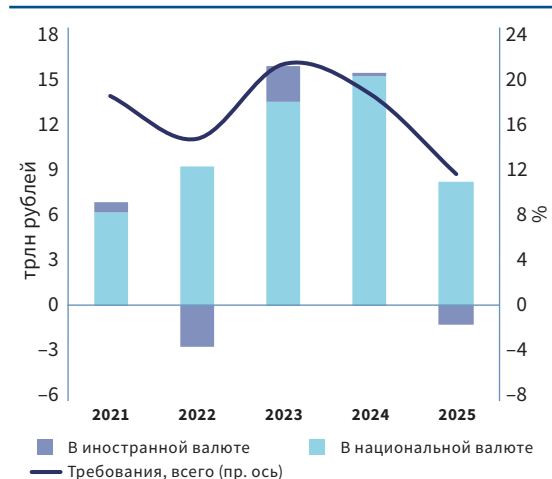
На конец 2025 года инфляция замедлилась до 5,6% — минимума с 2020 года (Рисунок 5). Ускоренное снижение инфляции в IV квартале после 8,0% г/г в III квартале объясняется главным образом динамикой волатильных компонент, в первую очередь снижением цен на плодоовощную продукцию. Базовый ИПЦ на конец 2025 года составил 5,4%. В разбивке по категориям наименьший рост цен зафиксирован на непродовольственные товары — 3,0%, продовольственные товары подорожали на 5,2%, а наиболее высокий прирост сохранился

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



Источник: расчеты на основе данных Банка России.

Рисунок 7. Прирост кредитов бизнесу
в расширенном определении (на конец
периода)

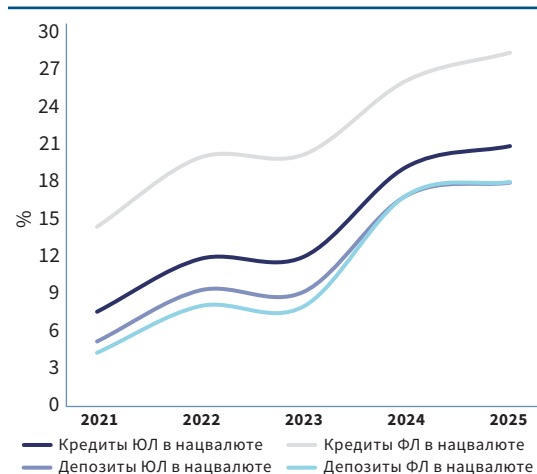


Источник: Банк России.

в секторе услуг — 9,3%. Опережающего переноса в цены ожидаемого повышения НДС и увеличения утилизационного сбора в декабре не наблюдалось.

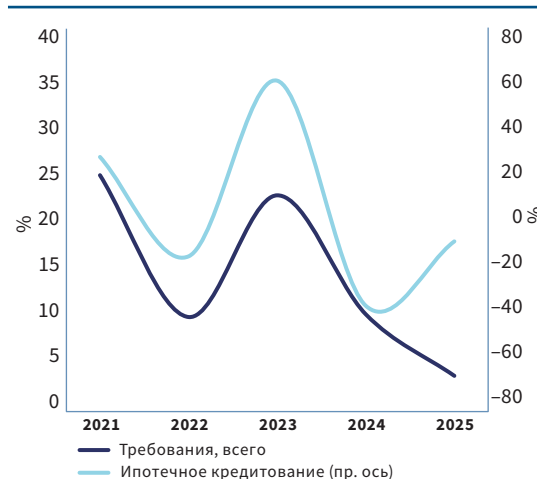
В 2025 году Банк России последовательно снижал ключевую ставку с 21% до 16% годовых. Несмотря на это, монетарные условия оставались жесткими: реальная ставка на конец года составила

Рисунок 6. Ставки по новым кредитам
и депозитам



Источник: Банк России.

Рисунок 8. Прирост требований банков
к физлицам (на конец периода)

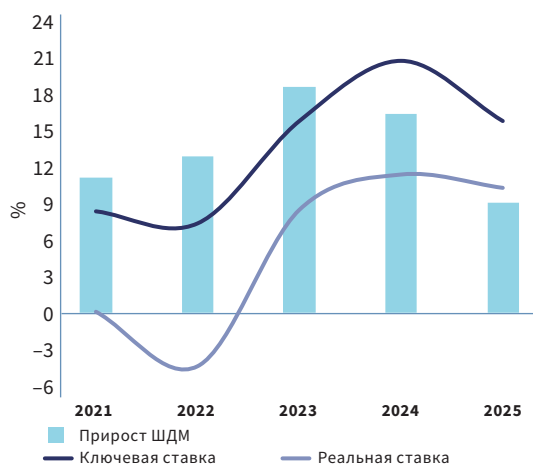


Источник: Банк России.

10,4% против 11,5% в конце 2024 года. По оценке регулятора, для устойчивого замедления инфляции потребуются продолжительный период сохранения жесткой денежно-кредитной политики (Рисунок 6).

Темпы роста кредитования экономики замедлились в 2025 году под влиянием высоких процентных ставок. Портфель

Рисунок 9. Динамика монетарных индикаторов (на конец периода, г/г)



Источник: расчеты на основе данных Банка России.

кредитов юридических лиц вырос на 11,6% против 18,7% годом ранее (Рисунок 7). Портфель розничных кредитов в первом полугодии сокращался, однако во втором начал восстанавливаться, завершив год приростом в 3,0% против 9,8% годом ранее. Ускорение кредитования с сентября частично было обусловлено опережающим потребительским спросом в ожидании роста цен от повышения НДС. Объем предоставленных ипотечных кредитов снизился на 9,0% после 37% в 2024 году (Рисунок 8). При этом на программы с государственной поддержкой пришлось 82% выдач (3,6 из 4,5 трлн рублей).

Годовой темп прироста широкой денежной массы (M2X) на конец 2025 года замедлился до 9,2% с 16,6% годом ранее (Рисунок 9). Определяющий вклад в динамику денежной массы внесло расширение требований банковской системы к организациям и домашним хозяйствам. Срочные депозиты домашних хозяйств выросли на 16%, замедлившись с 44% в 2024 году вслед за снижением

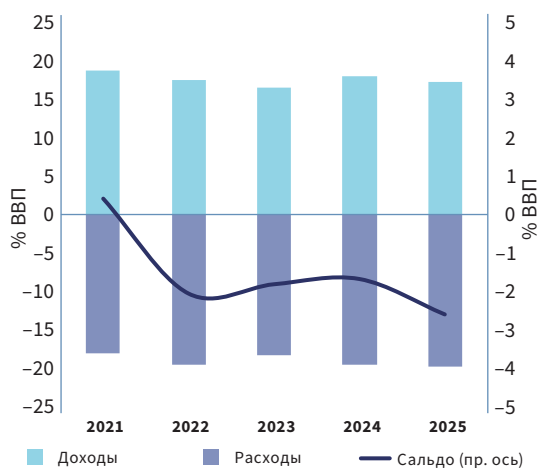
ставок. Темп роста наличных денег в обращении (M0) устойчиво увеличивался с июля 2025 года, достигнув 5,6% на конец года против 0,8% годом ранее.

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСДОЛГ

Исполнение федерального бюджета в 2025 году характеризовалось расширением дефицита на фоне резкого падения нефтегазовых доходов. Дефицит вырос до 5,6 трлн рублей (2,6% ВВП) с 3,5 трлн рублей (1,7% ВВП) годом ранее. Совокупные доходы бюджета выросли лишь на 1,5%, до 37,3 трлн рублей (17,5% ВВП). Нефтегазовые поступления сократились на 23,8%, до 8,5 трлн рублей, под влиянием низких мировых цен на нефть, санкционного давления и укрепления обменного курса рубля. Ненефтегазовые доходы частично сбалансировали общие поступления в бюджет, прибавив 12,6%, до 28,8 трлн рублей. Расходы бюджета выросли на 6,8%, до 42,9 трлн рублей (20,1% ВВП) (Рисунок 10).

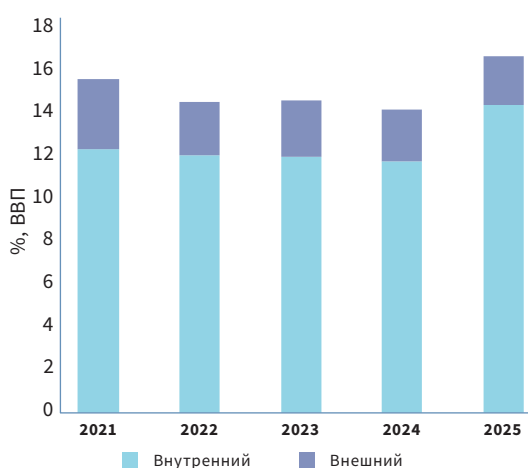
Ликвидная часть ФНБ устойчиво сокращается: на 1 января 2026 года она составила 4,1 трлн рублей (1,9% ВВП). Покупки по бюджетному правилу в 2025 году составили лишь 0,08 трлн рублей, в то время как расходы на инвестиции — 1,0 трлн рублей, на нерегулярные операции — 1,2 трлн рублей. Цена Urals в среднем за ноябрь 2025 — январь 2026 года составила около 42 долларов за баррель, при действующей цене отсечения 59 долларов за баррель (в 2025 году — 60). При столь значительном разрыве расходование средств фонда продолжается ускоренными темпами.

Рисунок 10. Государственный бюджет



Источник: Минфин России.

Рисунок 11. Государственный долг



Источник: расчеты на основе Минфина России и оценок ЕФСР.

Необходимость финансирования возросшего бюджетного дефицита обусловила расширение государственного долга России в 2025 году.

Совокупный долг вырос до 16,6% ВВП на конец 2025 года с 14,1% ВВП на конец 2024 года. Расширение долга было обусловлено активным наращиванием размещений ОФЗ, в связи с чем внутренний долг увеличился до 14,4% ВВП на конец 2025 года с 11,7% ВВП на конец 2024 года. При этом внешний долг продолжил снижаться, достигнув 2,2% ВВП на конец 2025 года после 2,4% ВВП на конец 2024 года.

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

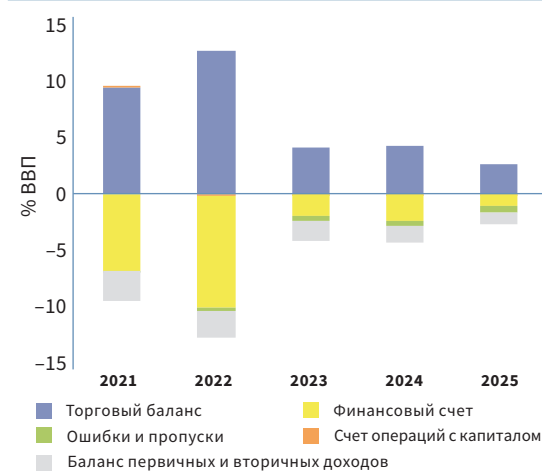
Профицит счета текущих операций в 2025 году снизился до 41,4 млрд долларов с 62,6 млрд долларов в 2024 году (Рисунок 12). Основной причиной стало сокращение положительного сальдо торгового баланса: нефтегазовый экспорт сократился на фоне более низких мировых цен на нефть и санкционного давления, тогда как импорт

оставался относительно стабильным, в результате чего профицит торговли товарами снизился до 116,7 млрд долларов с 132,1 млрд долларов в 2024 году. Дополнительное давление на счет текущих операций оказало расширение дефицита баланса услуг до 48,6 млрд долларов с 38,4 млрд долларов в 2024 году на фоне роста расходов россиян на зарубежные поездки.

Положительное сальдо финансового счета в 2025 году сократилось до 45,8 млрд долларов с 56,6 млрд долларов в 2024 году.

Снижение обусловлено замедлением накопления иностранных активов резидентами при одновременном росте внешних обязательств. Объем накопленных иностранных активов сократился до 55,8 млрд долларов с 65,8 млрд долларов годом ранее, частично вследствие уменьшения задолженности нерезидентов по незавершенным международным расчетам. Внешние обязательства выросли до 10,0 млрд долларов с 9,2 млрд долларов годом ранее за счет прямых

Рисунок 12. Платежный баланс



Источник: Банк России.

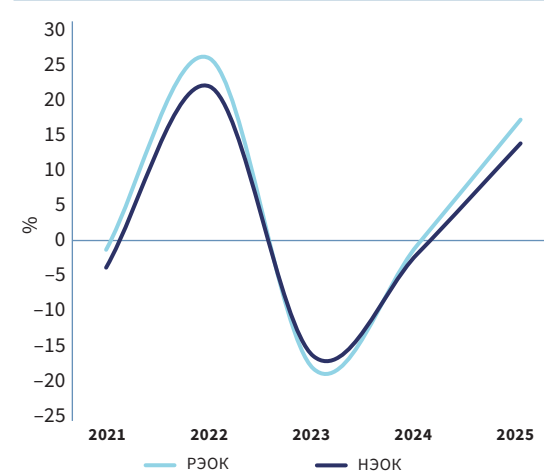
иностранных инвестиций, по которым зафиксирован переход от оттока к притоку капитала. Резервные активы снизились на 18,5 млрд долларов против 3,8 млрд долларов годом ранее.

Несмотря на ухудшение платежного баланса в целом, реальный эффективный курс рубля в 2025 году укрепился на 17,1%, среднегодовой номинальный курс составил 83,2 рубля за доллар (Рисунок 13). Со стороны предложения курс поддерживался продажами валюты на внутреннем рынке, в том числе в рамках действия бюджетного правила. Со стороны спроса высокие ставки на внутреннем рынке поддерживали привлекательность рублевых активов и ограничивали импортное кредитование, что привело к сдерживанию давления на курс.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

Прогноз на 2026–2028 годы исходит из неизменности ключевых

Рисунок 13. Динамика обменных курсов



Источник: Банк России, Минфин России.

макроэкономических условий, включая сохранение санкционного давления. Бюджетные расходы ожидаются на уровне утвержденных плановых показателей, что предполагает сохранение активного фискального стимулирования в 2026 году. Дефицит сократится до 3,8 трлн руб. при нулевом структурном балансе за счет дополнительных поступлений от повышения НДС. Денежно-кредитная политика Банка России сохранит жесткую направленность, ориентированную на стабилизацию инфляционных процессов.

В 2026 году прогнозируется умеренный рост российской экономики на уровне 1,2%. Процесс охлаждения экономической активности продолжится, и положительный разрыв выпуска, по нашим оценкам, будет закрыт к началу 2027 года. Потребление будет расти сдержанными темпами. Восстановление запасов материальных оборотных средств после их сокращения в предыдущие два года дополнительно поддержит экономику. Это усилит вклад валового накопления капитала в прирост ВВП.

ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

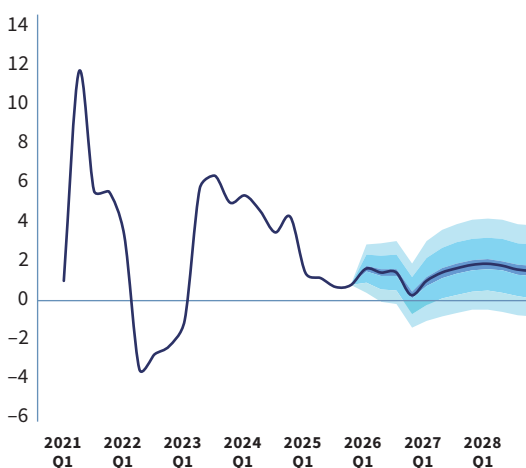
	2025 Факт	2026 Оценка	2027 Прогноз	2028 Прогноз
Прирост реального ВВП, %	1,0	1,2	1,5	1,7
Инфляция (дек. к дек. пред. года), %	5,6	5,4	4,1	4,0
Инфляция (среднегод.), %	8,7	5,6	4,1	4,0
Курс доллар/рубль (среднегод.)	83	87	95	95
Ключевая ставка Банка России (среднегод.), %	19,2	14,4	9,4	7,5

Источник: национальные ведомства и расчеты ЕФСР.

Вклад чистого экспорта, по нашим оценкам, останется отрицательным. Импорт будет умеренно расти на фоне постепенного смягчения денежно-кредитных условий, тогда как экспорт сохранится на пониженных уровнях под воздействием санкционных ограничений и относительно низких мировых цен на нефть. В 2027–2028 годах экономика выйдет к потенциальным темпам роста 1,5% и 1,7% соответственно (Рисунок 14).

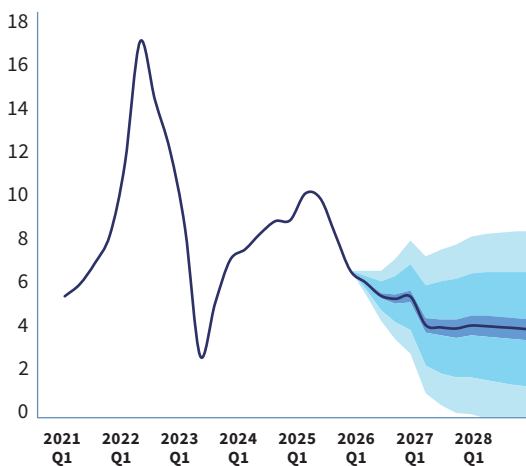
По нашим оценкам, инфляция на конец 2026 года замедлится до 5,4%. Ожидаемый эффект от повышения НДС с 20% до 22% реализовался иначе, чем предполагалось ранее: упреждающего роста цен в декабре 2025 года не наблюдалось, тогда как в январе 2026 года цены выросли сильнее ожиданий. В январе месячный прирост потребительских цен с корректировкой на сезонность в годовом выражении повысился до 14,6% (с. к. г.) с 3,1% (с. к. г.) в декабре. Дополнительное давление на цены в январе 2026 года внесли повышение акцизов, утилизационного сбора на легковые автомобили и индексация тарифов ЖКХ. Это обусловило пересмотр вверх прогноза по инфляции

Рисунок 14. Прогноз реального ВВП



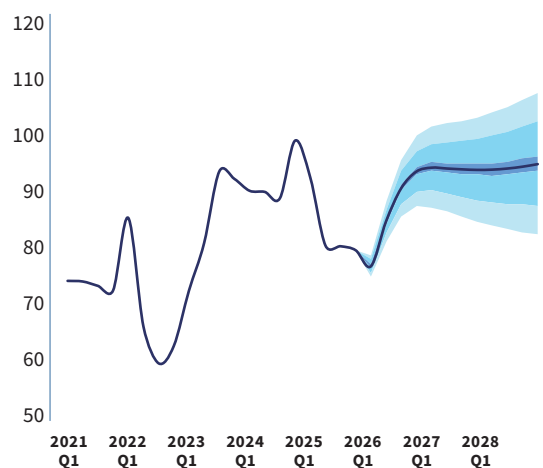
Источник: расчеты ЕФСР.

Рисунок 15. Прогноз инфляции



Источник: расчеты ЕФСР.

**Рисунок 16. Прогноз обменного курса
USD/RUB**



Источник: расчеты ЕФСР.

Примечание: диапазоны диаграмм на Рисунках 14–16 соответствуют доверительным интервалам 10, 50 и 75%.

на I квартал и год в целом. Со II квартала 2026 года инфляция возобновит снижение и приблизится к целевому уровню 4% в конце 2027 года (Рисунок 15).

Банк России продолжит снижать ключевую ставку, однако темпы снижения будут более сдержанными для сохранения жестких денежно-кредитных условий. На последнем заседании, в феврале 2026 года, регулятор снизил ставку до 15,5% годовых. Мы прогнозируем среднюю ключевую ставку на уровне 14,4% годовых в 2026 году. К нейтральному уровню 7,5% ставка вернется в начале 2028 года вместе с достижением инфляцией целевого уровня.

Прогнозируемый среднегодовой курс рубля в 2026 году составит 87 рублей за доллар. В течение года ожидается постепенное ослабление курса с 77 рублей за доллар в январе — феврале 2026 года до 94 рублей за доллар к концу года. Основными причинами ослабления станут ожидаемый рост импорта и смягчение денежно-кредитной политики (Рисунок 16).



Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Внешний
сектор

Россия

Казахстан

КАЗАХСТАН



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Рисковый
сценарий



В 2025 году рост экономики Казахстана ускорился до 6,5%, что стало максимальным показателем с 2011 года. Ускорение экономической активности было обеспечено увеличением добычи нефти на месторождении Тенгиз и наращиванием инвестиций. Дополнительную поддержку росту оказала реализация крупных инфраструктурных проектов. Со второй половины года наблюдалось замедление динамики потребительского спроса на фоне ужесточения денежно-кредитных условий, охлаждения розничного кредитования и снижения реальных доходов населения.

Инфляционное давление в 2025 году существенно усилилось в условиях сохраняющегося перегрева экономики. По итогам года инфляция ускорилась до 12,3%, что также было вызвано ослаблением обменного курса тенге и внутренними факторами, включая повышение тарифов в рамках реформы ЖКХ, рост цен на горюче-смазочные материалы, стимулирующие фискальные и квазифискальные расходы и ожидаемые изменения налогового законодательства. В ответ на усиление инфляционных рисков Национальный банк Республики Казахстан продолжил ужесточать денежно-кредитную политику (ДКП).

В среднесрочной перспективе (2026-2028 годы) темпы экономического роста, по нашим оценкам, постепенно приблизятся к потенциальному уровню около 4-4,5%. Замедление будет связано с ослаблением инвестиционного импульса и ожидаемой фискальной консолидацией. Инфляция будет замедляться, однако останется выше целевого ориентира. Денежно-кредитная политика в ближайшие годы сохранит относительно жесткий характер, а смягчение будет происходить постепенно по мере снижения инфляционного давления и сокращения положительного разрыва выпуска.

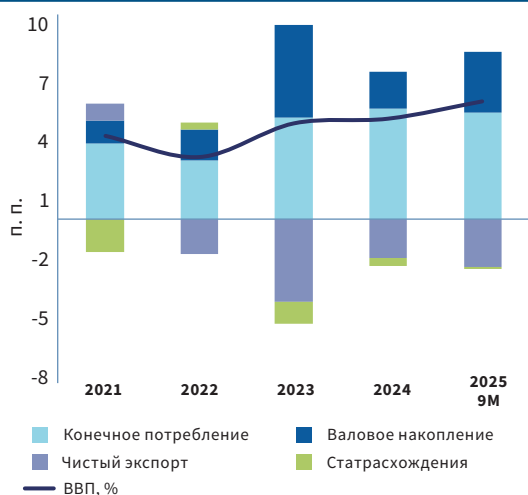
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

Экономический рост в Казахстане в 2025 году существенно ускорился.

По итогам года прирост реального ВВП составил 6,5% против 5,0% в 2024 году, что стало самым высоким показателем с 2011 года. Согласно расчетам ЕФСР, аннуализированный сезонно сглаженный прирост ВВП в IV квартале составил 6,8% (SAAR) и 6,8% г/г.

Ускорение экономического роста было преимущественно обеспечено за счет наращивания инвестиционной активности (Рисунок 1). Основной вклад в прирост ВВП по данным за 9 месяцев 2025 года вносило конечное потребление (5,5 п. п.) по сравнению с 5,7 п. п. за полный 2024 год, отражая устойчивую динамику потребительского спроса. Вклад валового накопления в прирост ВВП за 9 месяцев 2025 года увеличился до 3,2 п. п. против 1,9 п. п. за полный 2024 год, что связано с ростом

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования

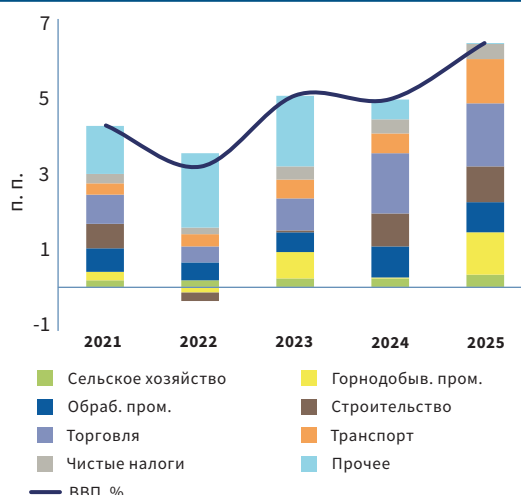


Источник: расчеты на основе данных БНС АСПИР РК.

инвестиций в строительство и инфраструктуру. Инвестиции в основной капитал в 2025 году выросли в сопоставимых ценах на 13% г/г. Ключевым источником финансирования остаются собственные средства (61,5% общего объема), тогда как бюджетные средства составили 21,9%. В то же время чистый экспорт продолжил оказывать отрицательное влияние на экономический рост (-2,5 п. п.) на фоне роста импорта. Номинальный объем экспорта сократился на 3,2% г/г, тогда как импорт вырос на 7,4% г/г, отражая усиление внутреннего спроса и рост инвестиционного импорта оборудования и промежуточных товаров.

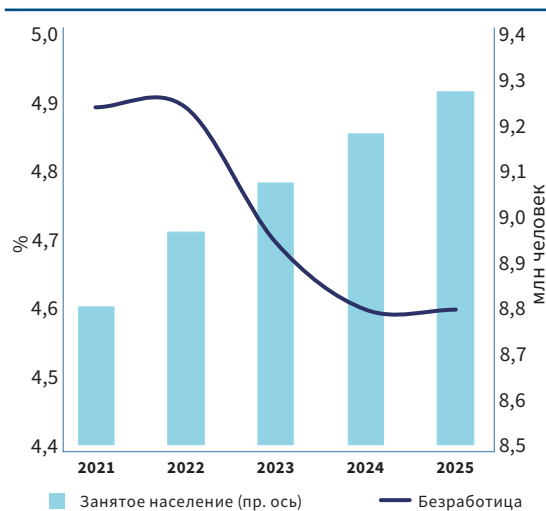
Отраслевая структура экономического роста характеризовалась повышением роли торговли, горнодобывающей и транспортной отраслей (Рисунок 2). Наибольший вклад в прирост ВВП внесли торговля (1,7 п. п.), транспорт (1,2 п. п.), горнодобывающая промышленность (1,1 п. п.) и строительство (1,0 п. п.). Торговля демонстрировала устойчивый рост

Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу производства



Источник: расчеты на основе данных БНС АСПИР РК.

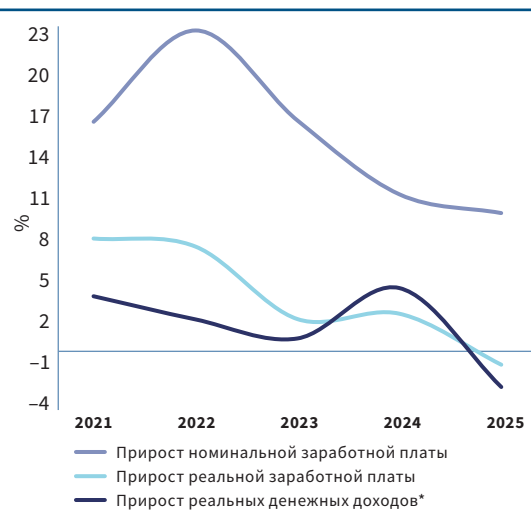
Рисунок 3. Индикаторы рынка труда



Источник: БНС АСПИР РК.

на фоне стабильного увеличения внутреннего спроса. За январь — декабрь 2025 года индекс физического объема торговли незначительно снизился — до 108,9% (против 109,1% годом ранее). Рост горнодобывающей промышленности был обусловлен прежде всего увеличением добычи нефти на месторождении Тенгиз, а также расширением добычи других полезных ископаемых. Горнодобывающий сектор существенно ускорил рост отрасли транспорта и складирования за счет увеличения грузооборота на 13,6%, а именно трубопроводного транспорта (+16,5%). Активная инвестиционная деятельность поддержала рост строительного сектора за счет строительства и ремонта инфраструктурных сооружений (+17,5%), а также объемов строительства нежилых (+16,0%) и жилых зданий (+10,4%). Существенную роль играли проекты транспортной инфраструктуры, включая строительство дорог и метро, доля которых достигла 24,6% в структуре строительных работ.

Рисунок 4. Доходы населения



* Оценка за 2025 год.

Источник: БНС АСПИР РК.

Условия на рынке труда сохранились стабильными на фоне умеренного роста занятого населения и исторически низкого уровня безработицы (Рисунок 3). Количество занятого населения в 2025 году выросло на 1,2% г/г. Уровень безработицы по методологии МОТ в течение всего года оставался в пределах 4,6%.

При этом динамика доходов населения ухудшилась (Рисунок 4). Несмотря на рекордный рост экономики, реальная заработная плата и реальные денежные доходы населения снизились за год на 1,1% и 2,7% соответственно. Основной отрицательный вклад внесли доходы от трудовой деятельности (-2,3 п. п.), включая доходы от работы по найму (-1,2 п. п.), самостоятельной занятости (-1,1 п. п.) и прочие доходы (-0,9 п. п.). При этом наблюдался незначительный рост вклада социальных трансфертов (+0,4 п. п.). Такая динамика отражает влияние высокой инфляции и указывает на ограниченную трансмиссию экономического роста в доходы домохозяйств.

ИНФЛЯЦИЯ И МОНЕТАРНЫЙ СЕКТОР

Инфляционное давление в 2025 году существенно усилилось в условиях сохраняющегося перегрева экономики.

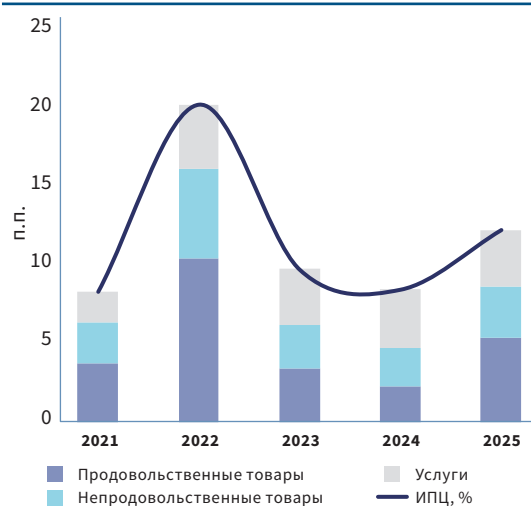
В декабре годовая инфляция ускорилась до 12,3% против 8,6% в конце 2024 года. Значительно вырос вклад в рост цен продовольственных и непродовольственных товаров, обеспечивших 5,4 п. п. и 3,4 п. п. соответственно (Рисунок 5). Средний месячный прирост цен с исключенной сезонностью, по оценке НБРК, достиг пика в августе — сентябре на уровне 1,2–1,3%, после чего замедлился в декабре до 0,8%¹. Инфляционные ожидания населения на год вперед сохранялись высокими в течение всего года и достигли пика к концу IV квартала (14,7%) в ожидании вступления в силу нового Налогового кодекса².

По нашему мнению, рост инфляции был вызван эффектом переноса от ослабления обменного курса тенге в течение года и влиянием внутренних факторов, включая повышение тарифов в рамках реформы ЖКХ и рост цен на горюче-смазочные материалы, сохраняющийся фискальный стимул, а также ожидаемыми изменениями налогового законодательства. Со стороны внешних условий ситуация оставалась относительно благоприятной, чему, в частности, способствовало замедление инфляции в России, что сдерживало импортируемое ценовое давление.

¹ Оценки НБРК по сезонно-очищенной инфляции.

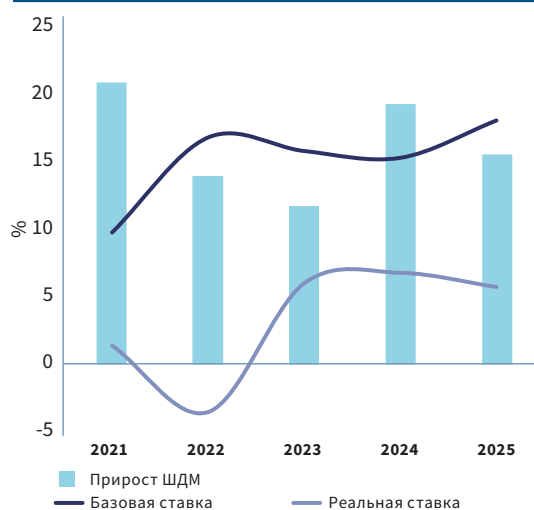
² Результаты опроса населения по заказу НБРК.

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



Источник: БНС АСПИР РК.

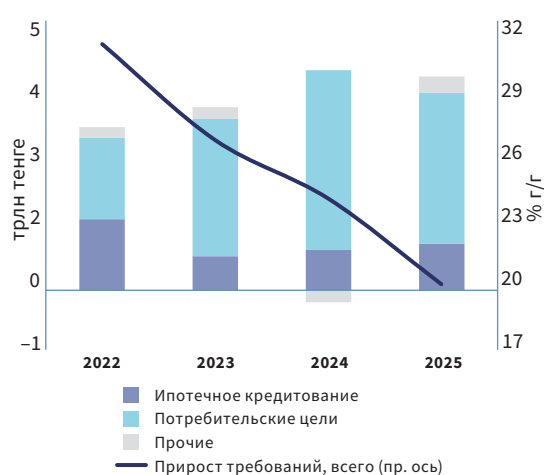
Рисунок 6. Динамика монетарных индикаторов (на конец периода, г/г)



Источник: НБРК.

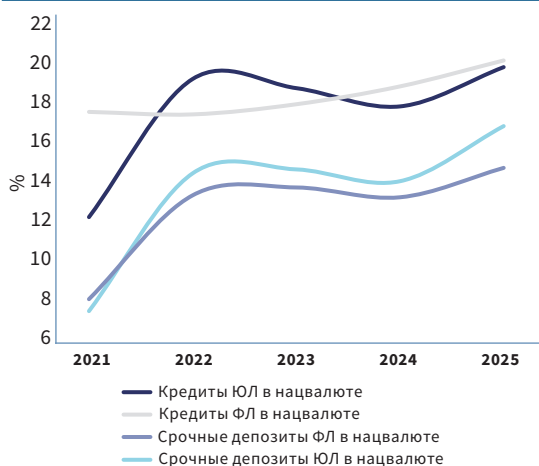
В ответ на усиление инфляционных рисков НБРК продолжил повышение базовой ставки. Базовая ставка была дважды повышена в течение года — с 15,25% до 18,00%, но при этом в реальном выражении она снизилась. Дополнительно регулятор задействовал ряд инструментов для сдерживания инфляционного давления, включая повышение минимальных

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



Источник: НБРК.

Рисунок 9. Ставки по новым депозитам и кредитам (на конец периода)



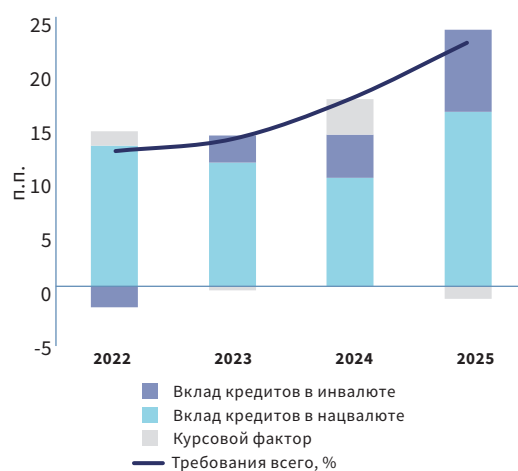
Источник: НБРК.

резервных требований и усиление макропруденциальных ограничений на розничное кредитование³.

Рост широкой денежной массы замедлился до 15,5% после 19,2% в 2024 году

³ Пресс-релиз НБРК по решению о базовой ставке от 29 августа 2025 года.

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



Источник: НБРК.

Рисунок 10. Показатели банковского сектора



Источник: НБРК.

(Рисунок 6). Темпы роста денежного предложения к концу года замедлились на фоне ужесточения ДКП и проводимых НБРК операций по стерилизации ликвидности.

Кредитование экономики продолжило расти двухзначными темпами, но динамика по сегментам различалась.

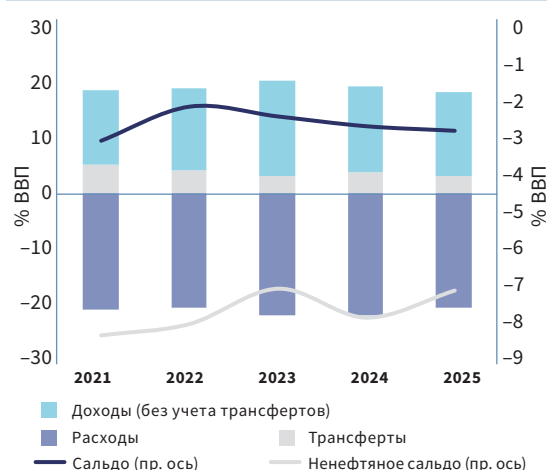
Кредитование бизнеса ускорилось до 23,4% г/г в расширенном определении (Рисунок 8). Существенную роль в этом процессе сыграло расширение квазифискальных программ холдинга «Байтерек», включая финансирование через Банк развития Казахстана и фонд «Даму». В то же время рост кредитования населения замедлился до 19,8% г/г после 23,9% г/г годом ранее (Рисунок 7), что связано с усилением макроprudенциальных ограничений на розничное кредитование. На фоне ужесточения ДКП средние ставки по новым кредитам в национальной валюте продолжили рост: для юридических лиц — до 19,8% на конец года (с 17,8% в 2024 году), а для физических лиц — до 20,1% (с 18,8%). Одновременно выросли средние ставки по депозитам в тенге — до 16,8% для юридических лиц и 14,7% для физических лиц (Рисунок 9).

Банковский сектор сохранял устойчивость (Рисунок 10). Доля необслуживаемых кредитов (NPL) увеличилась незначительно — до 3,6%, тогда как долларизация депозитов продолжила снижаться и составила 19,2%. Чистая прибыль банковского сектора продемонстрировала рост по итогам 2025 года, достигнув рекордных 2,7 трлн тенге против 2,6 трлн тенге годом ранее.

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСДОЛГ

Фискальная политика 2025 года характеризовалась умеренной консолидацией при сохранении стимулирующего импульса для экономического роста. Дефицит государственного бюджета составил 2,7% ВВП (Рисунок 11). Доходы государственного

Рисунок 11. Государственный бюджет



Источник: Министерство финансов Республики Казахстан.

Рисунок 12. Государственный долг



* Без учета взаимных требований (долга местных исполнительных органов перед Правительством Республики Казахстан)

Источник: Министерство финансов Республики Казахстан.

бюджета увеличились на 10,1%, главным образом за счет роста налоговых поступлений (+17,7%). Расходы бюджета также выросли сопоставимыми темпами (+10,3%), отражая сохранение активной фискальной политики. Доходы бюджета (без учета трансфертов) составили

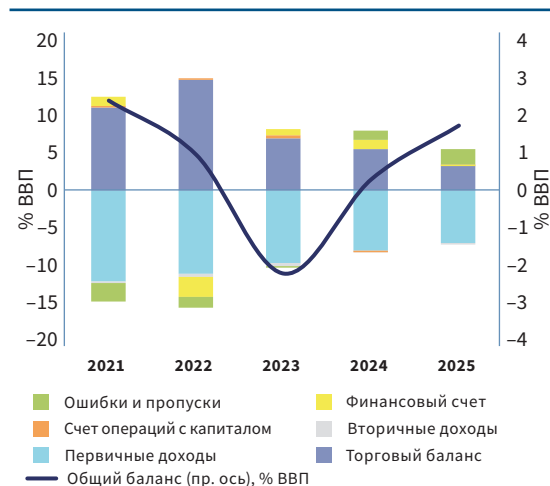
15,4% ВВП (15,8% ВВП в 2024 году), тогда как расходы — 21,0% ВВП (22,2% ВВП годом ранее). Объем трансфертов из Нацфонда в бюджет сократился до 3,3% ВВП с 4,1% ВВП годом ранее. На фоне сокращения трансфертов и роста номинального ВВП нефтегазовой дефицит бюджета сократился до 7,1% ВВП против 7,9% ВВП годом ранее, а без учета обслуживания госдолга — с 6,3 до 5,5% ВВП соответственно.

Уровень государственного долга по итогам 2025 года снизился до 22,8% ВВП (Рисунок 12). Покрытие дефицита бюджета осуществлялось преимущественно за счет выпуска облигаций, в результате чего внутренний долг вырос на 4,4 трлн тенге, а внешний увеличился на 1,4 млрд долларов. Однако за счет более высокого номинального роста экономики уровень государственного долга относительно ВВП снизился за 2025 год на 0,5 п. п.

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

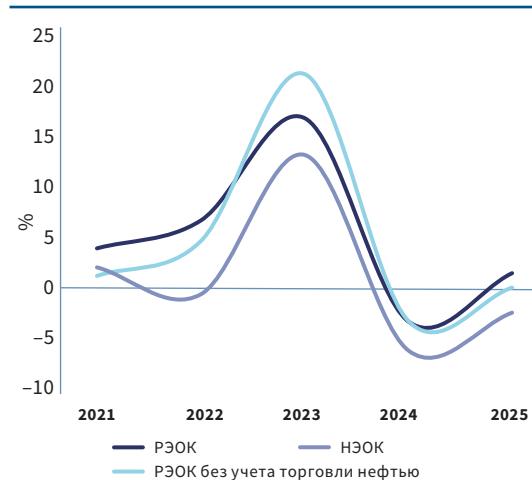
Дефицит платежного баланса расширился в 2025 году до 1,8% ВВП по сравнению с 0,3% ВВП в 2024 году (Рисунок 13). По предварительной оценке НБРК, дефицит счета текущих операций увеличился до 3,9% ВВП с 2,7% ВВП годом ранее). Основным фактором стало сокращение профицита торгового баланса с 5,5% до 3,3% ВВП на фоне снижения экспортных поступлений и опережающего роста импорта. При этом по другим компонентам счета текущих операций наблюдалось некоторое улучшение: дефицит первичных доходов сократился до 7,1% ВВП по сравнению с 8,1% ВВП в 2024 году,

Рисунок 13. Платежный баланс



Источник: НБРК.

Рисунок 14. Курс тенге



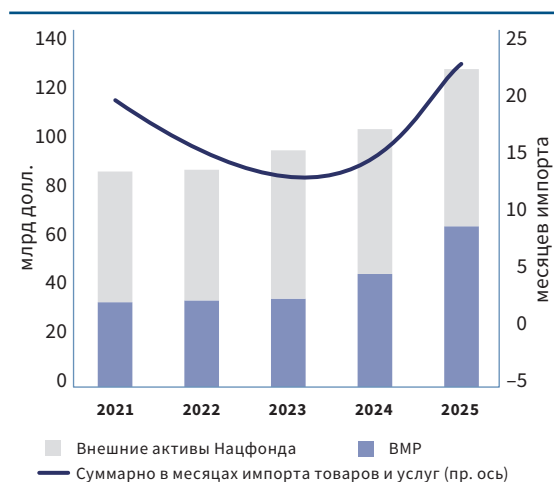
Источник: НБРК.

несколько уменьшился и дефицит по вторичным доходам.

Сальдо финансового счета сократилось до 0,2% ВВП по сравнению с 1,3% ВВП годом ранее⁴. Снижение связано с уменьшением притока прямых иностранных инвестиций до около

⁴ В РЭО показатель приведен в интерпретации: «+» — приток капитала, «-» — отток капитала.

**Рисунок 15. ВМР и внешние активы
Нацфонда (на конец периода)**



Источник: НБРК.

0,7 млрд долларов (с 3,9 млрд долларов в 2024 году) и оттоком по статье прочих инвестиций около 0,7 млрд долларов. В то же время по портфельным инвестициям был зафиксирован чистый приток около 0,5 млрд долларов после оттока в предыдущие годы.

Динамика обменного курса тенге к доллару формировалась под влиянием ряда факторов. Давление на курс оказывали снижение нефтяных цен, рост импорта, сезонный спрос на иностранную валюту и высокая инфляция. Поддержку курсу обеспечивали продажи валюты из Нацфонда, продажи субъектов квазигосударственного сектора и продажи из резервов НБРК в рамках стерилизации эмиссии, связанной с покупкой золота на внутреннем рынке. Из внешних факторов можно выделить глобальное ослабление доллара. Реальный эффективный обменный курс тенге (без учета торговли нефтью) в 2025 году незначительно укрепился, на 0,1%, после ослабления на 3,2% в 2024 году (Рисунок 14).

Объем консолидированных международных резервов Казахстана достиг 129,3 млрд долларов, увеличившись за год на 24,6 млрд долларов (Рисунок 15). Позитивная динамика была обеспечена как за счет увеличения физических запасов золота на 20% в 2025 году и роста мировых цен на золото, так и инвестиционного дохода Нацфонда. В составе резервов монетарное золото увеличилось на 23,4 млрд долларов, в то время как активы в СКВ снизились на 3,8 млрд долларов. Валютные активы Нацфонда увеличились на 5,1 млрд долларов, до 63,9 млрд долларов. Инвестиционная доходность Нацфонда за 2025 год составила рекордные 8,7 млрд долларов, что частично компенсировало использование средств в размере 10,2 млрд долларов.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

По нашим оценкам, рост реального ВВП Казахстана в 2026 году составит 5,2% после 6,5% в 2025 году. Несмотря на замедление, темпы роста останутся достаточно высокими, положительный разрыв выпуска сохранится (Рисунок 16). Инвестиционный импульс, связанный с усилением квазифискального стимулирования, будет играть возрастающую роль в поддержании высоких темпов экономического роста. Прогнозируется существенное увеличение инвестиционных расходов квазигосударственного сектора, включая расширение инвестиционной программы фонда «Самрук-Казына» и финансирование через холдинг «Байтерек». Добыча нефти останется на уровне прошлого

ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

	2025 Факт	2026 Оценка	2027 Прогноз	2028 Прогноз
Прирост реального ВВП, %	6,5	5,2	4,3	4,2
Инфляция (дек. к дек. пред. года), %	12,3	10,1	8,9	7,8
Инфляция (среднегод.), %	11,4	10,9	9,2	8,2
Курс доллар/тенге (среднегод.)	522	531	564	581
Ставка TONIA (среднегод.), %	15,8	17,0	14,2	11,5

Источник: национальные ведомства и расчеты ЕФСР.

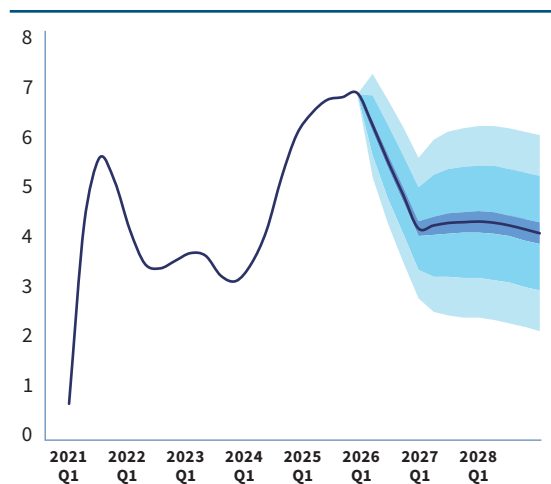
года благодаря выходу месторождения Тенгиз на пик производственных мощностей. При этом потенциал дальнейшего роста ограничен рисками, связанными с экспортной инфраструктурой Каспийского трубопроводного консорциума (КТК), а также негативными операционными факторами, реализовавшимися в начале года.

Динамика потребительского спроса останется высокой, но несколько замедлится на фоне сохраняющихся жестких денежно-кредитных условий

и мер по охлаждению розничного кредитования. Сдерживающим фактором выступит и умеренная динамика реальных доходов населения.

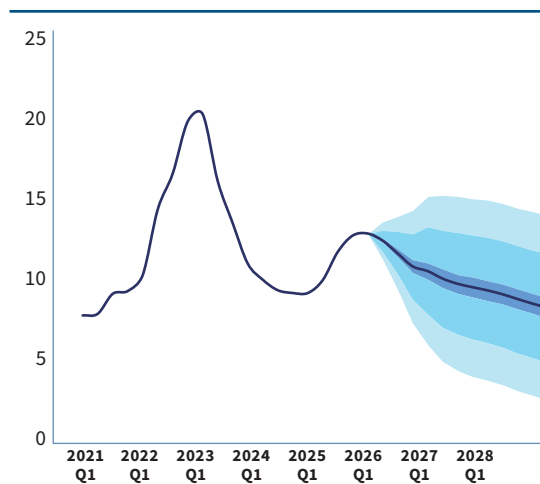
В 2027–2028 годах экономика будет постепенно сокращать положительный разрыв выпуска и выходить из стадии перегрева за счет проводимой фискальной консолидации и сохранения относительно жестких денежно-кредитных условий. На этом фоне темпы экономического роста постепенно приблизятся к потенциальному уровню около 4–4,5%.

Рисунок 16. Прирост реального ВВП, % г/г



Источник: расчеты ЕФСР.

Рисунок 17. Инфляция, % г/г

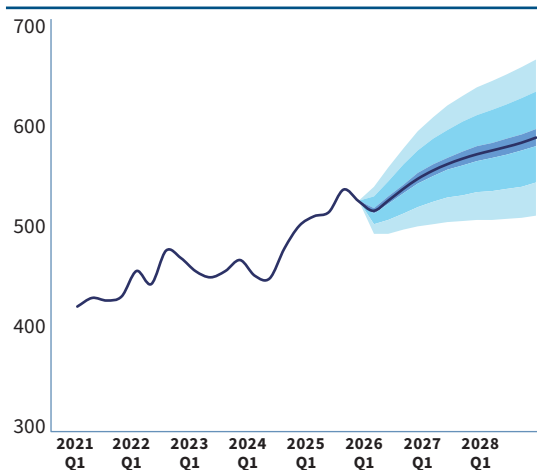


Источник: расчеты ЕФСР.

Инфляционное давление, усилившееся в 2025 году, по нашим оценкам, начнет постепенно ослабевать (Рисунок 17). Дополнительным фактором замедления инфляции станет административное регулирование роста тарифов ЖКХ и цен на ГСМ, а также расширение перечня социально значимых продовольственных товаров. В результате инфляция (дек. к дек.) может снизиться с 12,3% в 2025 году до 10,1% в 2026 году, 8,9% в 2027 году и 7,8% в 2028 году. Среднегодовая инфляция при этом останется более высокой и составит 10,9% в 2026 году, постепенно снижаясь до 8,2% к 2028 году.

Поддержку курсу тенге будут оказывать операции по продаже валюты из Нацфонда, валютные операции квазигосударственного сектора и сохраняющийся высокий уровень процентных ставок, повышающий привлекательность тенговых инструментов. С другой стороны, давление на обменный курс может усилиться на фоне постепенного сокращения трансфертов из Нацфонда, сохраняющегося инфляционного

Рисунок 18. Курс доллар/тенге



Источник: расчеты ЕФСР.

Примечание: диапазоны диаграмм на Рисунках 16–18 соответствуют доверительным интервалам 10%, 50% и 75%.

дифференциала с торговыми партнерами, а также роста импортного спроса, связанного с реализацией крупных инвестиционных проектов квазигосударственного сектора. В этих условиях среднегодовой курс тенге, по нашим оценкам, составит около 530,8 тенге за доллар в 2026 году, с последующим ослаблением до 563,5 тенге в 2027 году и 581 тенге в 2028 году (Рисунок 18).



АРМЕНИЯ

Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Внешний
сектор

Россия

Казахстан



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Рисковый
сценарий



По итогам 2025 года экономический рост составил 7,2%. Резкое ускорение экономической активности произошло в IV квартале из-за влияния конъюнктурных факторов; без их учета прирост ВВП, по нашим оценкам, находился бы на уровне 6,0%.

В 2026 году ожидается, что экономический рост замедлится до 5,7%, а экономика перейдет к более устойчивой и умеренной траектории роста. Основной причиной станет замедление потребительского и инвестиционного спроса по мере сворачивания стимулирующих программ в ипотечном кредитовании. Тем не менее внутренний спрос останется ключевым фактором поддержки экономической активности.

Внешнеэкономический контур при этом выглядит более волатильным, что может найти отражение в инфляционной динамике. Прогнозируемый рост международных цен на продовольствие и энергоресурсы способен повысить уровень инфляции в Армении до 4% дек/дек (против 3,3% годом ранее), что соответствует верхней границе целевого диапазона Центрального банка ($3,0 \pm 1,0\%$).

Дефицит бюджета по сравнению с 2025 годом увеличится с 3,7% до 4,2% ВВП на фоне опережающего роста расходов бюджета, в основном на цели финансирования возросших текущих расходных обязательств в секторах социального обеспечения, здравоохранения и образования.

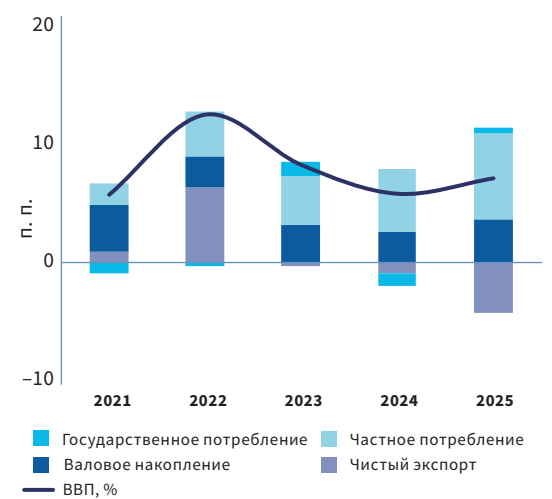
Согласно базовому сценарию, в 2027-2028 годах темпы экономического роста будут близки к потенциальному уровню (около 5,0%). Ожидается, что в среднесрочном периоде денежно-кредитная политика продолжит курс на удержание инфляции вблизи целевого показателя. Фискальная политика будет носить более сдерживающий характер, и по итогам 2028 года дефицит бюджета сократится до 2,8% ВВП. Дефицит счета текущих операций в 2026-2028 годах сохранится на уровне около 4,6% ВВП.

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

По итогам 2025 года экономика Армении выросла на 7,2% г/г против 5,9% годом ранее — основное ускорение пришлось на IV квартал 2025 года, когда возобновился реэкспорт золота

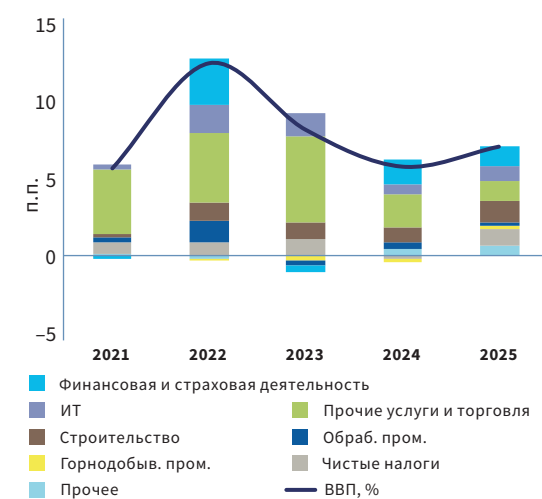
и драгметаллов. В результате за последний квартал 2025 года ВВП страны вырос на 9,8% г/г после 6,2% г/г в III квартале. Сезонно сглаженные оценки также указывают на ускорение роста: с 1,9% кв/кв в III квартале до 2,4% кв/кв в IV квартале 2025 года, что заметно выше среднеквартального роста за последние 3 года (1,6%).

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по использованию



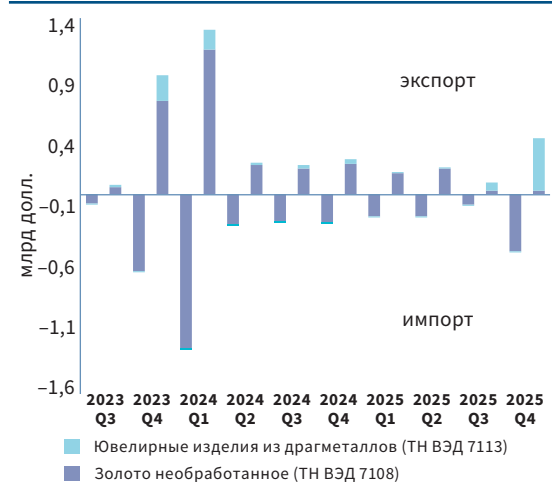
Источник: Армстат.

Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



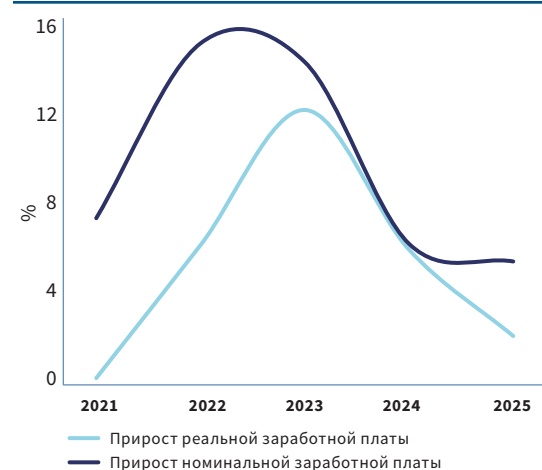
Источник: Армстат.

Рисунок 3. Динамика экспорта и импорта драгоценных металлов



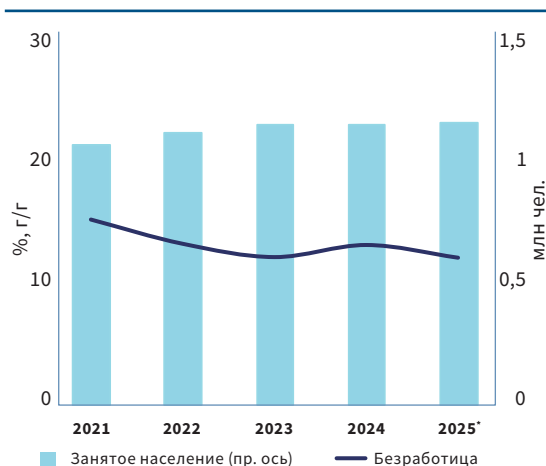
Источник: Армстат.

Рисунок 4. Динамика заработной платы



Источник: ЦБ РА, Армстат.

Рисунок 5. Динамика уровня занятости и безработицы



*Оценки ЕФСР.

Источник: Армстат.

В целом по итогам 2025 года основным драйвером роста оставался внутренний спрос, вклад которого составил 7,8 п. п. (Рисунок 1). Потребительскую активность поддерживали высокие темпы роста потребительского кредитования (29,6% г/г) и увеличение объема денежных переводов (24,5%). Дополнительный импульс росту обеспечивал инвестиционный спрос (+3,7 п. п.) за счет высокой активности жилищного строительства и государственных инвестиций. Несмотря на восстановление реэкспорта золота в IV квартале, совокупный вклад чистого экспорта по итогам года остался отрицательным (-4,3 п. п.).

В отраслевом разрезе основной вклад в экономический рост внесли строительство (1,5 п. п.), финансовый сектор (1,3 п. п.), сфера информации и связи (1,0 п. п.) (Рисунок 2). Динамика обрабатывающей промышленности в течение года выглядела достаточно слабо, рост в 2,0% г/г стал возможен из-за активизации операций с золотом и драгоценными металлами

в IV квартале. Это также послужило важным фактором ускорения экономической динамики — без реэкспорта рост ВВП по итогам года составил бы около 6,0% (Рисунок 3)¹, что соответствовало нашим прогнозным оценкам на 2025 год.

Ускорение экономического роста в 2025 году транслировалось в умеренный рост спроса на рабочую силу и снижение безработицы. В условиях увеличения занятости на 0,2% в 2025 году уровень безработицы снизился до 12,4% против 13,4% в 2024 году (Рисунок 5). В то же время годовой прирост реальной заработной платы продолжил замедляться, составив 2,2% против 6,1% годом ранее (Рисунок 4).

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Инфляция в 2025 году оставалась умеренной и находилась вблизи целевого диапазона. По итогам декабря 2025 года инфляция составила 3,3% (против 1,5% дек/дек 2024 года), тогда как базовая инфляция в годовом выражении ускорилась до 4,3% (против 0,9% по итогам 2024 года). Динамика в течение года указывает лишь на краткосрочное превышение целевого диапазона — в мае инфляция ускорилась до 4,3% г/г, главным образом

¹ Исходя из предпосылки, что рост подсектора «металлургическая промышленность» (код 24) в обрабатывающей промышленности в IV квартале 2025 года был обусловлен операциями по реэкспорту золота, был проведен перерасчет прироста ВВП по производственному методу без учета данного фактора.

ВРЕЗКА 1

МНЕНИЕ РЕГУЛЯТОРА: ВРЕЗКА ОБ ОСОБЕННОСТЯХ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ²

ЦБ РА провел исследование по оценке структурного спроса на кредиты и депозиты в банковской системе Армении за 2012-2024 годы, что позволяет точнее судить о конкуренции между банками. Результаты показывают, что банковский сектор в республике сегментирован по валютам и срокам, а ценовая чувствительность к ставкам существенно различается между кредитным и депозитным рынками. На кредитном рынке спрос более чувствителен к ставкам: коэффициент эластичности находится в диапазоне 7–15*, тогда как на депозитном рынке — на уровне 0,5-3,5*. Более низкая чувствительность к ставкам в депозитном сегменте отражает значительную роль неценовых факторов: доверие к банку, репутация, удобство обслуживания и т. д. В периоды шоков и консолидации, в том числе в 2015-2016 годах, чувствительность клиентов к процентным ставкам в целом снижалась. Таким образом, можно предположить, что рыночные ставки по кредитам и депозитам определяются не только изменениями ключевой ставки ЦБ.

* Ценовая эластичность показывает, на сколько процентов меняется спрос при изменении процентной ставки на 1%. В исследовании эти показатели рассчитываются на основе структурной модели спроса по квартальным данным о банках, валютах и сроках банковских продуктов.

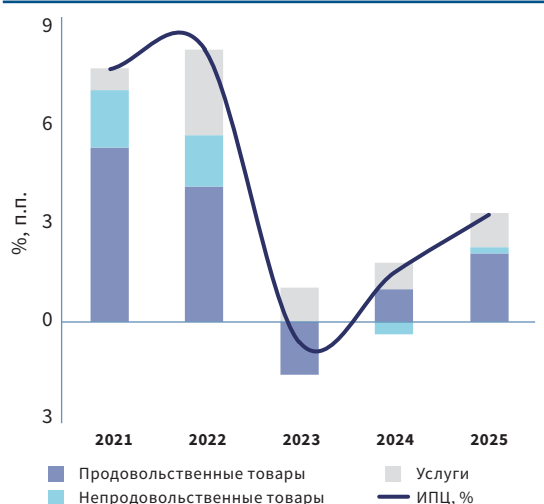
² Исследование ЦБ РА «Elasticities at the crossroads: Measuring competition in Armenia's banking sector working paper» WP-2025-07. Доступно на: <https://www.cba.am/en/Publication/9307/>.

вследствие роста цен на отдельные продовольственные товары (фрукты и овощи). Однако уже в июне динамика цен вернулась к 3,9% г/г с последующим замедлением. В целом по итогам года основной вклад в рост цен обеспечили продовольственные товары (2,1 п. п.). На услуги пришлось 1,0 п. п., тогда как вклад непродовольственных товаров был незначительным — 0,2 п. п. (Рисунок 6). Первые месяцы 2026 года указывают на нарастание инфляционного давления: по итогам января 2026 года темпы инфляции ускорились до 3,8%, а в феврале достигли 4,3% г/г.

В 2025 году Центральный банк продолжил цикл снижения ставки, однако влияние этого смягчения на ставки банковского сектора осталось ограниченным. В течение года регулятор дважды снижал ставку: в феврале и декабре, в сумме на 50 б. п., до 6,5% годовых³. В банковском секторе корректировки процентных ставок

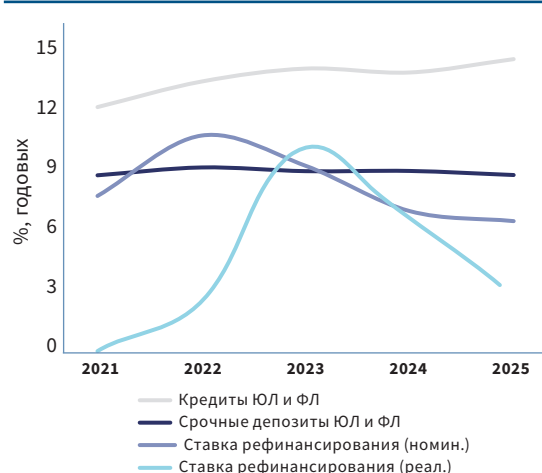
³ На заседании Совета ЦБ РА, состоявшегося 16 декабря 2025 года, было принято решение снизить ставку рефинансирования еще на 0,25 п. п., установив ее на уровне 6,5%. Доступно на: https://old.cba.am/RU/News/Pages/news_16122025.aspx#sthash.9MDwheTo.dpbs.

Рисунок 6. Инфляция (г/г, на конец периода)



Источник: Армстат.

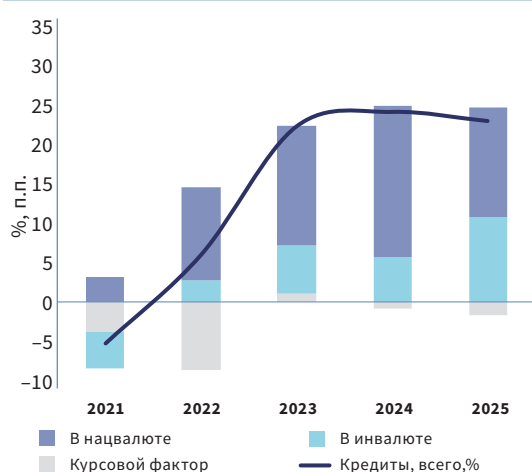
Рисунок 7. Процентные ставки (на конец периода)



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

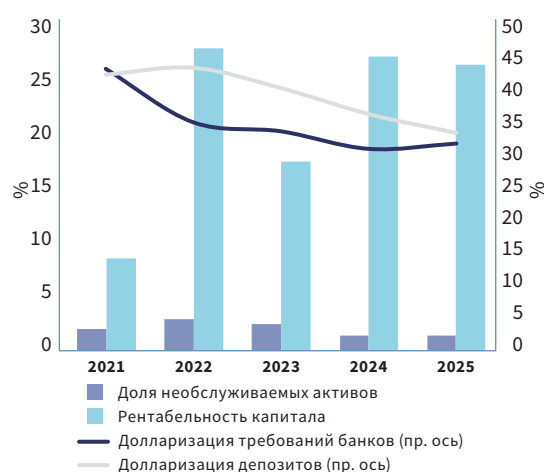
Источник: ЦБ РА, Армстат.

Рисунок 8. Прирост кредитов коммерческих банков



Источник: ЦБ РА.

Рисунок 9. Показатели банковского сектора



Источник: ЦБ РА.

по кредитам и срочным депозитам были ограниченными. В частности, если средневзвешенные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте снизились на 0,2 п. п. по итогам 2025 года, то по кредитам, напротив, выросли на 0,5 п. п. (Рисунок 7).

Темпы роста кредитования по итогам года сохранились на высоком уровне, несмотря на некоторое замедление кредитной активности во второй половине. В 2025 году рост составил 23% против 24,2% в 2024 году (Рисунок 8). Замедление наблюдалось в первую очередь по линии ипотечных кредитов

на фоне высокой базы 2024 года⁴. Кредитная активность в сферах строительства, потребительского кредитования и услуг оставалась высокой (около 30% г/г). При этом на фоне активного кредитования показатели финансовой устойчивости банковской системы сохраняли стабильность: доля необслуживаемых кредитов по-прежнему на минимальных значениях — 1,3% (Рисунок 9).

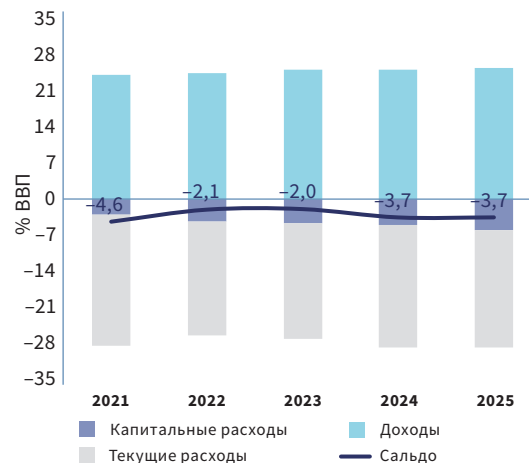
БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

В 2025 году фискальная политика носила, по нашим оценкам, нейтральный характер. По итогам года государственный бюджет был исполнен с первичным дефицитом на уровне 0,6% ВВП, что соответствовало уровню предыдущего года. Общий дефицит, составивший 3,7% ВВП (при запланированных 5,5% ВВП), сложился в результате недоисполнения расходов утвержденного бюджета при одновременном перевыполнении плана по доходной части (Рисунок 10).

Рост доходной части бюджета был обусловлен перевыполнением плана по сбору налогов, компенсировавшим сокращение неналоговых поступлений и грантов. Налоговые поступления увеличились до 25,4% ВВП (на 0,6 п. п.), в основном за счет заметного роста сборов по НДС (на 0,7 п. п.) и налога на прибыль

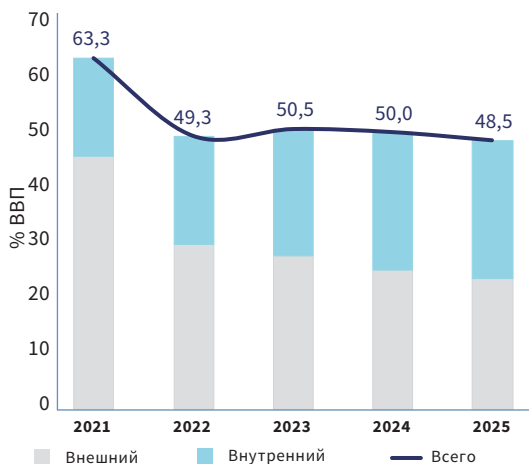
⁴ Резкий рост кредитования в связи с завершением госпрограммы, компенсирующей процентные платежи по ипотеке в Ереване.

Рисунок 10. Государственный бюджет



Источник: Министерство финансов Республики Армения.

Рисунок 11. Государственный долг



Источник: оценки ЕФСР.

(на 0,3 п. п.). Рост этих налогов обусловлен как повышением эффективности налогового администрирования, так и исполнением отложенных налоговых обязательств по строительным проектам, возникшим годом ранее. Вместе с тем по отдельным статьям наблюдалось снижение поступлений, в частности по экологическим сборам (-0,4 п. п.) за счет снижения поступлений роялти

и таможенным пошлинам (-0,1 п. п.). На фоне сокращения неналоговых доходов и грантов на 0,5 п. п. общие доходы бюджета увеличились на 0,2 п. п., до 25,5% ВВП.

Несмотря на невыполнение плана 2025 года по расходам, их фактический уровень возрос на 0,2 п. п., до 29,2% ВВП, исключительно за счет наращивания капитальных расходов. Инвестиционные расходы бюджета, несмотря на невыполнение плана на 5,7%, выросли до 6,1% ВВП (на 0,8 п. п.) и были направлены в основном на инфраструктурные проекты и оборону. Текущие расходы, план по которым был недовыполнен на 3,5%, сократились до 23,1% ВВП (-0,6 п. п.). Сокращение наблюдалось практически по всем статьям, однако особо значимо — по трансфертам, социальным пособиям и пенсиям (-0,6 п. п. суммарно), что частично объясняется меньшим, чем планировалось, количеством получателей пенсий.

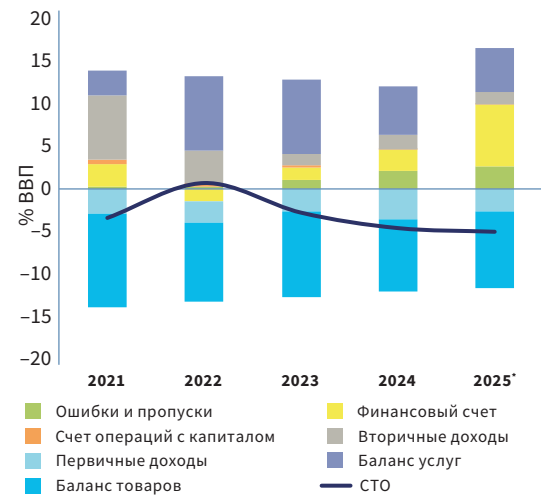
Уровень государственного долга снизился с 50,0% ВВП в 2024 году до 48,5% ВВП по итогам 2025 года. Факторами ослабления долговой нагрузки стали рост ВВП и укрепление обменного курса нацвалюты (Рисунок 11).

ВНЕШНИЙ СЕКТОР⁵

Дефицит счета текущих операций в 2025 году расширился до 5,0% ВВП против 4,6% ВВП годом ранее. Баланс торговли товарами ухудшился на фоне снижения объемов реэкспорта

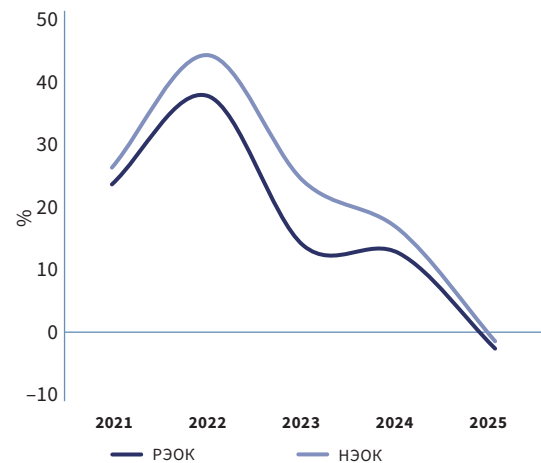
⁵ Оценки ЕФСР.

Рисунок 12. Платежный баланс



*Оценки ЕФСР.
Источник: ЦБ РА.

Рисунок 13. Реальный и номинальный эффективный обменный курс (г/г)



Примечание: (+) укрепление РЭОК.
Источник: ЦБ РА.

драгоценных металлов и камней по сравнению с 2024 годом (см. Рисунок 3): стоимостной объем экспорта товаров сократился на 36,1% при снижении импорта товаров на 23,6%. По внешнему сектору происходило восстановление туристического потока и рост личных трансфертов: число туристов увеличилось на 2,5% г/г,

а приток трансфертов — примерно на 24,5% на фоне укрепления российского рубля к доллару (Рисунок 12).

Приток средств по финансовому счету составил около 7,2% ВВП (после притока на 2,5% ВВП годом ранее). Основным источником стали портфельные инвестиции (3,0% ВВП), а также прочие инвестиции (3,2% ВВП), приток по которым сформировался в результате сокращения иностранных активов и увеличения обязательств перед нерезидентами.

В течение 2025 года для сглаживания чрезмерного укрепления национальной валюты ЦБ РА приобрел иностранную валюту в размере 1,8 млрд долларов. По итогам 2025 года валовые международные резервы значительно увеличились по сравнению с 2024 годом — на 38,0%, до 5,1 млрд долларов⁶ (4,0 месяца импорта)⁷.

Армянский драм незначительно ослаб. Реальный эффективный обменный курс снизился в декабре на 2,7% г/г, в основном за счет ослабления по отношению к российскому рублю (26,2%) и евро (7,6%) (Рисунок 13).

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

В 2026 году армянская экономика перейдет к более устойчивой и умеренной траектории роста. По нашим оценкам, реальный ВВП увеличится на 5,7%. Вместе с тем замедление

экономической активности будет менее выраженным, чем предполагалось: по сравнению с предыдущим прогнозом оценка роста на 2026 год повышена на 0,6 п. п. Это объясняется переносом положительного фискального импульса с 2025 на 2026 год, а также ожидаемым ростом в горнодобывающем секторе благодаря запуску проекта «Амулсар». Дополнительным источником роста может стать увеличение туристического потока в связи с проведением COP17 и 8th European Political Community Summit. Потребительское кредитование и высокая активность в строительном секторе, несмотря на некоторое охлаждение, останутся факторами поддержки роста.

В среднесрочной перспективе экономика перейдет к более сбалансированной траектории роста (около 5%)⁸. Потребительский и инвестиционный спрос при этом будут постепенно замедляться, но останутся фундаментальными факторами, определяющими экономическую динамику. Поддержка со стороны кредитования и внутренних инвестиций, особенно в жилищное строительство (вплоть до завершения программы по компенсации процентных платежей в ипотечном кредитовании) по-прежнему будет сохраняться.

У базового прогноза есть как понижающие, так и повышающие риски, связанные с внутренними и внешними факторами (подробнее — в разделе «Рисковый сценарий»).

⁶ По итогам января 2026 года ВМР увеличились до 5,2 млрд долларов.

⁷ Оценки ЕФСР.

⁸ Оценка ЦБ РА, опубликованная в «Отчете об инфляции» 16 сентября 2025 года (потенциальный уровень 4,5–5,0%). Доступно на: https://old.cba.am/AM/ppperiodicals/MPR_2025Q3_ARM.pdf.

Положительный разрыв выпуска и внешний инфляционный фон остаются ключевыми факторами давления на цены в 2026 году. В условиях ускорения инфляции в феврале (выше целевого ориентира ЦБ РА), ожидаемого усиления ценового давления и планируемой более стимулирующей фискальной политики может потребоваться ужесточение ДКП. В среднесрочной перспективе инфляция ожидается в пределах целевого диапазона 3% ($\pm 1,0$).

Фискальная политика в 2026 году будет иметь более стимулирующий характер на фоне опережающего роста текущих расходов, однако в 2027–2028 годах ожидается постепенная консолидация; снижение уровня общего дефицита и переход первичного сальдо в положительную зону. После ожидаемого увеличения госрасходов до 29,7% ВВП в 2026 году (с апреля 2026 года планируется повышение пенсионных выплат, не предусмотренное утвержденным государственным бюджетом на 2026 год) их объем, как ожидается, стабилизируется на уровне 28–29% ВВП в 2027–2028 годах. Доходы Правительства будут постепенно расти в результате реализации налоговых реформ, включая оптимизацию налоговых расходов и повышение эффективности налогового администрирования. Росту налоговых поступлений будет способствовать увеличение акцизов и государственных пошлин, что обусловлено ежегодным повышением ставок на табак и алкоголь, а также поэтапным увеличением налога на имущество до 2026 года⁹. По прогнозам, к концу 2028 года объем

налогов достигнет уровня 24,4% ВВП (против 24,1% ВВП по итогам 2025 года). Дефицит бюджета, в 2026 году прогнозируемый на уровне 4,2%, в последующие два года сократится до 3,5% и 2,8% ВВП, тогда как первичное сальдо в эти годы ожидается профицитным на уровне 0,2–0,7% ВВП. Процесс консолидации в части расходов и их структуры будет определяться необходимостью поддержания долговой стабильности: согласно бюджетному правилу, при достижении государственным долгом диапазона 50–60% ВВП рост текущих расходов должен ограничиваться средним ростом ВВП за предыдущие 7 лет. В связи с этим Правительство Армении разрабатывает программу по снижению уровня долговой нагрузки, предусматривающую сокращение текущих расходов в 2027–2028 годах относительно 2026 года.

Дефицит счета текущих операций, согласно базовому сценарию, сохранится на умеренно устойчивом уровне — 4–5% ВВП. По итогам 2026 года, по сравнению с 2025 годом, дефицит сократится с 5% до 4,5% ВВП, что в основном будет обусловлено опережающим ростом экспорта по сравнению с импортом в результате запуска золотого рудника «Амулсар». В 2027–2028 годах дефицит СТО в среднем составит 4,4% ВВП. При этом международные резервы останутся на стабильном уровне — 3,8 месяца импорта в период 2026–2028 годов.

⁹ Налоговый кодекс Республики Армения, статья 88 и 233. Доступно на: <https://www.arlis.am/hy/acts/205620>.

**ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ**

	2024 Факт	2025 Факт	2026 Оценка	2027 Прогноз	2028 Прогноз
Национальные счета и цены (в %)					
Номинальный ВВП					
в млрд драмов	10 193	11 317	12 564	13 646	14 820
в млрд долларов	25,9	29,2	32,7	34,5	36,8
Прирост реального ВВП	5,9	7,2	5,7	5,0	5,0
ИПЦ (дек., г/г)	1,5	3,3	4,0	3,0	3,0
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, % изменения	13,7	17,8	16,2	11,5	9,3
Государственные финансы (в % ВВП)					
Доходы и гранты	25,3	25,5	25,5	25,5	25,6
налоговые поступления	23,5	24,1	24,2	24,3	24,4
Расходы бюджета	29,0	29,2	29,7	29,0	28,3
Текущие расходы	23,7	23,1	24,1	23,7	22,9
Капитальные расходы	5,3	6,1	5,6	5,3	5,4
Баланс бюджета («-» дефицит / «+» профицит)	-3,7	-3,7	-4,2	-3,5	-2,8
Внешний сектор (в % ВВП)*					
Счет текущих операций	-4,6	-5,0	-4,5	-4,4	-4,4
Прямые иностранные инвестиции	0,5	1,6	1,7	1,8	1,8
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	2,2	4,0	3,8	3,8	3,8

* Оценка для 2025 года.

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов.



БЕЛАРУСЬ

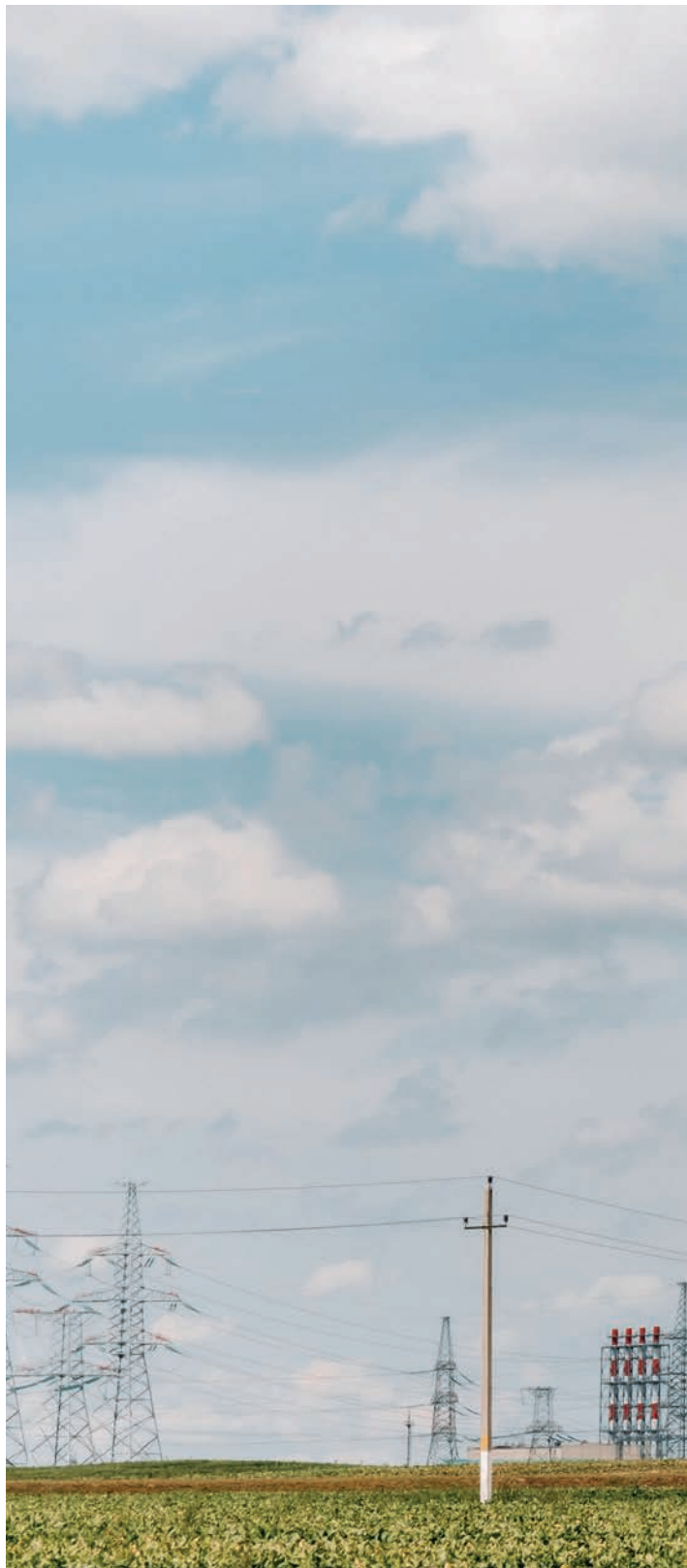
Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Внешний
сектор

Россия

Казахстан



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Рисковый
сценарий



В 2025 году белорусская экономика замедлялась. Прирост реального ВВП за год составил 1,3% (против 4,4% в 2024 году). Ключевыми факторами ослабления роста стали слабый внешний спрос и замедление потребительской активности. Поддержку экономике в 2025 году оказывал рост инвестиций, хотя и их динамика к концу года существенно замедлилась.

По итогам года инфляция составила 6,8% г/г (против 5,2% в 2024 году). Повышенный инфляционный фон в России, резкий рост цен на плодоовощную продукцию и ослабление ценового контроля привели к ускорению инфляции в первой половине года. По мере охлаждения экономики во второй половине года действие проинфляционных факторов ослабевало, что способствовало замедлению роста цен.

Сокращение внешнего спроса, с одной стороны, и замедление внутреннего, с другой, обеспечили сохранение дефицита внешней торговли на уровне предыдущего года. Повышенной волатильности на валютном рынке не наблюдалось, а покупка Национальным банком Республики Беларусь валюты на внутреннем рынке способствовала пополнению резервов.

В среднесрочной перспективе относительно слабый внешний спрос в условиях охлаждения внутреннего обусловит дальнейшее снижение темпов экономического роста. Негативный эффект переноса слабой экономической активности конца 2025 года отразится на темпах прироста реального ВВП в 2026 году, который ожидается на уровне 0,4%. В последующие годы экономический рост прогнозируется вблизи своего равновесного уровня в 1-2%. Сокращение давления со стороны внутреннего спроса, снижение напряженности на рынке труда и замедление роста цен в России будут способствовать постепенному приближению инфляции к среднесрочной цели в 5%.

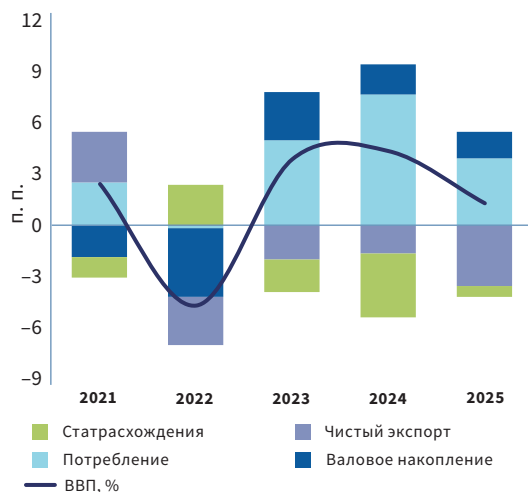
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

Экономическая активность в Беларуси существенно замедлилась в 2025 году. Прирост реального ВВП за 2025 год составил 1,3% г/г против 4,4% г/г в 2024 году. При этом наиболее заметно охлаждение экономики проявлялось со II квартала 2025 года. По нашим оценкам, прирост сезонно сглаженного реального ВВП за последние три квартала 2025 года сложился близким к нулю: для сравнения, среднеквартальный рост в 2024 году был около 0,8%. В результате положительный разрыв выпуска постепенно сокращался.

Экономическая активность Беларуси определялась снижением внешнего спроса и замедлением роста внутреннего потребления. При этом внутреннее потребление, несмотря на охлаждение, оставалось ключевым фактором экономического роста (Рисунок 1), обеспечивая положительный вклад в прирост реального ВВП по итогам 2025 года (+4 п. п. против 7,6 п. п. в 2024 году). Реальный рост торговли за 2025 год увеличился на 6,6%, но сезонно скорректированные цифры уже со II квартала демонстрировали околонулевую динамику.

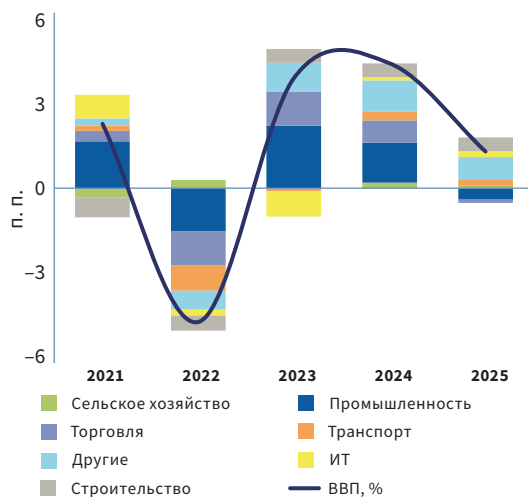
Инвестиции оказывали поддержку экономическому росту в 2025 году. Прирост инвестиций в основной капитал за 2025 год составил 11,3% г/г (против 10,4% годом ранее). Сохранение высоких темпов роста, по нашему мнению, было обеспечено стимулирующей инвестиционной политикой, ориентированной на предоставление

Рисунок 1. Декомпозиция прироста ВВП по методу использования



Источник: Белстат.

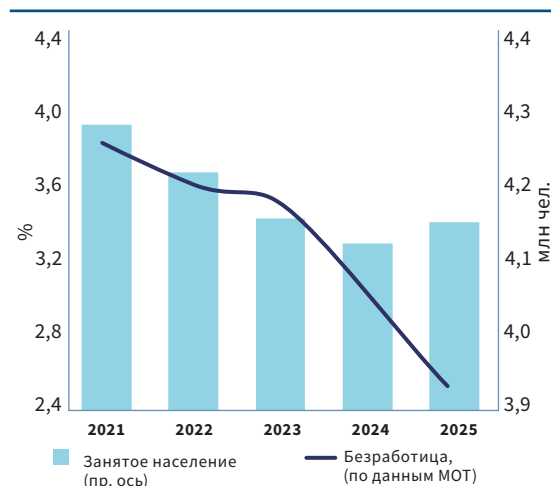
Рисунок 2. Декомпозиция прироста ВВП по производству



Источник: Белстат.

обширных налоговых льгот с 2024 года. В 2025 году инвестиции в наибольшей степени росли за счет кредитов банков (прирост на 45,6% г/г), в том числе льготных (+67,8%), а также средств местных бюджетов (на 25,3%). Тем не менее накопленный эффект принятых ранее мер постепенно снижался: сезонно сглаженная динамика инвестиций

Рисунок 3. Динамика уровня занятости и безработицы

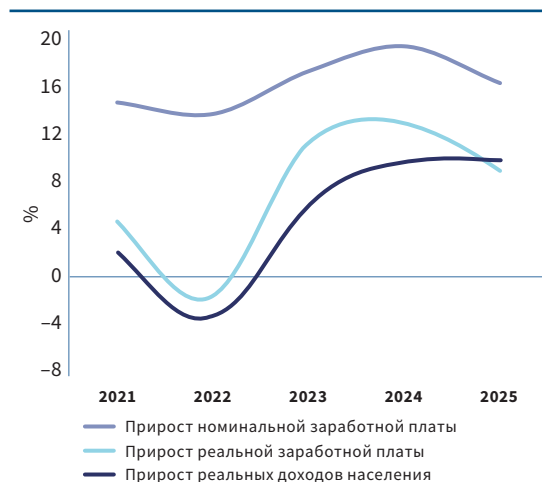


Источник: Белстат.

демонстрировала их сокращение на 8,5% в IV квартале 2025 года.

На фоне спада в промышленности ключевыми драйверами экономического роста стали строительство и сектор услуг. В условиях слабого внешнего спроса объем промышленного производства за 2025 год сократился на 1,8% г/г. Стагнация в промышленности сопровождалась дальнейшим увеличением складских запасов: до 80,3% от среднемесячного объема производства в декабре 2025 года (63,5% годом ранее). При этом ситуация в подотраслях промышленности неоднородна, о чем свидетельствует рост доли убыточных организаций (с 13% до 16,8% от общего количества) на фоне общего увеличения чистой прибыли (на 35,5%) и рентабельности продаж (с 8% до 9%) в целом в секторе промышленности. На динамике оптовой торговли негативно сказалось сокращение внешних поставок: за 2025 год сектор сократился на 4,9% г/г после роста

Рисунок 4. Динамика заработной платы



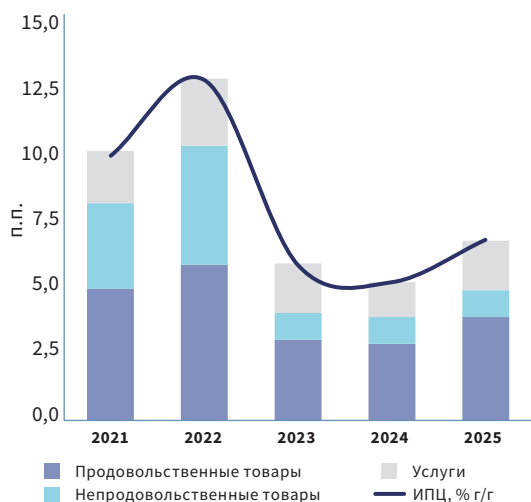
Источник: Белстат.

на 3,1% г/г годом ранее. Строительство, поддерживаемое ростом инвестиций, напротив, обеспечило положительный вклад в экономическую активность. Рост продолжался в 2025 году в ИТ-секторе и секторе услуг (Рисунок 2).

Ситуация на рынке труда оставалась напряженной, хотя замедление экономической активности и привлечение внешней трудовой миграции способствовали ее постепенному смягчению. Уровень безработицы¹ в 2025 году продолжал снижаться и по итогам года составил рекордно низкие 2,5% (3,0% годом ранее). Численность занятых в 2025 году увеличилась на 0,7% г/г впервые после ежегодного снижения на 1% в течение предыдущих 5 лет (Рисунок 3). Такая динамика могла быть обусловлена мерами по облегчению трудоустройства иностранных граждан, что частично компенсировало негативное

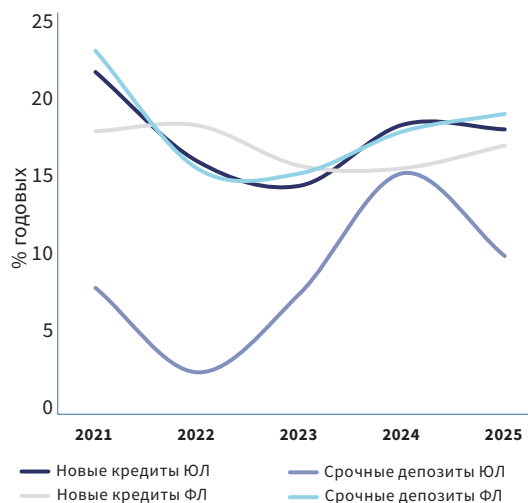
¹ В соответствии с критериями МОТ.

Рисунок 5. Декомпозиция инфляции



Источник: Белстат.

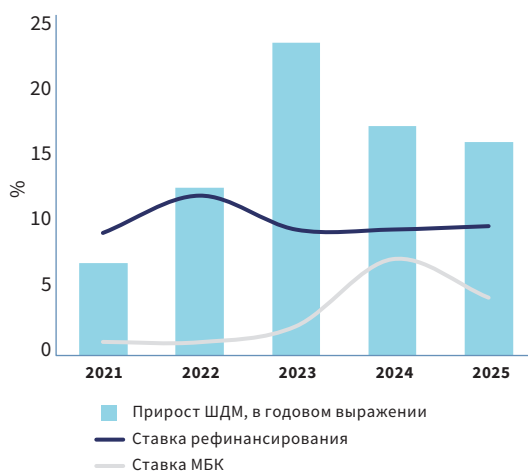
Рисунок 7. Процентные ставки по новым кредитам и депозитам



Источник: НБРБ.

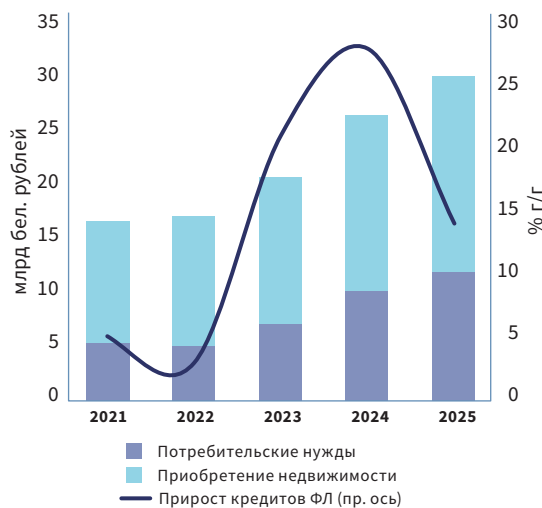
влияние демографических факторов. Дополнительную роль сыграло усиление с 2025 года контроля за учетом лиц, не занятых в экономике. Рост численности занятых происходил на фоне замедления экономики и повышенного инфляционного фона, что в совокупности ослабляло рост реальных заработных плат (Рисунок 4).

Рисунок 6. Динамика монетарных индикаторов (на конец периода)



Источник: НБРБ.

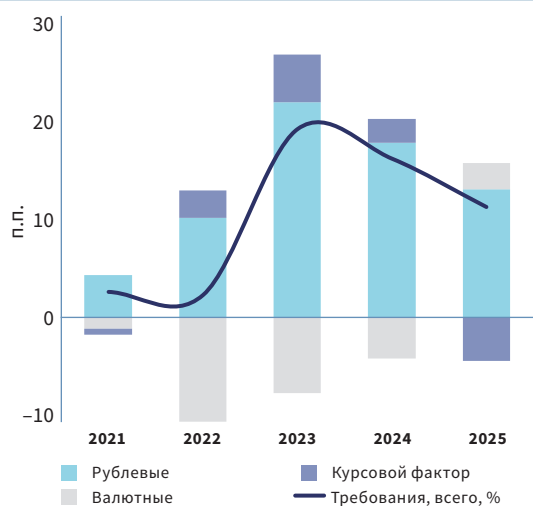
Рисунок 8. Кредиты населению (на конец периода)



Источник: НБРБ.

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Инфляция в Беларуси хоть и осталась повышенной в 2025 году,

Рисунок 9. Декомпозиция годового прироста требований банков к экономике

Источник: НБРБ.

но давление со стороны проинфляционных факторов постепенно ослабевало. По итогам 2025 года прирост потребительских цен составил 6,8% г/г (против 5,2% в 2024 году) при целевом показателе «не более 5%» (Рисунок 5), а базовая инфляция ускорилась до 7,3% (против 5,5% в 2024 году). Проинфляционные факторы в большей мере проявлялись в первой половине года и были связаны с высокой инфляцией в России, быстрым ростом цен на плодоовощную продукцию из-за низкого урожая годом ранее и сформировавшимся внутренним перегревом экономики. В дополнение к этому краткосрочный проинфляционный эффект имело и сокращение перечня товарных позиций, находящихся под ценовым контролем. Во второй половине 2025 года влияние указанных факторов постепенно снизилось, а укрепление обменного курса к доллару США способствовало ограничению импортируемой инфляции. Так, показатель сезонно сглаженной аннуализированной

инфляции в IV квартале 2025 года составил, по нашим оценкам, 4,2% после 11,5% и 10,3% во II и III кварталах соответственно.

Денежно-кредитная политика была направлена на поддержание баланса между целями ограничения инфляции и стимулированием инвестиционной активности. Национальный банк продолжал проводить дифференцированную процентную и макропруденциальную политику в различных сегментах кредитно-депозитного рынка. Это проявлялось в формировании более высоких процентных ставок в розничном сегменте банковского сектора при сдержанном росте и (или) снижении ставок в корпоративном сегменте (Рисунки 6, 7). В 2025 году НБРБ повысил пруденциальные нормативы РВСП² по новым кредитам и долгосрочным депозитам физических лиц (с 18,2% и 15,3% до 19,1% и 15,6% соответственно). В то же время для юридических лиц была выделена новая категория инвестиционных кредитов, по которой значение РВСП к концу года было снижено до 12% после 12,9% в марте 2025 года. Рост процентных ставок по кредитам населению обусловил замедление роста кредитования (16,6% г/г после 26,8% в сентябре 2025 года и 45,9% по итогам 2024 года) (Рисунок 8). При этом общий прирост требований банков и Банка развития к экономике также замедлился и по итогам 2025 года составил 10,8% г/г (после 12,6% г/г в сентябре 2025 года и 17,2% за 2024 год) (Рисунок 9).

² Расчетная величина стандартного риска. Установление банками ставок выше указанного порога трактуется как рискованная бизнес-модель и влечет установление повышенных пруденциальных требований.

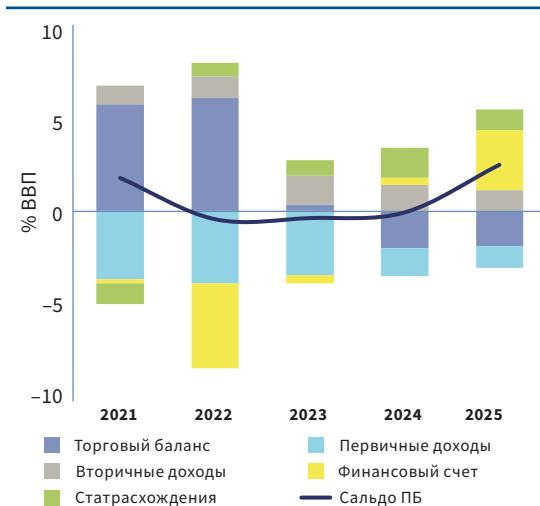
ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Сохранение внешнеторгового дефицита происходило на фоне сдержанного внешнего спроса и замедления внутреннего. Дефицит СТО в 2025 году составил 1,9% ВВП (2,1% ВВП годом ранее), что полностью объясняется дефицитом в торговых потоках (Рисунок 10). Важно отметить, что при некотором росте стоимостных объемов экспорта и импорта товаров и услуг (на 4,2% и 4,6% соответственно) в относительном выражении объемы экспорта и импорта снизились до 54,9% и 56,9% ВВП (63,1 и 65,1% ВВП годом ранее). Такая ситуация связана с достаточно быстрым ростом долларowego эквивалента ВВП (на 17,1%) в условиях укрепления белорусского рубля к доллару.

По финансовому счету сохранялся профицит. Приток средств по финансовому счету заметно увеличился и составил 3,2% ВВП после притока на 0,4% ВВП годом ранее. Ключевыми источниками его формирования стали реинвестирование доходов прямыми иностранными инвесторами (1,4% ВВП), а также приток средств по прочим инвестициям (2,5% ВВП) за счет сокращения иностранных активов (использование накопленных в предыдущие годы запасов наличной иностранной валюты и депозитов).

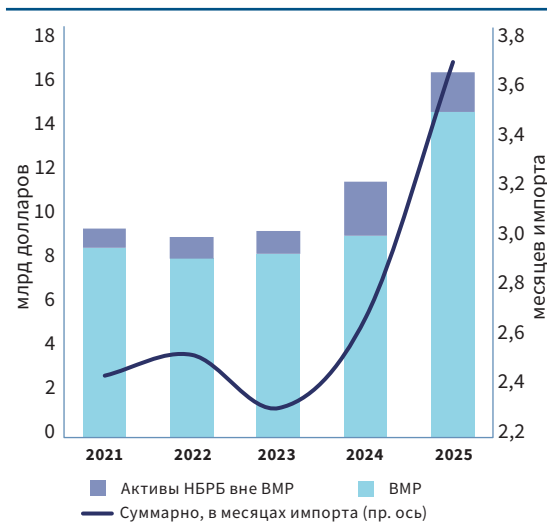
Улучшение платежного баланса способствовало покупкам валюты НБРБ и стабильности белорусского рубля. Ситуация на внутреннем валютном рынке в 2025 году характеризовалась чистым предложением валюты, в том числе около 1,6 млрд

Рисунок 10. Платежный баланс



Источник: НБРБ, Белстат.

Рисунок 11. Динамика активов НБРБ в иностранной валюте



Источник: НБРБ, расчеты ЕФСР.

долларов со стороны населения. Такая ситуация позволяла осуществлять покупку валюты на внутреннем рынке, пополняя резервы и, как следствие, ограничивая укрепление обменного курса. За 2025 год курс белорусского рубля к доллару укрепился на 15,7% (декабрь к декабрю), во многом следуя за динамикой курса российского

рубля. При этом средний номинальный эффективный курс за год потерял в стоимости 1,9%.

Рост мировых цен на золото и покупка валюты на внутреннем рынке способствовали увеличению резервов НБРБ.

В 2025 году только за счет роста мировых цен на золото ВМР увеличились на 2,9 млрд долларов. Параллельно с этим происходила покупка НБРБ валюты на внутреннем рынке. Суммарно официальные резервы и иные активы НБРБ в иностранной валюте за указанный период выросли на 4,8 млрд долларов и на 1 января 2026 года составили 16,1 млрд долларов (3,7 месяца импорта) (Рисунок 11).

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

Оценка экономического роста и инфляции в Республике Беларусь в 2026 году была снижена по сравнению с предыдущим прогнозом.

Прирост реального ВВП в 2026 году ожидается на уровне 0,4% после предыдущей оценки в 1,1%. Во многом это связано с эффектом переноса более быстрого, чем ожидалось, замедления экономики и, в частности, сокращением инвестиционной активности в IV квартале 2025 года. Оценка ожидаемой в 2026 году инфляции также была пересмотрена в сторону понижения под влиянием более сильного охлаждения экономики и более крепкого белорусского рубля.

Мы ожидаем, что внутренние и внешние экономические условия в целом останутся без изменений. Ограниченное

предложение рабочей силы продолжит оказывать давление на рост заработных плат. Денежно-кредитная и налогово-бюджетная политики будут нацелены на поддержание макроэкономической сбалансированности через поиск баланса между ограничением инфляционного давления и поддержкой экономического роста.

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР

Слабый внешний спрос и охлаждение внутреннего спроса станут ключевыми факторами замедления темпов экономического роста в Беларуси.

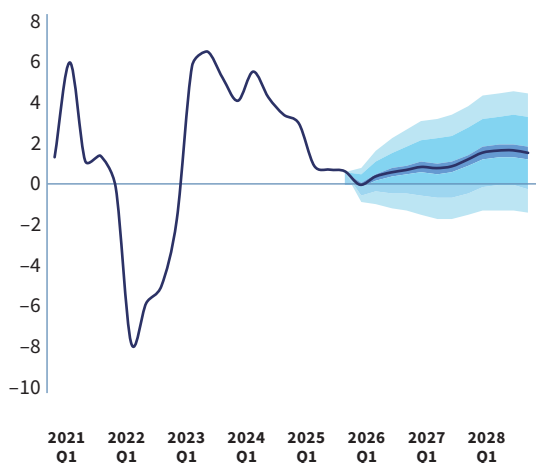
Рост реального ВВП по итогам 2026 года прогнозируется на уровне 0,4% (Рисунок 12), а в 2027–2028 годах темпы роста экономики ожидаются в диапазоне 1–2%. Закрывание положительного разрыва выпуска предполагается в первой половине 2027 года. Замедление экономической активности будет сопровождаться более умеренным, но относительно высоким ростом заработных плат в условиях структурных ограничений рынка труда: в 2026 году — около 6%; в 2027–2028 годах — более сбалансированные темпы в диапазоне 2–4%.

ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

Постепенное ослабление проинфляционного влияния внутреннего спроса и стабилизация внешнего инфляционного фона будут способствовать замедлению роста цен.

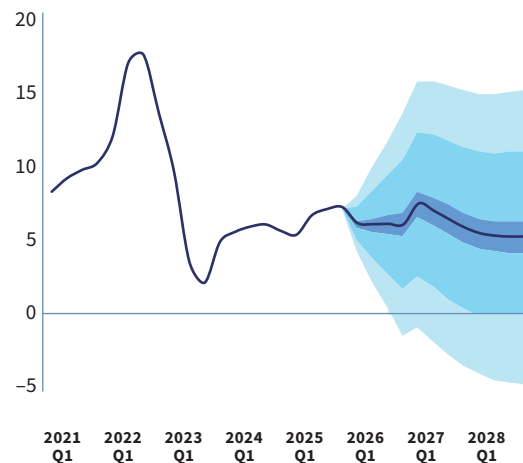
В таких условиях и под влиянием достаточно крепкого белорусского рубля инфляция по итогам 2026 года ожидается около 6% при целевом значении не более 7%.

Рисунок 12. Прогноз реального ВВП, % г/г



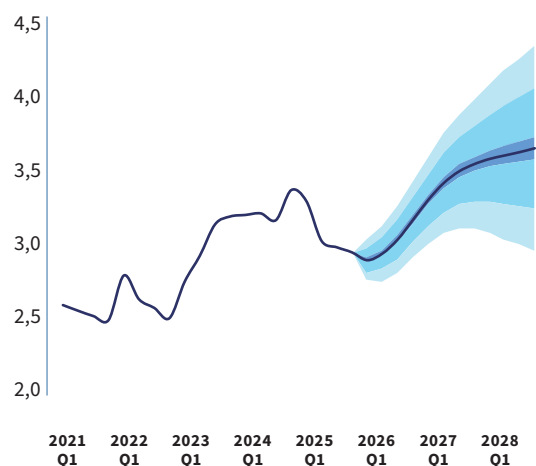
Источник: расчеты ЕФСР.

Рисунок 13. Прогноз инфляции, % г/г



Источник: расчеты ЕФСР.

Рисунок 14. Прогноз обменного курса USD/BYN



Источник: расчеты ЕФСР.

Примечание: диапазоны диаграмм на Рисунка 12–14 соответствуют доверительным интервалам 10%, 50% и 75%.

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР

В 2026 году фискальная политика будет нацелена на частичную амортизацию слабого спроса. Сальдо консолидированного бюджета ожидается дефицитным в размере 0,5% ВВП. При относительно стабильной динамике доходов бюджета одним из направлений фискальной поддержки, по нашему мнению, будет выступать рост заработных плат в бюджетном секторе. Однако общая динамика заработных плат замедлится на фоне ограниченного роста оплаты труда в частном секторе в условиях охлаждения экономики. Первичное сальдо при этом будет профицитным — около 0,5% ВВП в 2026–2028 годах.

В последующие годы по мере приближения ключевых макроэкономических показателей к своему равновесию инфляция ожидается в диапазоне 5–6% с дальнейшим выходом на среднесрочную цель 5% в 2028 году (Рисунок 13). Такая ценовая динамика, по нашему мнению, формирует условия для постепенного ослабления ценового контроля без необходимости заметного ужесточения денежно-кредитной политики.

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Сохранению внешнеэкономической сбалансированности будет способствовать прогнозируемое замедление роста внутреннего спроса. Дефицит сальдо СТО предполагается в размере 1% ВВП в 2026 году, а к 2028 году постепенно сократится до 0,2% ВВП. Ограничению дефицита СТО будет способствовать замедление

роста внутреннего спроса и некоторое улучшение ценовых условий внешней торговли за счет динамики номинального курса ([Рисунок 14](#)). Платежи по погашению и обслуживанию государственного долга будут формировать давление на резервы НБРБ. Тем не менее совокупный объем иностранных активов НБРБ ожидается в диапазоне 3–3,5 месяца покрытия импорта в эквиваленте.

**ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ**

	2024 Факт	2025 Факт	2026 Оценка	2027 Прогноз	2028 Прогноз
Национальные счета и цены (в %)					
Номинальный ВВП, млрд бел. рублей	255,1	290,5	327,7	360,8	389,9
Прирост реального ВВП	4,4	1,3	0,4	1,0	1,6
ИПЦ (дек., г/г)	5,2	6,8	6,1	5,9	5,0
Номинальная среднемесячная заработная плата, бел. рублей	2 272	2 693	3 028	3 351	3 658
Прирост реальной заработной платы	13,1	11,3	6,1	3,7	2,3
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, % изменения	17,3	16,1	10,6	11,2	9,1
Кредит экономике, % изменения	16,1	11,3	7,1	7,6	8,6
Ставка рефинансирования, % годовых	9,5	9,75	9,75	9,75	9,0
Государственные финансы (в % ВВП)					
Доходы бюджета	29,2	28,4	27,8	27,8	27,9
налоговые поступления	25,4	25,2	24,8	24,8	24,9
Расходы бюджета	28,6	28,2	28,4	28,1	28,0
Баланс бюджета («-» дефицит / «+» профицит)	0,6	0,2	-0,5	-0,3	-0,1
Первичное сальдо	1,7	1,5	0,7	0,9	0,9
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	-2,5	-1,9	-1,0	-0,3	-0,2
Прямые иностранные инвестиции (- приток; + отток)	2,1	1,7	1,6	1,6	1,6
Иностранные активы НБРБ*					
млрд долларов	11,3	13,5	14,1	14,7	15,6
в месяцах импорта товаров и услуг	2,6	3,0	3,2	3,4	3,5

* Официальные резервные активы + другие активы НБРБ в иностранной валюте.

** Данные по исполнению бюджета — оценка ЕФСР.

Источник: национальные ведомства и расчеты ЕФСР.



КЫРГЫЗСТАН

Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Внешний
сектор

Россия

Казахстан



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Рисковый
сценарий



В 2025 году экономика Кыргызской Республики продолжила двухзначный рост (+11,1% г/г) вследствие значительной потребительской и инвестиционной активности. В 2026 году в базовом прогнозе ЕФСР ожидается его замедление до 8,3% при сохранении быстрого роста строительства, торговли и промышленности. В последующие два года в условиях охлаждения внутреннего спроса рост экономики снизится до 6,7% и 6,3% соответственно.

В течение 2025 года в условиях перегрева экономики, повышения тарифов на электроэнергию и ускорения роста импортных цен происходило нарастание инфляционных процессов, из-за чего среднегодовая инфляция достигла 8,2% г/г (в декабре — 9,4% г/г). На прогнозном горизонте ожидается сохранение влияния проинфляционных факторов, вследствие чего в 2026 году средняя инфляция сложится на уровне 7,7%, превышая целевой диапазон НБКР (5-7%). В последующие годы инфляция замедлится в среднем до 6,3% благодаря ожидаемому ужесточению ДКП и охлаждению экономики.

Республиканский бюджет, исполненный с профицитом в 2023-2025 годах, запланирован профицитным и на прогнозном горизонте (в среднем 1,9% ВВП). При этом, по оценке ЕФСР, с учетом расходов на докапитализацию государственных предприятий, отражаемых фискальными властями страны в источниках финансирования, сальдо бюджета в 2026-2028 годах сформируется дефицитным на уровне 2,0% ВВП.

Дефицит СТО в 2025 году вырос из-за низкого объема экспорта золота и снижения трансфертов. В последующие годы ожидается его постепенное сокращение, до 21% ВВП, по мере стабилизации импорта. Международные резервы сохранятся в среднем на отметке 6,2 месяца импорта товаров и услуг.

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

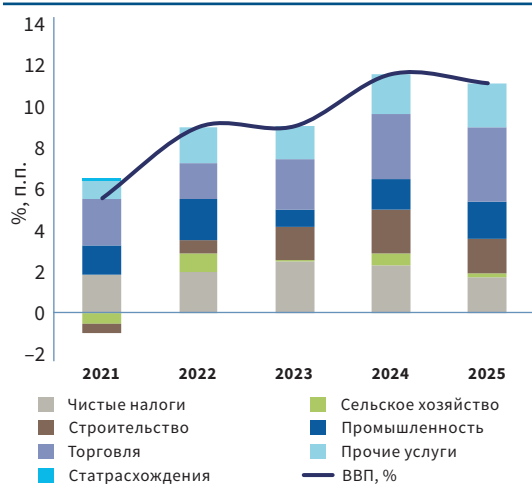
В 2025 году сохранился двузначный рост ВВП в силу увеличения объемов строительства, торговли и промышленности. Темп роста составил 11,1% г/г (в 2024 году, по уточненным данным, — 11,5% г/г) (Рисунок 1). Основной вклад обеспечен торговлей (+3,6 п. п.) — преимущественно за счет высокого внутреннего спроса¹; промышленностью (+1,9 п. п.) — вследствие роста производства строительных материалов, пищевых продуктов и добычи металлических руд; а также строительством (+1,6 п. п.) — во многом за счет жилищного строительства в рамках программы «Мой дом».

В структуре ВВП по использованию ключевую роль сыграли потребление и инвестиции. По оценкам ЕФСР, потребление обеспечило наибольший вклад в рост, о чем свидетельствует увеличение реальных доходов и кредитования. Динамике инвестиций в основной капитал способствовало наращивание вложений за счет республиканского бюджета, а также предоставление иностранных кредитов. Отрицательный вклад чистого экспорта в большей степени обусловлен негативной динамикой поставок золота (Рисунок 2).

Неторговые сектора экономики способствовали росту доходов

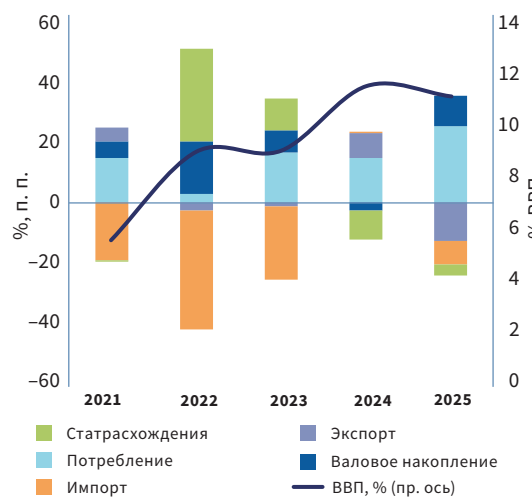
¹ Реальный оборот розничной торговли вырос на 20,3% г/г в 2025 году (14,7% годом ранее), оптовой — на 10,4% (34,0% годом ранее). Розничная торговля внесла наибольший вклад в рост совокупного реального оборота торговли (134 млрд сомов против 93 у оптовой).

Рисунок 1. Вклады в прирост реального ВВП по производству



Источник: НСК КР, оценки ЕФСР.

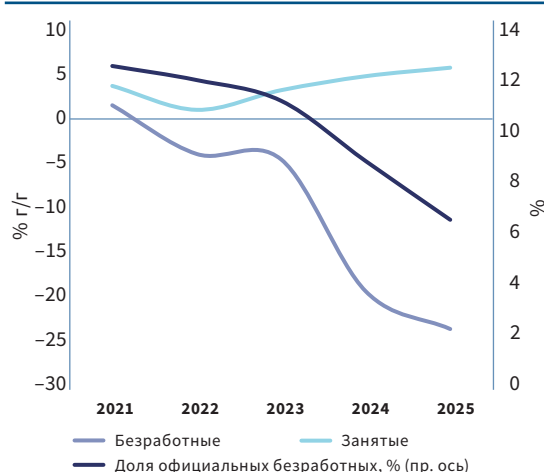
Рисунок 2. Вклады в прирост реального ВВП по использованию



Источник: НСК КР, оценки ЕФСР.

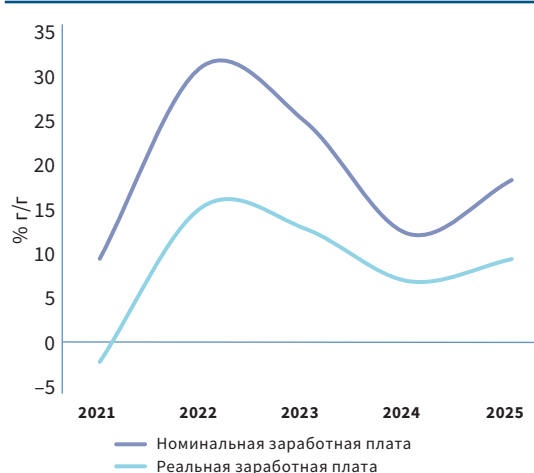
и занятости. Рост занятости в 2025 году ускорился с 4,9% до 5,8% г/г (Рисунок 3), при этом наибольший прирост наблюдается в строительной отрасли (+30,3% г/г), быстро растет занятость в гостиничном деле (+25,3% г/г) и сфере ЖКХ (+23,4% г/г). Рост реальных зарплат ускорился с 6,9% до 9,4% г/г

Рисунок 3. Динамика показателей рынка труда



Источник: НСК КР, расчеты ЕФСР.

Рисунок 4. Динамика заработной платы



Источник: НСК КР, расчеты ЕФСР.

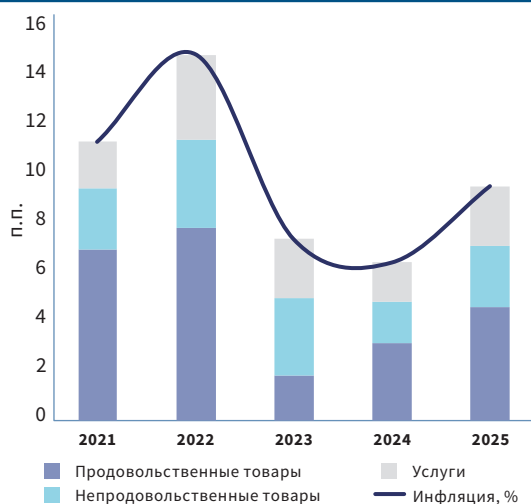
(Рисунок 4), при наибольшей динамике опять же в строительстве (+26,8% г/г). Быстро растут заработные платы сотрудников административной сферы (+24,8% г/г) и государственных служащих (+21,1% г/г).

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Инфляция в 2025 году складывалась устойчиво выше целевого диапазона НБКР. Среднегодовая инфляция сложилась на уровне 8,2% г/г (в декабре — 9,4% г/г) и продолжает оставаться на высоком уровне в 2026 году (9,4% в январе, 9,7% г/г в феврале) при целевом диапазоне НБКР 5–7%. Проинфляционные процессы охватывают все более широкий круг товаров: если в декабре 2024 года 35% основных позиций потребительской корзины росли быстрее 7% г/г, то в декабре 2025 года их доля достигла 51%. Наибольший вклад в рост инфляции обеспечивает продовольствие (Рисунок 5), при этом быстрее всего растет стоимость фруктов (+39,4% г/г в декабре). Цены на непродовольственные товары и услуги увеличились в декабре на 7,8% и 11,1% г/г соответственно. Воздействие на инфляцию оказывают как монетарные факторы (возросший спрос, опосредованный ростом кредитования, доходов и трансфертов), так и немонетарные факторы, связанные с повышением тарифов на электроэнергию, ростом импортных цен на горючее и продовольствие.

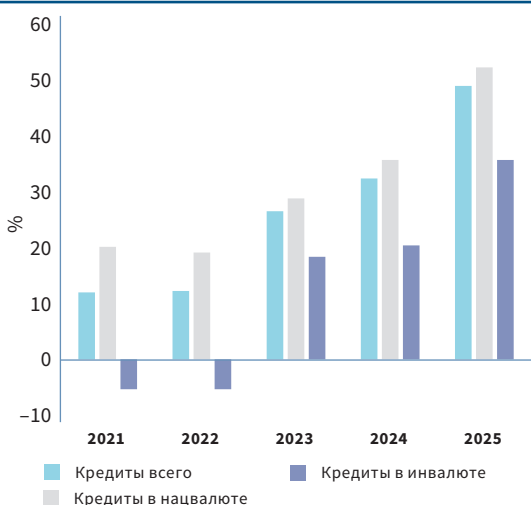
Несмотря на повышение учетной ставки НБКР на 2 п. п. в течение 2025 года и на 1 п. п. в начале 2026 года (в совокупности с 9% до 12% годовых), рыночные ставки находятся вблизи нижней границы процентного коридора (6% годовых). В результате реальная ставка остается отрицательной, а монетарная политика

Рисунок 5. Декомпозиция инфляции



Источник: НСК КР, расчеты ЕФСР.

Рисунок 7. Динамика роста кредитов в коммерческих банках

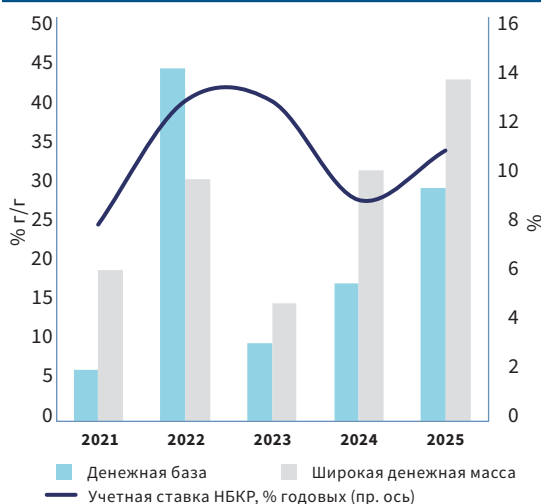


Источник: НБКР, расчеты ЕФСР.

сохраняет де-факто стимулирующий характер, способствуя дальнейшему перегреву экономики.

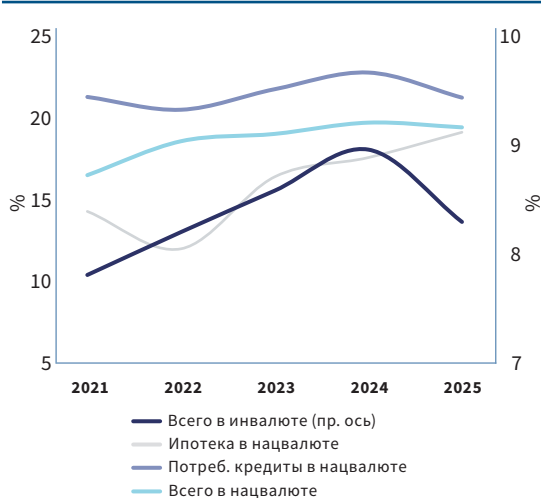
Денежные агрегаты продолжают быстро расти, в том числе в силу расширения квазифискальных операций. Денежная база и денежная масса (Рисунок 6) ускорили рост в 2025 году — 29,7% и 43,3% г/г против 17,5 и 31,9% г/г

Рисунок 6. Монетарные индикаторы



Источник: НБКР.

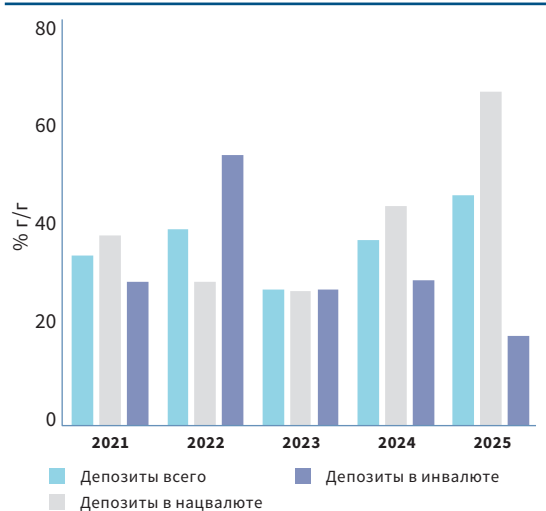
Рисунок 8. Средние процентные ставки по новым кредитам



Источник: НБКР, расчеты ЕФСР.

годом ранее. Стремительное наращивание портфеля потребительских кредитов в национальной валюте (на 71,8% г/г) способствовало ускорению роста совокупного кредитного портфеля с 32,2% до 48,8% г/г (Рисунок 7), а также сохранению высокого уровня кредитного разрыва (4,4%). Увеличение выдач потребительских кредитов происходило на фоне некоторого снижения ставок — на 1,5 п. п.,

Рисунок 9. Динамика роста депозитов в коммерческих банках



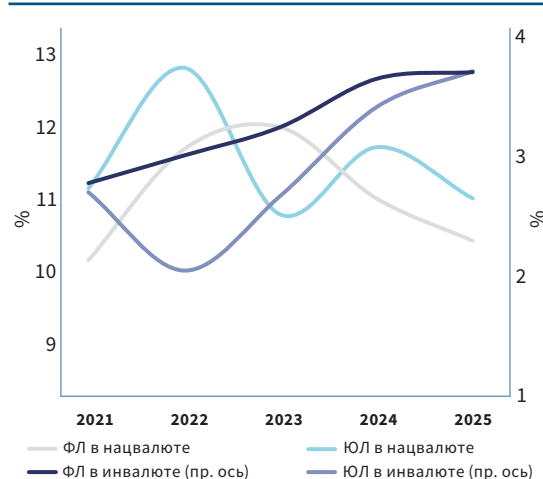
Источник: НБКР, расчеты ЕФСР.

до 21,3% годовых. Средние ставки по вновь выданным кредитам при этом снизились незначительно — на 0,3 п. п., до 19,6% годовых (Рисунок 8). Рост депозитного портфеля ускорился (с 37,3% до 46,2% г/г) (Рисунок 9), причем преимущественно за счет быстрого роста срочных депозитов юридических лиц (с 78,5% до 170,5% г/г), что в том числе связано с квазифискальными операциями². Средние ставки по новым депозитам в национальной валюте уменьшались (Рисунок 10), однако в основном это было связано с сокращением доли долгосрочных депозитов (от 1 года) с 25% до 14%.

Долларизация депозитов в 2025 году устойчиво держалась ниже уровня 40% (характерного для 2020–2024 годов), при этом к декабрю доля новых валютных депозитов составила только 12%.

² Докапитализация акционерных обществ с государственным участием (например, депозиты Государственной ипотечной компании выросли на 11 млрд сомов), размещение средств счета смягчения госдолга на долгосрочные депозиты и т. д.

Рисунок 10. Средние процентные ставки по вновь привлеченным депозитам

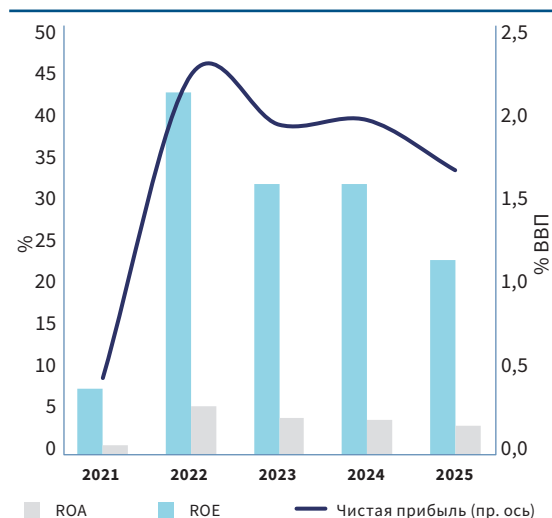


Источник: НБКР, расчеты ЕФСР.

Долларизация кредитов продолжила долгосрочный понижающий тренд — с 20,1% до 18,3%.

Показатели рентабельности банков сохраняются на высоком уровне, однако кредитные риски растут. Рентабельность активов и капитала (Рисунок 11) коммерческих банков Кыргызстана сократилась в 2025 году на 0,8 и 9,1 п. п. соответственно. Тенденция связана как с низким ростом чистой прибыли банков из-за увеличения объема провизий под ожидаемые кредитные убытки (вследствие нарастания кредитных рисков), так и с ростом объема активов и капитала банков, прежде всего в государственном секторе³. Доля проблемных кредитов (Рисунок 12) при этом сохраняется на уровне 10–11% (10,5% в декабре 2025 года против 10,8%

³ Докапитализация госбанков сопровождалась приобретением этими банками ГКО с низкой купонной доходностью (обычно 3%), что не позволяло обеспечить высокую норму рентабельности на вновь вложенные средства.

Рисунок 11. Показатели рентабельности
банковского сектора

Источник: НБКР, расчеты ЕФСР.

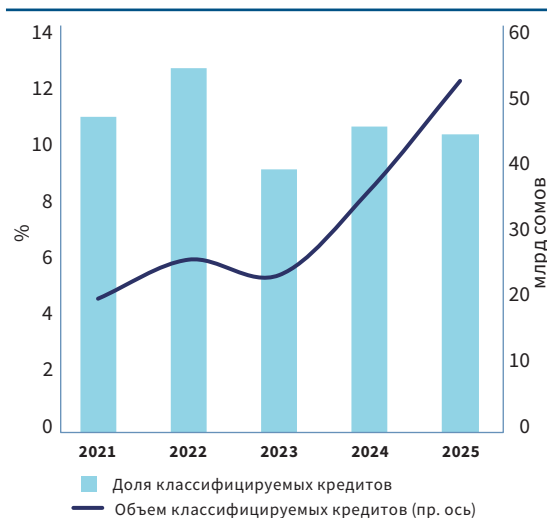
в декабре 2024 года). Значительное расширение объема кредитов «субстандартного» качества⁴, на 74,1% г/г, также говорит о росте рисковости портфеля.

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

В 2025 году исполнение бюджета сохранилось профицитным в условиях продолжающегося роста доходов. Доходы республиканского бюджета выросли за 2025 год на 5,5 п. п., до 31,9% ВВП (Рисунок 13). Факторы их роста заметно изменились по сравнению с 2024 годом: более половины прироста

⁴ Субстандартный кредит отвечает таким признакам, как просрочка до 90 дней, просрочка других кредитов заемщика более 30 дней, просрочка по кредитам у родственников заемщика более 60 дней и т. д. Субстандартные кредиты являются наименее «проблемными» в составе «проблемной» задолженности. Подробнее — см. Положение НБКР от 21.07.2004 № 18/3.

Рисунок 12. Классифицированные кредиты

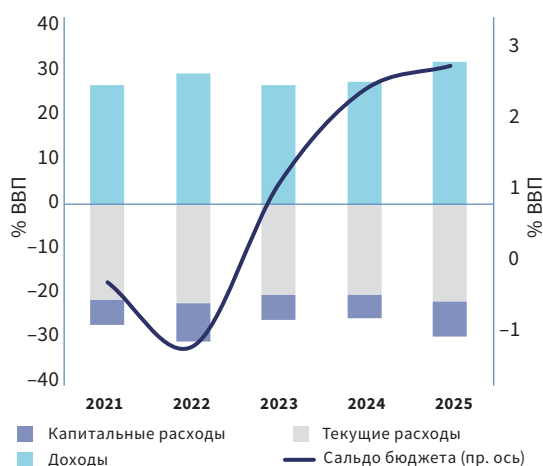


Источник: НБКР.

(3,3 п. п.) было обеспечено неналоговыми платежами (преимущественно за счет перечисления 100% прибыли НБКР за 2025 год, дивидендов госпредприятий и доходов от национализации имущества). Налоговые поступления сформировали немногим более трети прироста (2,1 п. п.) благодаря заметному росту доходов от внешней торговли и налога на прибыль, суммарно увеличившимся на 2,5 п. п. ВВП. Вклад НДС при этом сформировался негативным (-1,1 п. п.) по причине сокращения НДС на импорт, что частично объясняется введением в начале 2025 года льгот (нулевой НДС) на поставку ряда продовольственных товаров и кормов с целью стабилизации цен, а также сокращением номинальной стоимости импорта из стран вне ЕАЭС.

Расходы республиканского бюджета составили 29,4% ВВП, продемонстрировав рост на 5,1 п. п. при одновременном недостижении утвержденных законом показателей в объеме, эквивалентном 1,3% ВВП. Прирост обеспечен

Рисунок 13. Республиканский бюджет



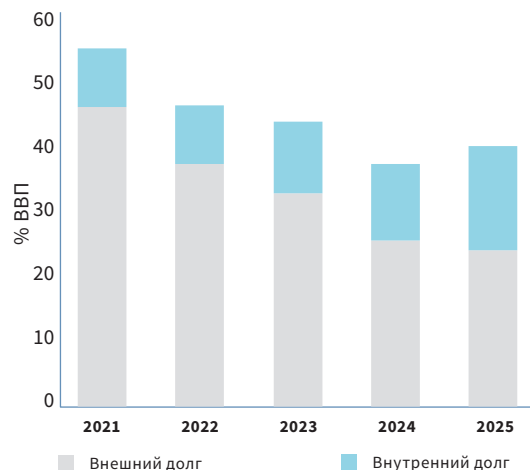
Источник: Министерство финансов Кыргызской Республики, расчеты ЕФСР.

активизацией инвестиционной деятельности в части нефинансовых активов (+3,1 п. п.), увеличением приобретения товаров и услуг (+0,7 п. п.), а также возросшим объемом перечислений в Стабилизационный фонд (+3,5 п. п.).

Продолжалась реализация программы масштабной поддержки государственных предприятий (в виде докапитализации и кредитования), расходы на которую составили 11,6% ВВП. Тем не менее поступления по линии внутреннего и внешнего заимствования, вкуче с возвратом бюджетных кредитов и сформированным профицитом, позволили как профинансировать эти расходы, так и пополнить бюджетные депозиты (в том числе счет смягчения госдолга) на сумму, эквивалентную 3,4% ВВП.

Уровень государственного долга сократился благодаря быстрому росту ВВП. Несмотря на размещение еврооблигаций в объеме 700 млн долларов в мае 2025 года и номинальном росте внешнего долга на 18,5% г/г, его относительный объем

Рисунок 14. Государственный долг

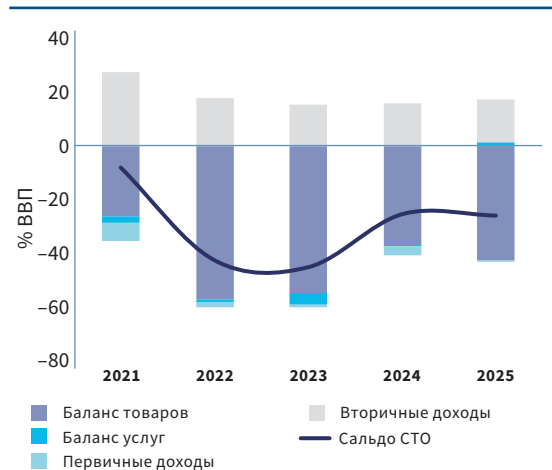


Источник: Министерство финансов Кыргызской Республики.

сократился на 0,7 п. п., до 24,2% ВВП, из-за роста номинального ВВП на 21,2% г/г. Внутренний долг при этом увеличился на 4,9 п. п., до 16,2% ВВП, что связано как с растущими потребностями в финансировании государственных расходов, так и проведением «учетных» операций, когда средства, направленные на докапитализацию предприятий («Элдик Банк», «Капитал Банк»), возвращаются в казну с помощью размещения ГКО на ту же сумму. В результате общий объем долга достиг 40,4% ВВП (+4,2 п. п. к прошлому году) (Рисунок 14).

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Дефицит СТО расширился из-за снижения экспорта золота. По оценкам ЕФСР, дефицит счета текущих операций расширился по итогам 2025 года до 26,8% ВВП (+3,3 п. п.) в основном из-за сокращения экспорта золота более чем в 2 раза (с 30 до 12 тонн) (Рисунок 15). Общий экспорт снизился на 15,3 п. п., до 33,1% ВВП. Сокращение

Рисунок 15. Счет текущих операций
платежного баланса

Источник: НБКР, расчеты ЕФСР.

импорта на 12,1 п. п., до 74,3% ВВП, преимущественно обусловлено повышением утилизационного сбора в России после 1 апреля 2024 года, из-за чего в I квартале 2025 года совокупный импорт сократился практически в 2 раза к предыдущему году.

Уровень трансграничных трансфертов снизился, при этом их валовый объем вырос. Уровень трансфертов упал до 15,1% ВВП (-0,7 п. п. г/г) вследствие быстрого роста ВВП. В то же время номинальный рост трансфертов составил 14,7% г/г благодаря росту зарплат в России (на 14,0% г/г) и укреплению курса рубля к доллару (в среднем на 9,8% г/г), что было частично нивелировано сокращением въезда трудовых мигрантов в Россию (-19,8% г/г). При этом переводы из Кыргызстана снизились (-17,3% г/г), способствуя росту чистых переводов на 20,1% г/г.

Объем международных резервов продолжает расти благодаря золоту и положительному сальдо платежного

Рисунок 16. Валовые международные
резервы

Источник: НБКР, расчеты ЕФСР.

баланса. К концу 2025 года объем монетарного золота в составе ВМР вырос в 2 раза г/г как за счет роста цен на золото на мировом рынке (+67,4% г/г), так и увеличения его физических объемов (+20,4% г/г). Вследствие притока средств по финансовому счету (в том числе благодаря размещению еврооблигаций), сохранения высокого объема ошибок и пропусков сложилось положительное сальдо платежного баланса, что, в свою очередь, способствовало росту резервов. В результате к концу года объем ВМР достиг 8,6 млрд долларов (+69,1% г/г) (Рисунок 16), обеспечивая, по оценкам ЕФСР, 6,3 месяца среднемесячного импорта.

Курс сома стабилен. Номинальный курс национальной валюты колеблется у отметки 87,5 сома за доллар. Номинальный эффективный курс сома ослаб на 9,8% г/г из-за укрепления курса рубля. Ослабление реального курса было менее резким (на 5,6% г/г) из-за высокой инфляции в Кыргызской Республике относительно стран-партнеров.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

Экономический рост на всем прогнозном периоде пересмотрен в среднем на 1,1 п. п. в сторону повышения.

В 2026 году ожидается расширение фискального стимула, связанного как с увеличением расходов на социальную сферу (повышение заработных плат бюджетным работникам, пенсий, выплат детям до 3 лет), так и капитальных расходов, что создаст дополнительный импульс потреблению и строительной отрасли. В связи с сохранением высоких темпов роста реальных доходов и кредитования ожидаются высокие темпы торговли и частного потребления. По итогам 2026 года рост составит 8,3%, замедляясь до 6,7% и 6,3% в 2027 и 2028 годах соответственно.

Инфляция значительно превысит целевой диапазон в 2026 году, замедляясь в последующие годы (в среднем 6,3%).

Среднегодовая инфляция в 2026 году, по прогнозам ЕФСР, составит 7,7% г/г (+0,6 п. п. к предыдущему прогнозу), отражая по-прежнему крайне мягкие денежно-кредитные условия, ожидаемую индексацию тарифов на электроэнергию в мае 2026 года, рост цен на импортируемые горюче-смазочные материалы и продовольственные товары. В дальнейшем предполагается ужесточение мер ДКП, замедление внутреннего спроса и снижение давления импортных цен приведет к формированию средней инфляции в пределах целевого диапазона.

Бюджет будет складываться с профицитом для обеспечения выполнения

обязательств «под чертой», прежде всего докапитализации государственных предприятий в банковском («Айыл Банк») и строительном секторах (Государственная ипотечная компания). Профицит бюджета в 2026–2028 годах составит в среднем 1,9% ВВП⁵ в основном за счет высоких неналоговых доходов (в среднем 7,5% ВВП), представленных прибылью НБКР и дивидендами государственных компаний. При этом, по оценкам ЕФСР, с учетом расходов на докапитализацию государственных предприятий, отражаемых фискальными властями страны в источниках финансирования, сальдо бюджета сформируется дефицитным на уровне 2,0% ВВП⁶.

Ожидается сокращение дефицита счета текущих операций.

В течение прогнозного периода ожидается нормализация объемов импорта (до 60% ВВП) вследствие сокращения транзитного спроса стран ЕАЭС. При этом сдержанное сокращение дефицита СТО (до 21% ВВП) будет обусловлено низкими объемами экспорта золота и трансфертов. Снижение объема трансфертов (до 11% ВВП) будет определяться ослаблением курса рубля, замедлением роста зарплат в России и сокращением числа въезжающих трудовых мигрантов. Не ожидается рост экспорта золота в силу двух причин: высокой ценовой конъюнктуры, позволяющей НБКР продавать меньший тоннаж немонетарного

⁵ В соответствии с текущим подходом Министерства финансов Кыргызской Республики к отражению доходов и расходов бюджета.

⁶ С учетом принципов Руководства МВФ по статистике государственных финансов 2014 года, предусматривающих классификацию части расходов на докапитализацию (отвечающих определенным критериям) как капитальных трансфертов, отражаемых в расходной части бюджета.

золота для обеспечения целевой прибыли, а также неопределенных перспектив роста добычи на месторождении «Кумтор». Учитывая относительную

стабильность платежного баланса и благоприятную ценовую конъюнктуру на рынке золота, объем ВМР сложится в среднем на уровне 6,2 месяца импорта.

ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

	2024 Факт	2025 Факт	2026 Оценка	2027 Прогноз	2028 Прогноз
Национальные счета и цены (в %)					
Номинальный ВВП (млрд сомов)	1 582,8	1 928,8	2 334,8	2 716,8	3 144,5
Прирост реального ВВП	11,5	11,1	8,3	6,7	6,3
ИПЦ (дек., г/г)	6,3	9,4	6,6	6,3	5,8
ИПЦ (средний за год)	5,0	8,2	7,7	6,4	6,2
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, г/г	31,9	43,3	21,0	16,4	15,7
Кредит экономике, г/г	33,9	57,9	18,6	15,7	12,6
Государственные финансы (в % ВВП)*					
Доходы и гранты	26,4	31,9	30,0	27,3	26,0
налоговые поступления	19,9	22,0	20,6	19,8	19,0
Расходы бюджета	24,2	29,4	28,0	25,5	24,1
Баланс бюджета («-» дефицит / «+» профицит)	2,3	2,5	2,0	1,8	1,9
Баланс бюджета по оценке ЕФСР («-» дефицит / «+» профицит)	-0,6	-1,6	-2,1	-2,2	-1,8
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	-23,5	-26,8	-22,8	-22,3	-20,7
Экспорт товаров и услуг	48,4	33,1	31,3	29,6	28,3
Импорт товаров и услуг	86,4	74,5	66,4	62,8	59,0
Денежные переводы	15,9	15,1	12,6	11,3	10,5
Прямые иностранные инвестиции («-» приток)	-1,4	-3,9	-4,9	-5,4	-7,4
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	4,0	6,3	6,9	5,7	6,2

* По доходам, расходам и сальдо указываются показатели республиканского бюджета.

Источник: национальные ведомства и расчеты ЕФСР.



ТАҶИКИСТАН

Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Внешний
сектор

Россия

Казахстан



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Рисковый
сценарий



В 2025 году экономика Республики Таджикистан сохранила высокие темпы экономического роста (8,4%), что во многом отражало воздействие благоприятных факторов внешней конъюнктуры: продолжение значительного притока денежных переводов, а также относительно высокие цены на золото, ряд других металлов и сурьму. Низкие цены на ГСМ и пшеницу на глобальных рынках способствовали сохранению низкой потребительской инфляции (3,5% в декабре 2025 года). Приток денежных переводов и высокие цены на товары экспорта привели к рекордному профициту СТО и способствовали улучшению бюджетной позиции.

В среднесрочной перспективе ожидается постепенное замедление темпов экономического роста Республики Таджикистан: до 7,1% в 2026 году, 6,7% в 2027 году и 6,0% в 2028 году ввиду нормализации объемов денежных переводов. В 2026 году прогнозируется повышение среднегодовой потребительской инфляции до 4,2%, и далее рост потребительских цен стабилизируется в районе 4,5%. Бюджетная политика будет направлена на создание фискального пространства и поддержание бюджетной устойчивости в условиях продолжения активного строительства Рогунской ГЭС и погашения обязательств по еврооблигациям. В 2026-2028 годах дефицит государственного бюджета ожидается на уровне 1,4-2,1% ВВП. В среднесрочном периоде платежный баланс будет находиться под давлением в связи с постепенной нормализацией денежных переводов и погашением обязательств по еврооблигациям в 2026-2027 годах.

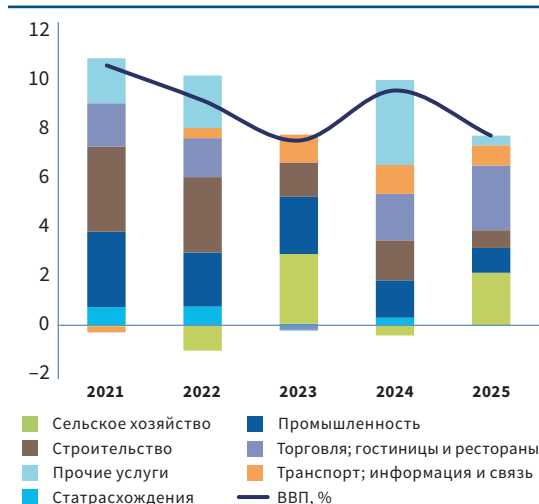
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР И РЫНОК ТРУДА

В 2025 году темпы экономического роста сохранились на высоком уровне. Сильный внутренний спрос, поддержанный продолжившимся в 2025 году увеличением притока денежных переводов, стал основным драйвером экономического роста, составившего 8,4%. Об ускорении темпов внутреннего спроса¹ можно судить по обороту розничной торговли, прибавившему 14,4% в реальном выражении (13,5% в 2024 году). Также рост инвестиций в основной капитал составил 23% по сравнению с 8,4% в 2024 году на фоне расширения жилищного строительства и увеличения бюджетных расходов на строительство Рогунской ГЭС.

В отраслевом разрезе ключевыми драйверами экономического роста выступили торговля, сельское хозяйство и промышленность. Увеличение денежных переводов, кредитов населению и заработных плат способствовало росту оптовой и розничной торговли. В 2025 году вклад сельского хозяйства в прирост ВВП составил 2,1 п. п. по сравнению с (-0,4 п. п.) в 2024 году (Рисунок 1) на фоне увеличения сбора хлопка (+50% г/г), ускорения темпов роста в животноводстве, а также высокого урожая бахчевых, фруктов и картофеля. Рост в добывающей промышленности — основного направления прямых иностранных инвестиций — замедлился до 36,2% с 43% в 2024 года

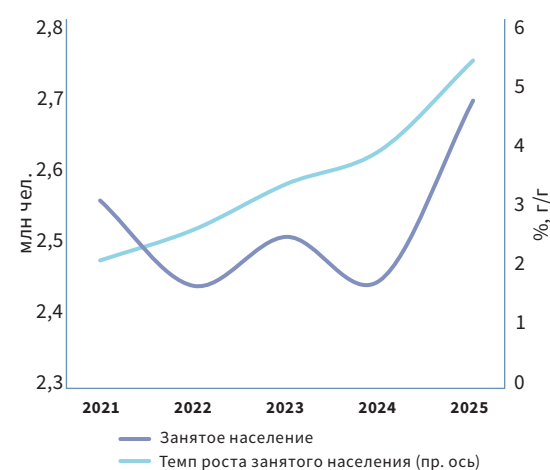
¹ Таджстат предоставляет оценку компонентов ВВП со стороны спроса с задержкой на год.

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству (в основных ценах, п. п.)



Источник: Таджстат, оценки ЕФСР.

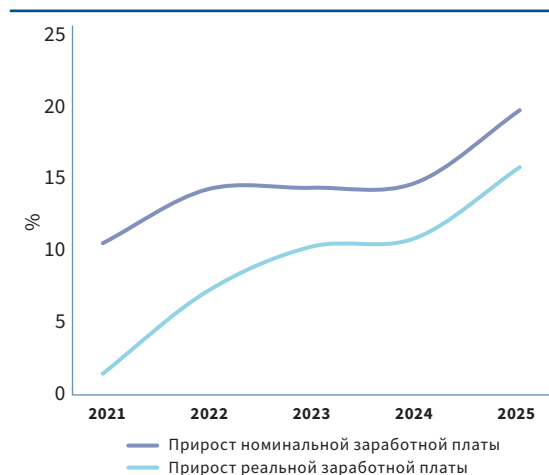
Рисунок 2. Индикаторы рынка труда



Источник: Таджстат.

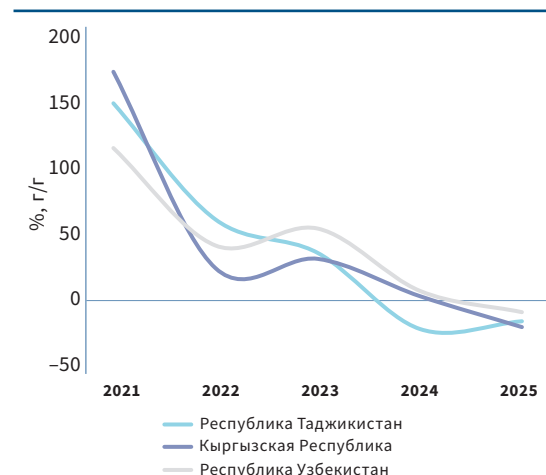
вследствие замедления роста добычи металлических руд до 36% г/г по сравнению с 50% в 2024 году. В строительстве темпы роста снизились до 8,9% после 12,7% в 2024 году. Производство электроэнергии увеличилось на 7%, в значительной степени благодаря расширению объемов экспорта (+42,4% г/г в январе — сентябре 2025 года).

Рисунок 3. Доходы населения (на конец периода, г/г)



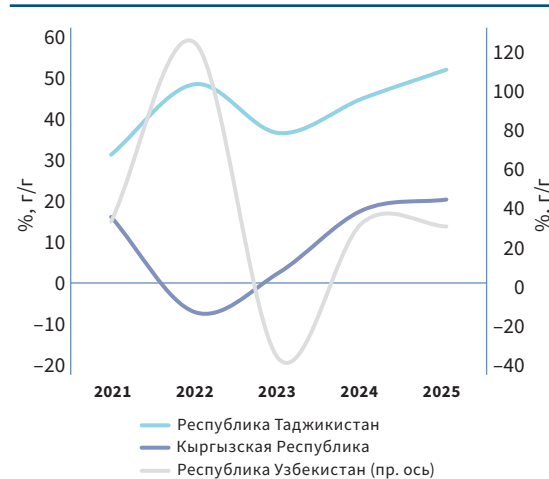
Источник: Таджстат.

Рисунок 4. Динамика числа въездов в Российскую Федерацию (% г/г)



Источник: Росстат, НБТ, НБКР, НБУ.

Рисунок 5. Динамика денежных переводов (% г/г)



* Для Республики Таджикистан и Республики Узбекистан — рост денежных переводов за январь — сентябрь 2025 года, г/г.

Источник: Росстат, НБТ, НБКР, НБУ.

предложения усилилось: число безработных, состоящих на учете в Агентстве труда и занятости, в расчете на одну заявленную вакансию, увеличилось с 4,9 в декабре 2024 года до 6,5 в декабре 2025 года.

Продолжился рост доходов населения, поддерживаемый увеличением реальной заработной платы и денежными переводами мигрантов. В 2025 году годовой прирост среднемесячной заработной платы в реальном выражении составил 15,8% по сравнению с 10,9% в прошлом году (Рисунок 3). С 1 сентября была повышена заработная плата в бюджетном секторе. В декабре прирост реальной заработной платы в секторе образования превысил 20% г/г. В реальном секторе наиболее значительный рост реальной заработной платы наблюдался в сельском хозяйстве (+33,4%, г/г) и в секторе обеспечения электроэнергией (+22%, г/г). Увеличение денежных переводов мигрантов в январе — сентябре

На фоне сохранения высокого темпа экономического роста и ужесточения миграционной политики в России ускорился рост численности занятых. В 2025 году численность занятых выросла на 4,8 % г/г по сравнению с 1,8% в 2024 году (Рисунок 2). При этом давление на рынке труда со стороны

2025 года составило 48,3% г/г, общий объем денежных переводов достиг 53% ВВП. Значительный рост притока денежных переводов наблюдался вопреки сокращению числа въездов в РФ из Таджикистана (Рисунки 4–5). Укрепление курса рубля к доллару и рост номинальной заработной платы в России поддержали вышеуказанную динамику денежных переводов.

ИНФЛЯЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Потребительская инфляция оставалась у нижней границы целевого интервала НБТ, благодаря низкой инфляции на непродовольственные товары. По итогам декабря 2025 года прирост потребительских цен составил 3,5% в годовом выражении (Рисунок 6) при целевом показателе НБТ на 2025 год на уровне $5 \pm 2\%$. Продовольственная инфляция выросла с 2,4% г/г в декабре 2024 года до 4,1% г/г в декабре 2025 года в основном за счет мяса и овощей. Рост цен на услуги ускорился с 3,6% до 6,4% г/г. Инфляция на непродовольственные товары снизилась с 3,9% до 1,4%. Важную роль в динамике потребительской инфляции в Таджикистане в 2025 году сыграли конъюнктурные факторы — мировые цены и обменный курс. В 2025 году снижение мировых цен на пшеницу и энергетические товары, а также укрепление реального эффективного курса сомони оказали сдерживающее влияние на потребительскую инфляцию. По оценке ЕФСР,

в декабре базовая инфляция² снизилась на 1,5 п. п. по сравнению с декабрем 2024 года, до 2,7% г/г (Рисунок 7).

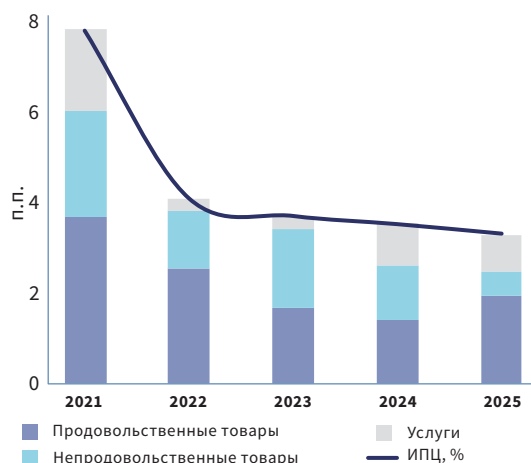
Несмотря на сильный внутренний спрос и высокую экономическую активность, действие дезинфляционных внешних факторов позволило монетарным властям смягчить монетарные условия. Умеренная инфляционная динамика открывала возможности НБТ осуществлять плавное снижение ставки рефинансирования — до 7,5%³ годовых к концу 2025 года с 9% на конец 2024 года. Тем не менее изменение ставки рефинансирования имело ограниченное влияние на ставки кредитно-депозитного рынка (Рисунок 8). Так, средняя ставка по новым кредитам в конце 2025 года составила 22,6% годовых после 22,1% в конце 2024 года.

Рост ликвидности в банковской системе замедлился благодаря стерилизационным операциям НБТ. Значительный приток средств, связанный с денежными переводами, и приобретение НБТ золота привели к росту ликвидности в банковской системе, которая частично была стерилизована операциями НБТ на открытом рынке. По итогам 2025 года рост ШДМ замедлился до 23% г/г по сравнению с 28,8% в декабре 2024 года (Рисунок 9).

² Базовая инфляция не включает продукты и услуги, цены на которые административно регулируются (услуги, хлеб и хлебобулочные изделия, мясо), а также продукты, цены на которые особенно волатильны (ГСМ, сахар, яйца, фрукты, овощи).

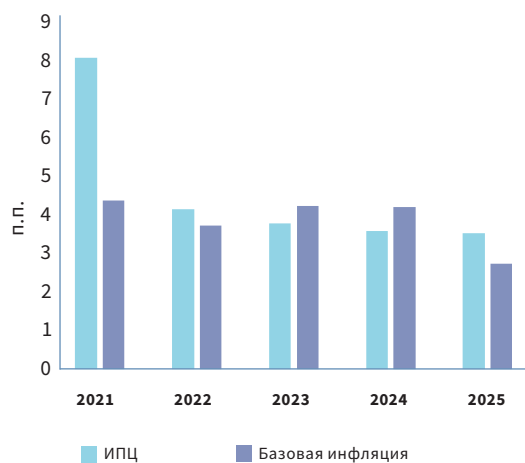
³ В начале февраля НБТ снизил ставку рефинансирования до 7% годовых.

Рисунок 6. Декомпозиция инфляции (на конец периода, г/г)



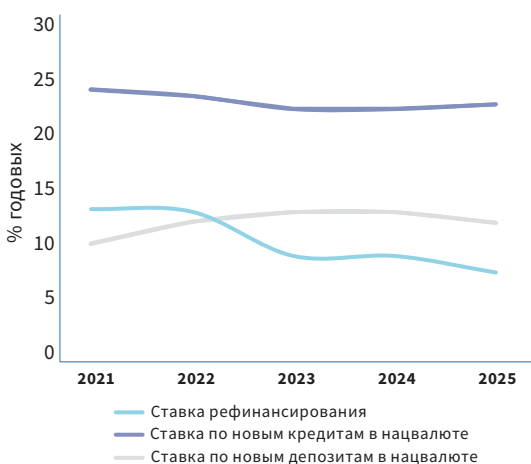
Источник: Таджстат.

Рисунок 7. ИПЦ и базовая инфляция (% дек/дек)



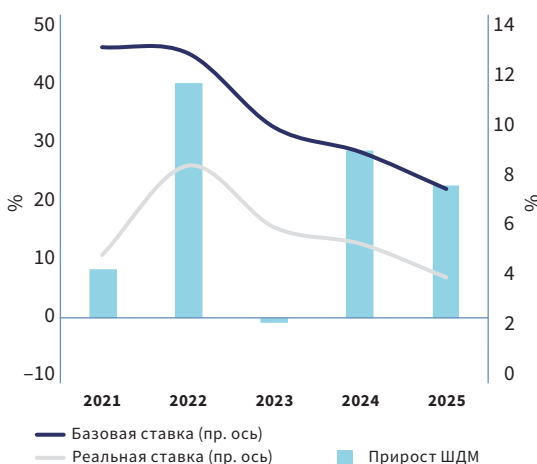
Источник: НБТ, расчеты ЕФСР.

Рисунок 8. Ставки по новым кредитам и депозитам (на конец периода)



Источник: НБТ.

Рисунок 9. Монетарные индикаторы (на конец периода, г/г)



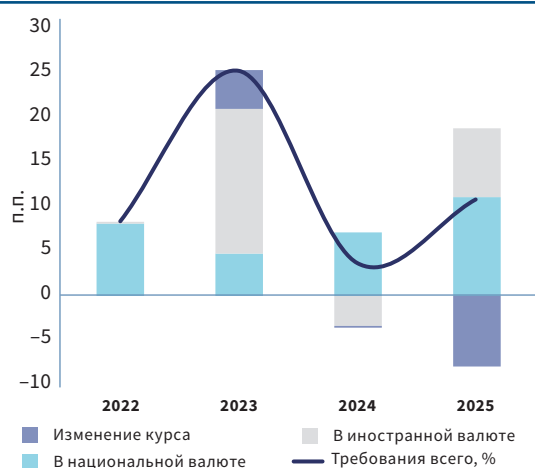
Источник: НБТ, Таджстат.

Высокая кредитная активность сохраняется на фоне спроса на заемные ресурсы со стороны как населения, так и бизнеса. Прирост кредита коммерческих банков экономике по итогам 2025 года составил 22,2% г/г. Высокие темпы кредитования в значительной мере связаны с высоким спросом на кредитные ресурсы в национальной валюте у юридических лиц (+20%, вклад в прирост кредита 11,1 п. п.)

(Рисунок 10) и розничном сегменте (+38,9%, вклад в прирост кредита населению 35,7 п. п.) (Рисунок 11).

Финансовые показатели банков улучшились. Показатель достаточности нормативного капитала по банковской системе сложился на уровне 23,1%, по данным декабря 2025 года, при пороговом значении не менее 10%. Доля необслуживаемых

Рисунок 10. Декомпозиция прироста кредитов бизнесу (на конец декабря)



Источник: НБТ.

кредитов⁴ снизилась: по данным декабря 2025 года, она составила 6,6% после 7,1% в декабре 2024 года. Улучшение качества активов при высоких темпах кредитования и сохранении значительного спреда по ставкам кредитов и депозитов благоприятно отражалось на динамике прибыли банковского сектора. Рост прибыли обусловил заметное повышение рентабельности активов (ROA) и капитала (ROE), которые, по данным декабря 2025 года, составили 5,6% и 30,5% соответственно (3,8% и 20,7% за 2024 год).

БЮДЖЕТНЫЙ СЕКТОР И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

По итогам 2025 года наблюдалось сокращение дефицита государственного

⁴ Необслуживаемые кредиты включают в себя кредитный портфель и межбанковские кредиты, просроченные свыше 30 дней.

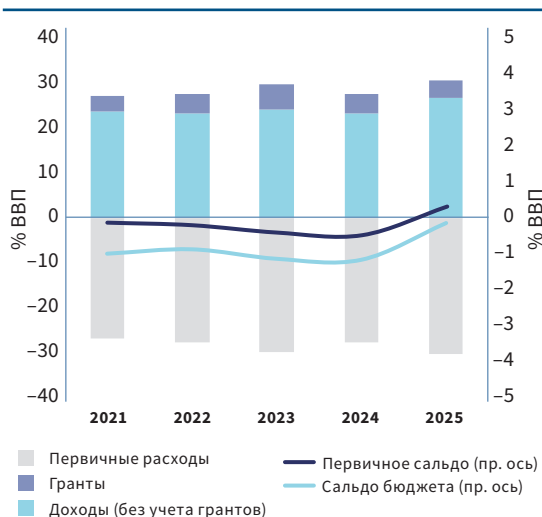
Рисунок 11. Декомпозиция прироста кредитов физическим лицам (на конец декабря)



Источник: НБТ.

бюджета на фоне заметного роста доходов. По предварительным данным, в 2025 году дефицит бюджета составил 0,2% против 1,2% ВВП годом ранее. Первичный баланс бюджета перешел в положительную зону, составив 0,3% ВВП (-0,5% ВВП годом ранее) (Рисунок 12). В первую очередь этому способствовало повышение доходной части бюджета на 2,7 п. п., до 30,5% ВВП. При этом основной вклад в доходы обеспечило увеличение налоговых поступлений на 2,2 п. п., до 21,2% ВВП, что обусловило перевыполнение годового плана на 15,6%. Наиболее значительный рост наблюдался по линии налогов на доходы (подходный налог и налог на прибыль) — на 0,9 п. п., НДС — на 0,5 п. п., а также таможенных пошлин — на 0,3 п. п. ВВП. Основными факторами увеличения стали благоприятная конъюнктура — высокие мировые цены на металлы и сурьму, продолжение притока переводов мигрантов, а также усилия властей по повышению эффективности налогового

Рисунок 12. Государственный бюджет



Источник: Министерство финансов Республики Таджикистан, Таджстат.

администрирования, расширению цифровизации и снижению налоговых льгот.

Расходная часть бюджета была выполнена в пределах утвержденных параметров (97% от плана) и составила 30,6% ВВП, превысив уровень 2024 года на 1,7 п. п. Первичные расходы⁵ бюджета увеличились на 1,9 п. п., до 30,1% ВВП. Основная доля прироста (+1,5 п. п.) пришлась на капитальные расходы⁶, что объясняется увеличившимися потребностями финансирования строительства Рогунской

⁵ В первичные расходы не включаются платежи процентов по долгу.

⁶ Необходимо отметить, что в соответствии с текущей практикой Министерства финансов Республики Таджикистан в статье «капитальные расходы» не учитываются объемы финансирования по линии программы государственных инвестиций из внешних источников, которые, в свою очередь, отражаются по статье «расходы на товары и услуги» текущего бюджета. По этой причине нет возможности точно определить полный объем и динамику расходов бюджета по статье нефинансовых активов («капитальные расходы»).

ГЭС. Текущие расходы увеличились на 0,3 п. п., до 22,0% ВВП, что полностью обусловлено возросшими объемами финансирования заработных плат бюджетных работников (на 0,8 п. п. ВВП)⁷. Расходы на товары и услуги сократились на 0,5 п. п., что, по нашему мнению, обусловлено перераспределением части предусмотренного на эти цели финансирования на нужды капитального строительства. В условиях задержки поступлений от партнеров по развитию⁸ на строительство Рогунской ГЭС объемы внутреннего финансирования по данному направлению в 2025 году увеличены с 3,2 млрд до 8,1 млрд сомони (+2,8% ВВП) в целях обеспечения непрерывности процесса возведения дамб.

По итогам 2025 года уровень государственного долга к ВВП снизился, его структура улучшилась. Уровень государственного долга составил 18,2% ВВП по сравнению с 25,1% ВВП в 2024 году. Основными факторами, которые определили такую динамику, стали укрепление сомони, рост реального ВВП и укрепление первичного сальдо бюджета. Структура государственного долга несколько улучшилась на фоне развития рынка внутреннего долга и роста погашений по внешнему долгу: доля внешних долговых обязательств сократилась с 89,3% до 85,7%, что способствует снижению уязвимости долгового портфеля к валютным шокам.

⁷ В середине 2024 года заработные платы бюджетных работников были повышены на 40%, в сентябре 2025 года — на 20–30% (в зависимости от категории работников).

⁸ Задержка финансирования объясняется поздним выполнением ряда мер таджикской стороной в рамках гранта Всемирного банка.

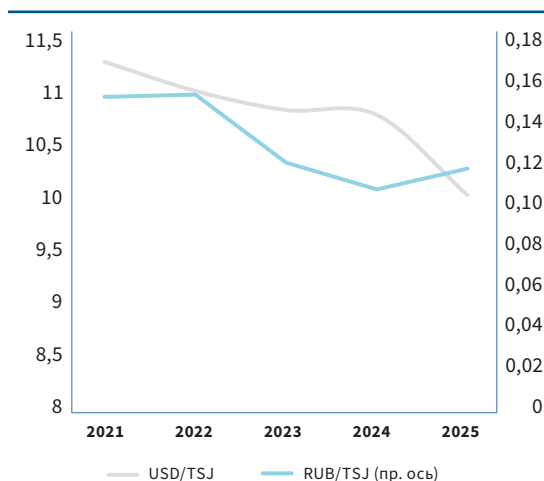
ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Профицит СТО существенно вырос на фоне продолжения значительного притока денежных переводов мигрантов. Профицит счета текущих операций за 9 месяцев 2025 года составил 17,5% ВВП (профицит 9,3% ВВП за аналогичный период 2024 года) и был обусловлен значительным ростом притока по счетам оплаты труда работников (на 8,8 п. п., до 45,2% ВВП) и по счету вторичных доходов прочих секторов (на 2,5 п. п., до 15,7% ВВП). Дефицит торгового баланса составил 41,6% ВВП по сравнению с 39,2% ВВП в соответствующем периоде 2024 года на фоне роста импорта товаров и услуг на 28,2% г/г в результате значительного роста внутреннего спроса. Экспорт товаров увеличился на 37,6% г/г благодаря экспорту сурьмы, золота, руды металлов, алюминия и электроэнергии.

В январе — сентябре 2025 года положительное сальдо финансового счета⁹ составило 6,0% ВВП, увеличившись на 2,1 п. п., в результате снижения чистого принятия обязательств перед нерезидентами: погашения еврооблигаций и снижения притока прямых инвестиций. В целом внешняя позиция Республики Таджикистан укрепилась в 2025 году: НБТ приобретал валюту, наращивая резервы. Также НБТ пополнял свои запасы монетарного золота (приблизительно на 3 тонны). В итоге международные резервы выросли в январе — сентябре 2025 года на 1,1 млрд долларов, до 5,5 млрд долларов (7,7 месяца импорта).

⁹ Чистый отток.

Рисунок 13. Обменный курс сомони



Источник: НБТ.

На фоне укрепления внешней позиции наблюдалась тенденция повышения гибкости обменного курса сомони. В 2025 году произошло укрепление номинального курса сомони к доллару (Рисунок 13), отражая его большую гибкость после периода более тесной привязки к доллару с постепенным ступенчатым ослаблением. В январе — сентябре 2025 года реальный эффективный курс сомони укрепился на 1,8% г/г.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

Прогноз прироста реального ВВП Таджикистана в среднесрочной перспективе оставлен без изменений и предполагает постепенное замедление темпов роста. Ожидаемое замедление экономической активности в России и ослабление курса рубля к доллару приведут к снижению денежных переводов как доли ВВП в 2026 году (до 39,1% ВВП) и дальнейшему сокращению до 36,1% ВВП в 2028 году. В результате темпы роста внутреннего

спроса замедлятся, рост ВВП составит 7,1% в 2026 году, 6,7% в 2027 году и 6,0% в 2028 году.

Потребительская инфляция вырастет в 2026 году и стабилизируется у целевого показателя¹⁰ НБТ в среднесрочной перспективе. Ожидается, что средняя потребительская инфляция повысится с 3,4% в 2025 году, до 4,2% в 2026 году. Рост мировых цен на продовольствие, ослабление курса сомони и продолжение повышения тарифов на электричество¹¹ станут основными факторами роста потребительской инфляции. Сдерживающее влияние окажет административное регулирование цен на социально значимые товары, в том числе ГСМ. В 2027 и 2028 годах средняя потребительская инфляция ожидается на уровне 4,5%. В целом мы ожидаем, что монетарная политика будет нацелена на поддержание ценовой устойчивости и постепенный переход к инфляционному таргетированию.

Дефицит государственного бюджета ожидается в пределах 1,4–2,1% ВВП. В 2026 году прогнозируется расширение дефицита бюджета вследствие запланированного дальнейшего роста расходов на 1,4 п. п. — на финансирование капитальных расходов и заработных плат в бюджетном секторе. В 2027–2028 годах ожидается снижение поступлений по линии грантов и НДС¹². Сохранению устойчивой бюджетной позиции в среднесрочной перспективе будут

способствовать планы Правительства по сокращению расходов¹³. В целом мы полагаем, что бюджетная политика будет направлена на создание фискального пространства для финансирования приоритетных расходов, включая строительство Рогунской ГЭС, без ущерба для бюджетной устойчивости.

Профицит счета текущих операций сменится дефицитом на фоне ожидаемого сокращения поступлений по счету оплаты труда и счету вторичных доходов. Постепенное снижение притока по счету оплаты труда и счету вторичных доходов (в % ВВП) приведет к смене профицита СТО дефицитом: в 2028 году дефицит СТО составит 1% ВВП. При этом, несмотря на прогнозируемое снижение уровня ВМР до 7,1 месяца импорта в 2028 году с 7,9 месяцев в 2025 году, его уровень будет достаточным для обеспечения внешнеэкономической устойчивости.

¹⁰ 5±2%.

¹¹ С 1 января 2026 года тарифы на электричество повышены на 17%.

¹² С 1 января 2027 года ставка НДС будет снижена на 1 п. п., до 13%.

¹³ Расходы государственного бюджета в базовом сценарии соответствуют плановым расходам, предоставленным Фонду Министерством финансов Республики Таджикистан. Допускается, что при идентификации новых источников финансирования расходы могут быть увеличены. Тем не менее предполагается, что налогово-бюджетная политика Правительства Таджикистана будет направлена на поддержание бюджетной и долговой устойчивости, а дефицит государственного бюджета в прогнозном периоде не превысит 2,5% ВВП.

**ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ**

	2024 Факт	2025 Факт	2026 Оценка	2027 Прогноз	2028 Прогноз
Национальные счета и цены					
Номинальный ВВП, млрд сомони	155,8	176,9	198,2	221,2	245,3
Прирост реального ВВП, %	8,4	8,4	7,1	6,7	6,0
ИПЦ (дек., г/г), %	3,6	3,5	4,9	4,5	4,5
ИПЦ (средний), %	3,4	3,4	4,2	4,5	4,5
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, % изменения	28,8	23	12,0	11,6	10,9
Государственные финансы (в % ВВП)					
Доходы и гранты	27,3	30,5	30,7	28,4	28,1
налоговые поступления	18,7	21,2	20,8	20,5	20,7
Расходы бюджета	28,5	30,6	32,1	30,5	29,6
Текущие расходы	22,3	22,5	23,0	21,9	21,7
Капитальные расходы	6,2	8,1	9,1	8,6	7,9
Баланс бюджета («-» дефицит / «+» профицит)	-1,2	-0,2	-1,4	-2,1	-1,5
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	6,1	13,5	2,9	0,9	-1,0
Денежные переводы	44,1	50,5	39,1	37,1	36,1
Прямые иностранные инвестиции	1,3	0,6	1,3	1,3	1,3
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг текущего года	7,6	7,9	8,4	7,7	7,1

Источник: Таджстат, НБТ, расчеты ЕФСР.

РИСКОВЫЙ СЦЕНАРИЙ

Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Внешний
сектор

Россия

Казахстан



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

**Рисковый
сценарий**



РИСКОВЫЙ СЦЕНАРИЙ

В условиях неопределенности в отношении сроков завершения и последствий эскалации на Ближнем Востоке мы оценили ее потенциальное влияние для ключевых экономик мира, цен на ресурсы и стран ЕФСР в рамках рискового сценария. Данный сценарий предполагает затягивание «иранского конфликта» без четких временных границ его завершения, что обуславливает высокую степень неопределенности в исходе. В связи с этим даже при деэскалации острой фазы боевых действий значимые эффекты на глобальные товарные и финансовые рынки могут сохраняться: мы моделируем сценарий с горизонтом до конца 2026 года. При более длительной напряженности возникнут структурные сдвиги, выходящие за рамки макроэкономического анализа.

Глобальные последствия «иранского конфликта» преимущественно негативные, однако для экономик государств — участников ЕФСР формируются и некоторые компенсирующие позитивные эффекты, в том числе за счет более быстрого экономического роста в России, увеличения экспорта энергоносителей и ряда других товаров.

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

В предпосылки заложено сохранение высоких цен на нефть Brent на уровне 100 долларов за баррель до конца 2026 года. Конфликт спровоцирует параллельный рост цен на базовые металлы (медь, алюминий) и продовольствие (пшеница, фрукты, овощи и др.), усиливая инфляционное давление во всех экономиках через канал импорта и логистики. Цены на золото стабилизируются после пика начала 2026 года, вызванного ожиданиями роста геополитической напряженности.

Глобальной рецессии удастся избежать благодаря диверсифицированным стимулам (фискальным пакетам США и ЕС), но темпы роста мировой экономики снизятся примерно на 0,5 п. п. относительно базового сценария, с ускорением инфляции. Замедление затронет крупнейшие экономики — максимальный негативный эффект проявится в еврозоне, более сдержанный — в США и Китае.

ТАБЛИЦА 1. ПАРАМЕТРЫ РИСКОВОГО СЦЕНАРИЯ (2026)

Экономика	Прирост ВВП, %	Инфляция, %
США	1,8–2,4	2,6–3,4
Еврозона	0,2–1,2	2,0–2,8
Китай	4,3–4,7	0,8–1,6

РОССИЯ

Эффекты носят асимметричный характер с преобладанием позитивных: прирост ВВП сложится в диапазоне 1,2-2,2% в силу расширения добычи углеводородов, производства удобрений, продовольствия и пр., с мультипликативным эффектом на смежные отрасли — транспорт, страхование и оптовую торговлю. Инфляция, спровоцированная ростом цен на импортные товары на фоне более длительного процесса закрытия положительного разрыва выпуска, может ускориться до 5,4-6,0%. Курс рубля сохранит позиции, близкие к прогнозируемым в базовом сценарии: возможно номинальное укрепление к доллару в диапазоне 1-2% относительно базового сценария. Дополнительные нефтегазовые поступления будут направлены в ФНБ и не приведут к значительному изменению баланса спроса и предложения на внутреннем валютном рынке.

КАЗАХСТАН

Реализация рискованного сценария характеризуется умеренной позитивной направленностью на экономику Казахстана. Прирост ВВП составит 5,2-5,6% и будет ограничен производственными возможностями, несмотря на повышенный глобальный спрос на нефть. При этом рост будет более сбалансированным за счет более равноценного вклада внешнего и внутреннего спроса. Улучшение внешнеторгового сальдо приведет к формированию более крепкого курса тенге — укрепление к доллару в диапазоне 1-2% относительно базового сценария. Это станет одним

из ключевых факторов сдерживания проинфляционных рисков — более крепкий курс компенсирует рост цен на отдельные импортные товары. Кроме того, вероятно сохранение регулирования цен на ГСМ. Инфляция по итогам года останется существенно выше целевого показателя и сложится в диапазоне 9,3-10,1%. Ожидаем, что рост нефтегазовых доходов не повлияет на бюджетную политику — дефицит бюджета останется на ранее утвержденном уровне.

АРМЕНИЯ

Влияние «иранского конфликта» на экономику Армении может осуществляться по двум основным асимметричным каналам: с одной стороны, это возможное ускорение экономической активности в России — положительный импульс, с другой — замедление мировой экономики, что будет сдерживать внешний спрос.

Под риском может оказаться стабильность экспортных потоков, прежде всего в направлении ОАЭ, которые в настоящее время играют существенную роль в ре-экспортных операциях, а также поставки отдельных товаров в Иран, Ирак и Китай. Все это будет оказывать давление на экспортный потенциал Армении, хотя ускорение российской экономики, по нашим оценкам, позволит компенсировать негативные шоки и даже обеспечит некоторое улучшение позиций по СТО. В то же время значительных изменений в динамике курса национальной валюты не ожидается.

Во многом эти оценки основаны на предположении, что существенного нарушения логистических цепочек

не произойдет, а основной эффект шока будет реализовываться через ценовой канал. По нашим оценкам, инфляция может дополнительно ускориться приблизительно на 0,7 п. п. против 4% в базовом сценарии. В целом экономическая активность в Армении может оказаться на 0,1-0,2 п. п. выше базового сценария, предполагающего рост на 5,7%.

Данный сценарий, и это важно отметить, исходит из ускорения экономической динамики России и достаточно сильного предположения, что логистика через Армению полностью сохранится.

БЕЛАРУСЬ

Более высокие цены на нефть окажут благоприятное влияние на внешнеторговые потоки. Несмотря на удорожание импортируемой нефти, негативный эффект будет компенсирован ростом цен на экспортируемые нефтепродукты. Кроме того, ускорение экономической активности в России обеспечит поддержку и внешнему спросу Беларуси. В результате дефицит текущего счета ожидается ниже, чем в базовом сценарии. В то же время высокие цены на энергетические товары будут усиливать инфляционное давление, как напрямую, через повышение цен на топливо на внутреннем рынке, так и косвенно, через рост издержек производителей и дистрибьютеров, а также удорожание товаров на внешних рынках. В результате по сравнению с базовым сценарием в Республике Беларусь ожидается инфляция выше примерно на 1 п. п. Прогноз динамики курса белорусского рубля не претерпит существенных изменений. Влияние на курс улучшения внешней торговли может

быть нивелировано возросшим спросом на валюту экономическими агентами на фоне ускорения инфляции. Высокий внешний спрос в сочетании с ускорением роста российской экономики будет способствовать экономической активности в Беларуси — дополнительный прирост ВВП оценивается в 0,2-0,5 п. п. по сравнению с ростом в базовом сценарии (0,4%). Наряду с этим благоприятная конъюнктура в торговле нефтепродуктами и получение межбюджетных трансфертов из России укрепят бюджетную устойчивость.

Неопределенность. Значительным фактором неопределенности в рамках рискованного сценария остается влияние геополитической напряженности на маршруты поставок калийных удобрений. В настоящее время отсутствует подтвержденная информация о роли Ирана в транзите белорусских калийных удобрений в страны Юго-Восточной Азии, тем не менее использование данного маршрута нельзя исключать.

КЫРГЫЗСТАН

Наиболее значимые каналы воздействия «иранского конфликта» на Кыргызстан — импортный и валютный. Импортный канал проявляется в росте цен на ввозимые энергоресурсы (нефтепродукты, поступающие в основном из России) и продовольствие (зерно и продукты его переработки, напитки, фрукты, мясо из широкого круга стран). Российские цены на нефтепродукты остаются низкоэластичными к мировым ценам на нефть, что ограничивает вероятность значительного роста цен на энергоресурсы в Кыргызстане. По оценкам ЕФСР, прямой

вклад возможного роста цен на энергоресурсы ограничен 0,1 п. п. При этом ускорение роста цен на продовольствие более вероятно, учитывая широкий круг стран — экспортеров в Кыргызстан и уже заметный рост на ряд продовольственных позиций (например, фрукты, мясо, жиры), что, по нашим оценкам, может привести к дополнительному ускорению инфляции до 1,5 п. п. Таким образом, повышение общего уровня инфляции (среднегодовой) может составить вплоть до 1,6 п. п. (с 7,7 в базовом прогнозе до 9,3 в рисковом).

С точки зрения валютного канала, некоторое укрепление российского рубля и ускорение российской экономики способны благоприятно сказаться на объемах трансфертов трудовых мигрантов, а также объемах выручки компаний — экспортеров в Россию (легкая, пищевая промышленность), способствуя росту потребительского спроса и доходов бюджета. Вместе с тем рост кыргызской экономики в последние годы стал определяться в большей степени внутренними, а не внешними факторами, поэтому ожидаемый положительный эффект, по нашим оценкам, будет ограниченным, порядка 0,5 п. п. Соответственно, экономический рост может ускориться до 8,8% против 8,3% в базовом прогнозе.

Дополнительный негативный риск связан с перспективой привлечения капитала на внешних рынках. Власти Кыргызстана планировали размещение еврооблигаций на сумму 1 млрд долларов. Снижение интереса глобальных инвесторов к развивающимся рынкам в условиях «бегства от риска», а также сохранение высоких долларовых ставок может потребовать отложить эти планы на более длительную перспективу.

ТАДЖИКИСТАН

Мы не ожидаем негативной реакции экономики Республики Таджикистан на ближневосточный конфликт по каналам как предложения, так и спроса. Вероятно наращивание объемов производства алюминия, что частично компенсирует сокращение его выпуска на Ближнем Востоке и поддержит рост в добывающей и обрабатывающей промышленности республики. Вместе с тем под давлением может оказаться спрос на отдельные экспортные товары: хлопок (основное направление экспорта — Иран), а также некоторые металлы, поставляемые в Китай и ЕС. Ускорение экономической активности в России и укрепление рубля поддержат денежные переводы и внутренней спрос в Таджикистане. По нашим оценкам, возможен большой объем денежных переводов по сравнению с базовым сценарием, а рост ВВП может оказаться выше, до 0,3 п. п. Несмотря на более высокие цены на ГСМ, продовольствие и транспортные издержки, СТО незначительно улучшится. В целом значительных изменений в динамике курса национальной валюты по сравнению с базовым сценарием не ожидается.

Инфляция вырастет за счет роста цен на ГСМ и продовольственные товары. По нашим оценкам, потребительская инфляция может дополнительно ускориться приблизительно на 2 п.п. до 6,2% (4,2% прогноза в базовом сценарии). Рост продовольственной инфляции (до +1,8 п. п. по сравнению с базовым сценарием) потребует пристального внимания со стороны властей, поскольку увеличивает риски продовольственной безопасности.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ И АББРЕВИАТУР

Армстат	Статистический комитет Республики Армения
Белстат	Национальный статистический комитет Республики Беларусь
БНС АСПИР РК	Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан
ВВП	валовой внутренний продукт
ВИЭ	возобновляемые источники энергии
ВМР	валовые международные резервы
ГСМ	горюче-смазочные материалы
ГЭС	гидроэлектростанция
ДКП	денежно-кредитная политика
ЕАЭС	Евразийский экономический союз
ЕС	Европейский союз
ЕФСР	Евразийский фонд стабилизации и развития
ЕЦБ	Европейский центральный банк
ЖКХ	жилищно-коммунальное хозяйство
ИИ	искусственный интеллект
ИПЦ	индекс потребительских цен
МБК	ставка межбанковского кредитования
МВФ	Международный валютный фонд
Минфин	Министерство финансов
МОТ	Международная организация труда
Нацфонд	Национальный фонд Республики Казахстан
НБКР	Национальный банк Кыргызской Республики
НБРБ	Национальный банк Республики Беларусь
НБРК	Национальный банк Республики Казахстан
НБТ	Национальный банк Республики Таджикистан
НБУ	Национальный банк Узбекистана
НДС	налог на добавленную стоимость
НСК РК	Национальный статистический комитет Кыргызской Республики
НЭОК	Номинальный эффективный обменный курс
ОАЭ	Объединенные Арабские Эмираты
ОПЕК+	Расширенный формат Организации стран — экспортеров нефти
ОФЗ	облигации федерального займа

ПБ	платежный баланс
РВСР	расчетная величина стандартного риска
РЭО	Региональный экономический обзор
РЭОК	реальный эффективный обменный курс
СДР	специальные права заимствования
СКВ	свободно конвертируемая валюта
СТО	счет текущих операций платежного баланса
США	Соединенные Штаты Америки
Таджстат	Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан
ФАО	Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН
ФЛ	физическое лицо
ФНБ	Фонд национального благосостояния
ФРС	Федеральная резервная система США
ЦБ РА	Центральный банк Республики Армения
ШДМ	широкая денежная масса
ЮЛ	юридическое лицо
ВЕА	Bureau of Economic Analysis
BLS	Bureau of Labor Statistics
Eurostat	European Statistical Office
NBC	National Bureau of Statistics of China
NPL	Non-Performing Loan
SAAR	Seasonally Adjusted Annual Rate
% г/г	годовой темп прироста
г/г	год к году
доллар	доллар США
долл./т	долларов США за тонну
долл./унц.	долларов США за унцию
кв/кв	квартал к кварталу
млн	миллион
млрд	миллиард
п. п.	процентный пункт
трлн	триллион
тыс.	тысяча



www.efsd.org

