

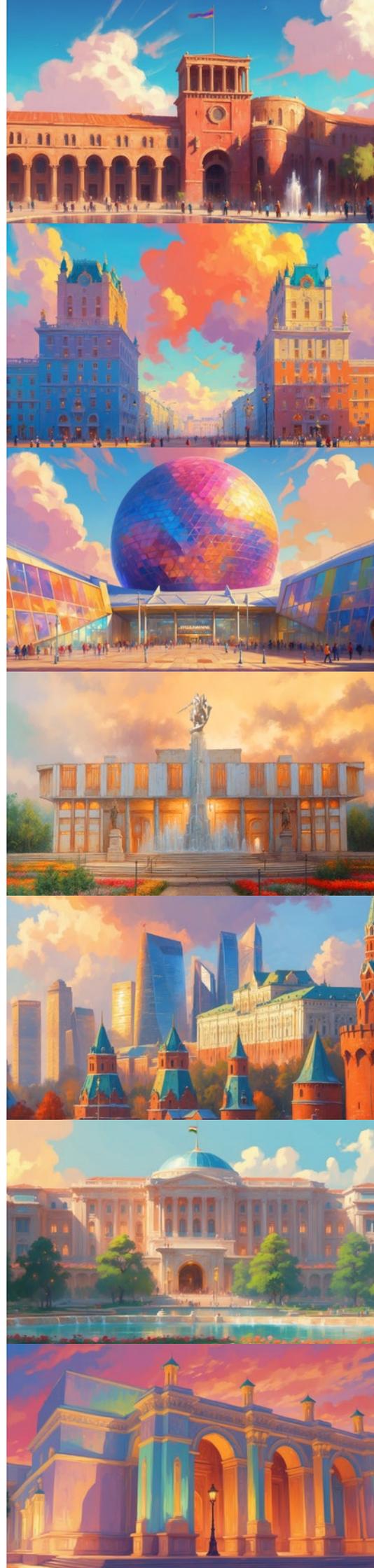


Евразийский
Банк Развития

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ
ПРОГНОЗ
2025–2027



Июнь 2025



МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

ИЮНЬ 2025

2025

Сохранение высокой экономической активности в регионе



прирост ВВП в 2025 г.

Замедление инфляции в РФ, РТ, РУ, повышение — в РА, РБ, РК, КР

7,7%

агрегированная инфляция в регионе на конец 2025 г.

Начало снижения ключевой ставки ЦБ РФ во II квартале 2025 г. и сохранение базовой ставки НБ РК

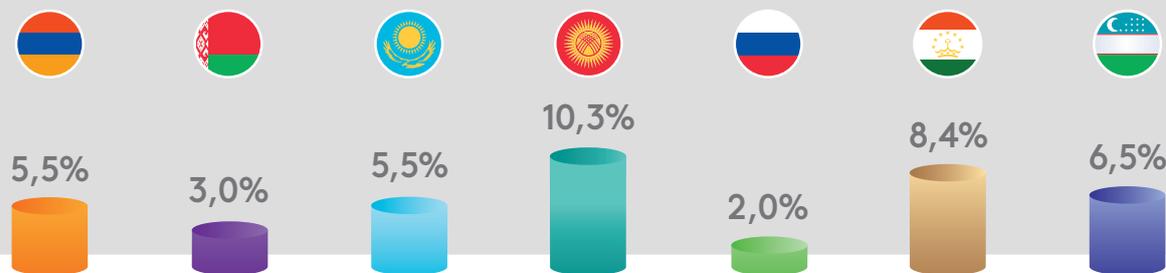
18%

ключевая ставка в России на конец 2025 г.

16,5%

базовая ставка в Казахстане на конец 2025 г.

Прогноз ВВП в 2025 г.



Инфляция (на конец года, %)



Курс к доллару (в среднем за год)

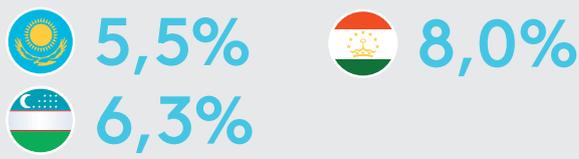


2026

Замедление экономической активности после периода ускоренного роста



Устойчивый рост в Казахстане, Таджикистане и Узбекистане



прирост ВВП в 2026 г.

Постепенное снижение инфляции к целевым значениям при отсутствии дополнительных шоков

6,5%

агрегированная инфляция в регионе на конец 2026 г.

Снижение процентных ставок

≈13%

ключевая ставка в России на конец 2026 г.

≈14,5%

базовая ставка в Казахстане на конец 2026 г.

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Шарафутдинов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (2025) *Макроэкономический прогноз 2025–2027. Июнь 2025*. Алматы: Евразийский банк развития.

Авторы

Евгений Винокуров, Главный экономист ЕАБР, vinokurov_ey@eabr.org

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

Артур Шарафутдинов, руководитель Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, sharafutdinov_ar@eabr.org

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

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

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

Документ включает в себя подробное описание текущих внутренних и внешних макроэкономических условий, а также согласованный прогноз. Анализ учитывает существующие взаимосвязи между экономиками Армении, Беларуси, Казахстана, Кыргызстана, России, Таджикистана, Узбекистана и стран — основных торговых партнеров. Прогноз макроэкономических индикаторов подготовлен ЕАБР с использованием интегрированной системы моделей, в основе которой лежит многострановая структурная динамическая макроэкономическая модель общего равновесия. Более подробная информация о данной системе представлена в совместном докладе ЕАБР и ЕЭК (ЕАБР, 2016).

Ключевые слова: экономический рост, прогноз, ВВП, инфляция, валютный курс, спрос, денежно-кредитная политика, бюджет, процентная ставка, инвестиции.

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

Документ носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как рекомендация к покупке или продаже финансовых инструментов. Ни информация, содержащаяся в документе, ни любая другая информация, касающаяся темы данного документа, которая может быть распространена в будущем, не может быть использована в качестве основы для возникновения какого-либо контракта. Несмотря на всю тщательность, с которой готовился документ, ни один аналитик, директор, руководитель, сотрудник, контрагент ЕАБР не дает каких-либо гарантий или заверений, выраженных или подразумеваемых, и не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении надежности, точности или полноты информации, содержащейся в настоящем аналитическом документе. ЕАБР в прямой форме снимает с себя ответственность и обязательства в связи с любыми имеющимися в данном документе сведениями. Любая информация, содержащаяся в документе, может изменяться в любое время без предварительного уведомления.

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

Электронная версия документа находится на <https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews>.

© Евразийский банк развития, 2025

СОДЕРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ	5
ГОСУДАРСТВА — УЧАСТНИКИ ЕАБР	6
ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА	7
РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ	17
Текущая ситуация.....	18
Прогноз.....	20
Риски	23
РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ	25
Текущая ситуация.....	26
Прогноз.....	28
Риски	30
РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН	31
Текущая ситуация.....	32
Прогноз.....	34
Риски	36
КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА	37
Текущая ситуация.....	38
Прогноз.....	40
Риски	42
РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ	43
Текущая ситуация.....	44
Прогноз.....	47
Риски	49
РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН	51
Текущая ситуация.....	52
Прогноз.....	54
Риски	57
РЕСПУБЛИКА УЗБЕКИСТАН	59
Текущая ситуация.....	60
Прогноз.....	62
Риски	64
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	65
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	66
ГЛОССАРИЙ	67

Мировая экономика замедлит рост в 2025 г. в условиях ослабления спроса, вызванного возросшей неопределенностью и усилением протекционизма. Снижение потребительской уверенности и ожиданий бизнеса замедлят деловую активность в США: ВВП вырастет на 1,4% в 2025 г. после 2,8% в 2024 г. Ослабление динамики спроса на внешних рынках из-за торговых противостояний ограничит пространство для роста экономики еврозоны: прирост ВВП замедлится до 0,6% в 2025 г. после 0,9% в 2024 г. Рост китайской экономики сохранится вблизи целевых 5% в 2025 г. за счет стимулирования внутреннего спроса. Инфляция в развитых странах ускорится в среднесрочной перспективе из-за увеличения издержек, связанных с ростом тарифов. Однако в условиях подавленной экономической активности ожидаем снижения ставки ФРС до 4% к концу 2025 г. и сохранения ставки ЕЦБ на текущем уровне 2% до конца года.

Агрегированный ВВП региона операций ЕАБР увеличится на 2,7% по итогам 2025 г. после роста на 4,5% в 2024 г. В прогноз впервые включен Узбекистан как новый участник Банка. В силу специфики влияния внешних условий и разных этапов экономического цикла прогноз для стран региона был пересмотрен в разных направлениях. Для Беларуси темп роста ВВП повышен до 3% в 2025 г. на фоне сильных итогов начала года и ожидаемого расширения кредитной поддержки инвестиций. Растущие цены на золото, увеличение потребления домохозяйств и сильный инвестиционный спрос отразились в изменении прогноза роста ВВП Кыргызстана (повышен до 10,3%) и сохранении его для Таджикистана (на уровне 8,4%). ВВП Казахстана вырастет на 5,5% в 2025 г., как и прогнозировалось ранее, в условиях мер правительства по раскрытию инвестиционного потенциала. Восстановление денежных переводов и стимулирующая бюджетная политика позволили оставить неизменным прогноз роста ВВП Армении (5,5% в 2025 г.). Для России темпы роста экономики понижены до 2% в условиях сокращения доходов от экспорта и рекордного уровня ключевой ставки, которые привели к началу охлаждения перегретого внутреннего спроса в I квартале 2025 г. В Узбекистане прогнозируется уверенный рост ВВП на уровне 6,5% в условиях увеличения доходов населения и активной инвестиционной политики, способствующей устойчивому развитию страны.

Инфляция в регионе операций ЕАБР замедлится до 7,7% по итогам 2025 г. после 8,9% в 2024 г. Инфляционные процессы в странах будут складываться по-разному. Продолжительный период высоких процентных ставок и укрепление рубля в России приведут к замедлению роста цен до 7,5% по итогам 2025 г. — после 9,5% в 2024 г. Повышение тарифов на жилищно-коммунальные услуги ускорит рост цен в Казахстане до 11,9% в 2025 г. (8,6% в 2024 г.), а в Кыргызстане — до 7,3% (6,3% в 2024 г.). В Беларуси инфляционные процессы ускорятся из-за давления со стороны внутреннего спроса, а также повышенной инфляции в России. В условиях постепенного ослабления административного регулирования рост цен в 2025 г. составит 7,7% — после 5,2% в 2024 г. Инфляция в Армении и Таджикистане сохранится в пределах целевого интервала и составит 3,1% и 3,3% на конец 2025 г. соответственно. Принятые ранее меры денежно-кредитной политики в Узбекистане замедлят рост цен в 2025 г. до 8,1% — после 9,8% в 2024 г.

ГОСУДАРСТВА — УЧАСТНИКИ ЕАБР

↓ Таблица 1. Прогноз ЕАБР. Основные макроэкономические показатели государств — участников Банка (базовый сценарий)

прирост в % к предыдущему году, если не указано другое

Показатель	2023	2024	2025 П	2026 П	2027 П
Республика Армения					
ВВП в сопоставимых ценах	8,3	5,9	5,5	5,3	5,0
Инфляция (на конец периода)	-0,6	1,5	3,1	3,0	2,5
Ставка МБК (в среднем за год), %	10,4	8,1	7,0	6,5	6,0
Курс драма к доллару (в среднем за год)	393	392	392	402	403
Республика Беларусь					
ВВП в сопоставимых ценах	4,1	4,0	3,0	1,9	1,5
Инфляция (на конец периода)	5,8	5,2	7,7	8,9	7,5
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Курс бел. рубля к доллару (в среднем за год)	3,00	3,25	3,28	3,69	4,01
Республика Казахстан					
ВВП в сопоставимых ценах	5,1	4,8	5,5	5,5	5,5
Инфляция (на конец периода)	9,8	8,6	11,9	10,5	6,5
Ставка TONIA (в среднем за год), %	16,4	13,8	15,8	15,1	11,5
Курс тенге к доллару (в среднем за год)	456	469	513	527	545
Кыргызская Республика					
ВВП в сопоставимых ценах	9,0	9,0	10,3	7,1	6,0
Инфляция (на конец периода)	7,3	6,3	7,3	6,8	6,6
Ставка РЕПО — 7 дней (в среднем за год), %	11,4	7,6	4,5	5,9	6,7
Курс сома к доллару (в среднем за год)	88,0	87,1	87,5	89,7	91,9
Российская Федерация					
ВВП в сопоставимых ценах	4,1	4,3	2,0	1,7	1,5
Инфляция (на конец периода)	7,4	9,5	7,5	5,8	4,5
Ключевая ставка (в среднем за год), %	9,9	17,5	20,1	14,7	10,5
Курс рос. рубля к доллару (в среднем за год)	85,8	92,7	90	105	110
Республика Таджикистан					
ВВП в сопоставимых ценах	8,3	8,4	8,4	8,0	7,1
Инфляция (на конец периода)	3,8	3,6	3,3	5,5	6,1
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	10,5	9,3	8,5	9,4	11,1
Курс сомони к доллару (в среднем за год)	10,8	10,8	11,1	11,5	11,9
Республика Узбекистан					
ВВП в сопоставимых ценах	6,3	6,5	6,5	6,3	6,4
Инфляция (на конец периода)	8,8	9,8	8,1	6,8	5,4
Основная ставка (в среднем за год), %	14,3	13,8	13,9	12,4	11,1
Курс сума к доллару (в среднем за год)	11 735	12 652	13 200	14 100	14 500

Примечание: здесь и в остальных таблицах П — прогноз

Источник: национальные ведомства государств — участников ЕАБР, расчеты аналитиков ЕАБР.

ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА: СОСТОЯНИЕ, ПРОГНОЗЫ И ВЛИЯНИЕ НА РЕГИОН ОПЕРАЦИЙ ЕАБР

Риски для роста мировой экономики значительно возросли. Новая волна турбулентности, вызванная тарифной политикой США, значительно увеличила неопределенность, а геополитическая напряженность продолжает ее усиливать. Глобальные цепочки добавленной стоимости в очередной раз оказались под давлением. Темпы роста мировой экономики снижаются. Это ведет к снижению мировых цен на сырье — но, несмотря на это, инфляция остается на рекордах. Причины тому — усиление изоляционизма и фрагментации глобальной экономики.

Деловая активность в мире начала проявлять признаки замедления в конце I квартала 2025 г. на фоне растущей неопределенности, источник которой — объявление о повышении тарифов со стороны США. Опережающие индикаторы сигнализируют о снижении темпов роста мировой экономики. Глобальный показатель PMI в промышленности понижался два месяца подряд и в **апреле 2025 г.** опустился в область сокращения активности (49,8 п.) — впервые за последние 12 месяцев. Ослабление деловой активности **отмечается** во многих крупнейших экономиках, а в ряде стран уже фиксируется и снижение выпуска. Объявление о беспрецедентном с конца 30-х гг. прошлого века увеличении тарифов со стороны США в начале апреля еще более повысило риски глобальных торговых конфликтов. Судить о всех последствиях можно будет лишь по мере достижения устойчивых договоренностей между странами. Однако вне зависимости от дальнейшего развития событий негативное влияние для мировой экономики уже проявляется (см. **врезку 1**).

Экономика США вступила в цикл замедления темпов роста. Рост ВВП составил 2,1% г/г в I квартале 2025 г. после 2,5% г/г в предыдущем квартале. При этом по отношению к предыдущему кварталу зафиксировано сокращение на 0,3% кв/кв¹ — впервые со II квартала 2022 г. Ключевым фактором стало снижение государственных расходов на 0,7% кв/кв вследствие оптимизации бюджета и заморозки ряда федеральных грантов. Замедлился и рост потребления домашних хозяйств — ключевого драйвера экономики со второй половины 2023 г.: оно увеличилось лишь на 1,2% кв/кв в I квартале 2025 г. после 4% кв/кв в IV квартале 2024 г. Основная причина такого замедления — возросшая неопределенность в связи с новой тарифной политикой США, а именно повышением тарифов на импорт из подавляющего большинства стран. На этом фоне снижаются показатели деловой активности. Совокупный индекс PMI опустился до 51,2 п. в **апреле 2025 г.** Это все еще выше нейтральной отметки 50 п. и указывает на рост активности, но это

¹ С устранением сезонного фактора.

минимальный уровень за последние 16 месяцев. Мы ожидаем, что рост расходов населения будет и дальше замедляться на фоне существенного снижения потребительской уверенности: в 2025 г. ее уровень упал на 7,9 п. — до 86 п. (почти как в период пандемии). На этом фоне в базовом сценарии **ожидаем замедления роста экономики США в 2025 г. до 1,4%**, на 0,2 п.п. ниже предыдущего прогноза. Это самый низкий уровень за последние 20 лет, исключая периоды кризисов (2008 и 2020 гг.).

Экономика еврозоны продолжила восстанавливаться — рост составил 1,2% г/г в I квартале 2025 г., как и в IV квартале 2024 г. Такая динамика обеспечивалась потреблением: розничный товарооборот **увеличился** на 1,5% г/г в марте после 1,9% г/г в феврале 2025 г.

Потребительские расходы растут благодаря повышению доходов населения в условиях сильного рынка труда. Уровень безработицы в еврозоне **составил 6,2%** в марте 2025 г. Это исторический минимум, и он заметно ниже естественного уровня (6,7%) (Ruzickova, 2023). Еще одним драйвером роста стал **экспорт товаров**, который вырос на 7,8% г/г в январе – марте 2025 г. Здесь большую роль сыграло увеличение поставок в США: компании стремились успеть экспортировать по максимуму до введения новых таможенных тарифов, дабы сократить издержки, что привело к временной активизации внешней торговли. В итоге производственная активность снижалась не так быстро, как могла бы. PMI в промышленности оставался ниже нейтрального уровня 50 п., который отделяет рост от снижения, но с декабря 2024 г. все же повысился на 4 п. — до 49 п. в апреле 2025 г. На фоне сохраняющейся неопределенности считаем, что рост экспорта и активизация промышленного производства носят временный характер. **Ожидаем, что деловая активность снизится, а частное потребление сократится, вследствие чего рост экономики еврозоны замедлится до 0,6% по итогам 2025 г.** В среднесрочной перспективе **поддержку ВВП может оказать увеличение государственных расходов** на оборону и инфраструктуру двойного назначения. Это становится новым фактором поддержания роста в Европе.

Экономика Китая продолжила расти темпами выше целевого уровня, определенного правительством страны. По итогам I квартала рост впечатляющий — 5,4% г/г, как и в IV квартале 2024 г. **Экспорт** товаров в этот период увеличился на 5,8% г/г, опять же в преддверии повышения тарифов со стороны США. Ожидаемое обострение торгового противостояния стимулировало промышленное производство, рост которого **достиг 6,5%** г/г в I квартале 2025 г. По нашим оценкам, эта динамика не будет устойчивой. Вероятность сокращения производства сохраняется. В апреле индекс деловой активности в промышленности (PMI) **снизился** до 49 п. Индикатор не только перешел в зону сокращения деловой активности, но и опустился на самый низкий уровень с начала 2024 г. О возможном торможении производства свидетельствует и резкое **падение количества новых заказов** в промышленности в апреле 2025 г. после их уверенного роста в феврале – марте.

Экономические власти Китая планируют продолжить политику стимулирования внутреннего спроса. Предусмотрен выпуск облигаций (3 трлн юаней, или около 2,1% ВВП) для инвестиций в модернизацию оборудования, поддержку высокотехнологичных отраслей и стимулирование внутреннего спроса. В мае 2025 г. в очередной раз снижена учетная ставка. Принят обширный пакет мер по стимулированию потребления, включая повышение минимальной заработной платы, субсидий по уходу за детьми и поддержку пенсионной программы. Кроме того, планируется реализация ряда **институциональных реформ**, цели которых — равный доступ к рынкам для предприятий всех форм собственности, защита прав инвесторов и поддержка инноваций предприятий. В этих условиях мы **прогнозируем рост экономики Китая около 5% по итогам 2025 г.**

На фоне замедления в развитых экономиках локомотивом мировой экономики станут крупные развивающиеся экономики. В Индии ВВП в I квартале 2025 г. вырос на 7,4% г/г, что является самым высоким показателем со II квартала 2024 г. Рост был обеспечен, в том числе, сильными результатами сельского хозяйства, которые способствовали увеличению реальных доходов населения (+6% г/г). Высокий потребительский спрос создал условия для рекордного роста строительства (+10,8% г/г). По прогнозам МВФ, экономика Индии может стать четвертой по объему в мире по итогам 2025 г. (IMF, 2025). Высокие темпы роста сохраняют и другие государства Юго-Восточной Азии: Вьетнам (+6,9% г/г), Индонезия (+4,9% г/г). В Латинской Америке увеличился ВВП в Аргентине (+2,1% г/г) и Бразилии (+2,9% г/г). Несмотря на возросшую турбулентность в мировой экономике, эти страны росли за счет расширения инвестиций и потребительского спроса. Сохранение опоры на внутренние источники в развивающихся странах будет поддерживать глобальный экономический рост.

Рост изоляционизма окажет существенное негативное влияние на инфляционную картину в мире. Несмотря на замедление в I квартале 2025 г., инфляция в развитых странах по-прежнему оставалась выше целевых ориентиров. Принятое администрацией президента США в начале апреля 2025 г. решение о введении тарифов привело к резкому снижению цен на ряд ключевых сырьевых товаров. Так, за период с 1 по 9 апреля цена на нефть упала на 12,1%, на медь — на 11,5%, на алюминий — на 8,7% (рисунок 1). Это маркер того, что тарифные конфликты могут привести к снижению цен, в том числе резкому, на сырьевые товары. Снижение мировых цен, особенно на энергоносители, с одной стороны, будет способствовать сдерживанию глобальной инфляции. С другой стороны, повышенные таможенные пошлины и нарушение логистических цепочек приведут к росту внутренних цен. Скорость возврата к целевым значениям инфляции будет во многом зависеть от устойчивости достигнутых договоренностей по уровням тарифов.

↓ Рисунок 1. Цены на отдельные сырьевые товары, долл. за ед.

Нефть, долл. за баррель Brent



Медь, долл. за тонну



Алюминий, долл. за тонну



Золото, долл. за тройскую унцию



Источник: CEIC data.

Инфляция в США замедлилась, однако остается выше целевого уровня. Темп роста цен составил 2,3% г/г в апреле 2025 г. (сравните с 2,9% г/г в декабре 2024 г.) — это самое низкое значение с начала 2021 г. Ключевым фактором стало снижение цен на энергоресурсы (минус 11,5% г/г). Базовая инфляция составила 2,8% г/г в апреле 2025 г. Несмотря на то, что это самый низкий с марта 2021 г. уровень, показатель по-прежнему выше цели (2%). При этом баланс рисков остается смещенным в пользу проинфляционных: повышенные таможенные тарифы и миграционные ограничения создают условия для усиленного роста цен. **Ожидаем ускорения инфляции в США до 3% г/г по итогам 2025 г.** и сохранения выше цели на всем горизонте прогноза.

Инфляционные риски в еврозоне сохраняются, несмотря на снижение показателя инфляции. Темпы роста цен замедлились до 1,9% г/г в мае 2025 г. по сравнению с 2,4% г/г в декабре 2024 г., что ниже цели ЕЦБ. Основными факторами

стало уменьшение цен на энергоносители (-3,6% г/г) и, в некоторой степени, укрепление евро. В то же время устойчивое инфляционное давление сохраняется — базовая инфляция остается выше цели — 2,3% г/г в мае, при этом повышение темпов роста цен отмечается в продовольствии. Снижение процентных ставок и расширение государственных расходов с целью поддержки экономического роста вернет инфляцию выше цели ЕЦБ в 2%. **Прирост цен в еврозоне прогнозируем около 2,3% г/г по итогам 2025 г., а возврат к 2% в 2026–2027 гг. считаем маловероятным.**

↓ Таблица 2. Прогнозные значения основных внешнеэкономических показателей (базовый сценарий)

Показатель	2023	2024	2025П	2026П	2027П
Цена нефти (\$/bbl в среднем за год)					
Brent	83	80	67	63	64
Urals	63	68	56	56	58
Рост ВВП (%)					
США	2,9	2,8	1,4	0,8	1,6
Еврозона	0,4	0,9	0,6	0,5	1,1
Китай	5,4	5,0	4,9	4,4	4,0
Инфляция (% в среднем за год)					
США	4,1	2,9	3,0	2,5	2,3
Еврозона	5,4	2,4	2,3	2,4	2,2
Ключевые процентные ставки (% в среднем за год)					
ФРС	5,0	5,1	4,1	3,6	2,2
ЕЦБ	3,9	3,7	2,3	2,4	2,3

Источники: 2023–2024 гг. — данные МВФ, Всемирного банка, ФРС США, ЕЦБ, 2025–2027 гг. — прогнозы аналитиков ЕАБР.

ФРС США продолжит консервативно подходить к снижению ключевой ставки после сохранения ее в мае [на уровне 4,5%](#). Это уже третье решение о неизменности ставки с начала года, которое принималось на фоне возросших инфляционных рисков. В условиях повышения тарифов активное смягчение денежно-кредитных условий представляется сложным: рост цен может ускориться из-за удорожания импорта и увеличения издержек производства даже несмотря на ослабление экономической активности. Мы полагаем, что ФРС будет понижать процентную ставку по направлению к ее нейтральному уровню осторожными шагами и ее значение сложится **около 4% к концу 2025 г.**

Реальные процентные ставки в еврозоне приблизились к нулевым значениям. ЕЦБ продолжил цикл смягчения денежно-кредитной политики в начале 2025 г. Релевантная для монетарных условий ставка по депозитам овернайт понижена до 2% в июне 2025 г., что близко к текущим уровням годовой инфляции. Все это

происходило на фоне замедления роста цен и сдержанной экономической активности. Ожидаемое усиление проинфляционных рисков, вероятно, приостановит процесс снижения процентных ставок в текущем году. В условиях прогнозируемого ускорения роста цен ожидаем, что **ЕЦБ вернется к циклу повышения процентных ставок в 2026 г.**

Ожидаем среднюю цену нефти сорта Brent в 2025 г. около 67 долл. за баррель.

Помимо замедления роста спроса на нефть из-за торможения мировой экономики, негативное влияние окажет и растущее предложение. Страны ОПЕК+ восстанавливают объемы добычи. В Канаде, Гайане и Бразилии вводятся новые добывающие мощности. Это приведет к тому, что рост предложения превысит рост спроса. В 2026–2027 гг. ожидается стабилизация цены на нефть около 63 долл. за баррель. В условиях сохраняющейся геополитической напряженности текущий уровень дисконта для российской нефти в 2025 г. сохранится, и ее экспортная цена сложится около 56 долл. за баррель. Ожидаем снижения дисконта в последующие годы; это приведет к некоторому подорожанию нефти сорта Urals — до уровня 58 долл. за баррель в 2027 г.

Снизится спрос на черные металлы, следовательно, и средние цены на них и на железную руду — на 13% г/г в 2025 г., с последующим понижением на 7% г/г в 2026 г. В то же время в условиях энергоперехода и наращивания производства микроэлектроники глобальная потребность в цветных металлах, таких как медь и алюминий, продолжит расти, а значит, цены на них не упадут заметно.

Прогнозируемые тенденции в мировой экономике и на сырьевых рынках повышают риски для экономического роста в регионе. Динамика мировых цен на сырьевые товары будет по-разному влиять на экономики отдельных стран. Так, снижение цен на энергоресурсы негативно скажется на экспортной выручке стран — крупных экспортеров нефти (Казахстан и Россия). В то же время рост цен на цветные и драгоценные металлы улучшает внешний фон для их производителей (Армения, Кыргызстан, Таджикистан, Узбекистан). Учитывая, что крупнейшие экономики региона являются экспортерами нефти, оба фактора — изменение цен и замедление роста мирового спроса — в совокупности повлияют скорее негативно. Отрицательный вклад сокращения роста мировой экономики в рост совокупного ВВП региона мы оцениваем около 0,5 п.п. кумулятивно за два года. Глобальный рост неопределенности будет снижать риск-аппетит инвесторов, что ограничит для стран региона возможности привлечения иностранного капитала, несмотря на снижение мировых процентных ставок. Вместе с тем в последние несколько лет регион продемонстрировал высокую адаптивность к изменчивости внешних условий. Опора на внутренние источники и раскрытие внутреннего инвестиционного потенциала — а именно на это сейчас направлены усилия правительств большинства стран — смогут поддержать рост агрегированного ВВП региона и благосостояния населения.

Врезка 1. Тарифный конфликт: сценарии развития, влияние на регион операций ЕАБР

Тарифный конфликт между США и остальным миром стал важным событием первой половины 2025 г. и, возможно, предвестником чего-то большего. Его влияние на мировую экономику может сохраниться надолго (рисунок 2).

Повышение тарифов может иметь значительное влияние на рост, торговлю, доходы и инфляцию. На это указывают экономическая теория и эмпирический опыт (см., в частности, [IMF, 2025](#), [Caliendo et al., 2015](#) и [Furceri et al., 2019](#)). В стране, повышающей тарифы, увеличение стоимости импорта сокращает реальные доходы населения. Это, в свою очередь, ведет к снижению внутреннего спроса и, как следствие, падению реального ВВП. Рост издержек влечет за собой ускорение инфляции. Снижение спроса на импорт способствует реальному укреплению валюты страны, повышающей тарифы, и ограниченному улучшению ее торгового баланса (ограниченному — потому что влияние повышения тарифов на стоимость импорта частично компенсируется влиянием повышения тарифов на обменный курс). Страны, в отношении которых повышаются тарифы, также сталкиваются с падением реальных доходов населения в связи с сокращением экспорта, снижением реального ВВП и в целом благосостояния общества. Повышенные тарифы негативно влияют на реальные валютные курсы и торговые балансы. Влияние тарифов на инфляцию зависит от устойчивости валютных курсов и других факторов, в том числе от степени долларизации внешней торговли (в ситуации, когда тарифы повышают США).

Эскалация тарифных конфликтов приведет к сокращению общего мирового «пирога». Да, при этом будут отдельные выигравшие — компании, отрасли и особенно посредники. Но общее мировое благосостояние сократится. А значит, доля «пирога», приходящаяся на каждого, в среднем уменьшится. Те игроки, которые сейчас выступают за повышение тарифов, могут быть сильно разочарованы из-за недооценки побочных эффектов и недоучета исторического опыта.

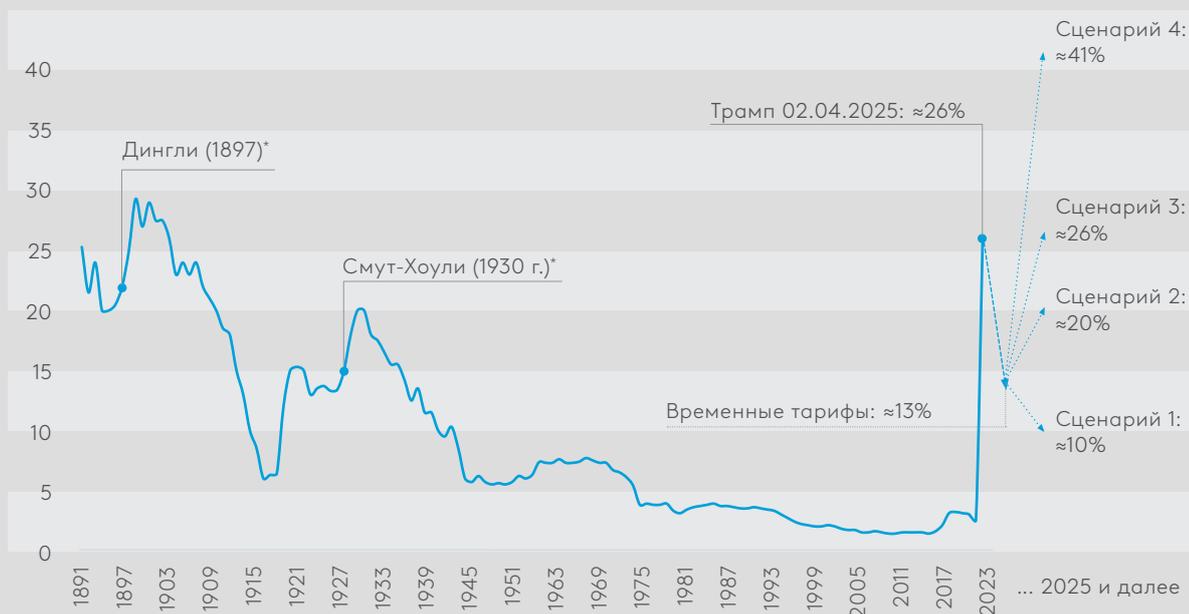
Тарифный конфликт продолжает развиваться. Он начался с введения США повышенных тарифов в отношении ключевых торговых партнеров (20% в отношении Китая, 10–25% — Мексики и Канады) в феврале — марте 2025 г. Со 2 апреля 2025 г. конфликт принял глобальный характер — высокие «взаимные» тарифы были введены США против большей части стран мира². В апреле — мае США снизили давление на большинство партнеров, снизив тарифы до базового уровня 10% на 90 дней³.

² Ставки в диапазоне 10–50%, с [медианным уровнем 25%](#).

³ Период завершится в июле для большинства стран (для Китая — в августе).

Представляются возможными несколько вариантов развития ситуации (рисунок 2).

↓ Рисунок 2. Средние тарифы на импорт в США



*Закон конгрессмена Дингли 1897 г. приняли при президенте МакКинли, чтобы защитить американскую промышленность после периода снижения тарифов. Этот закон значительно повысил пошлины на многие импортные товары.

*Закон конгрессменов Смута и Хоули 1930 г. приняли в начале Великой депрессии. Он установил высокие тарифы — около 60% — примерно на треть всего импорта в США. Закон был направлен на защиту американских производителей, но вызвал ответные меры со стороны других стран и усугубил экономический кризис.

Сценарий 1 — ограниченное повышение тарифов со стороны США без ответных мер. Средняя ставка тарифов со стороны США на уровне 10%.

Сценарий 2 — смягченный вариант тарифов, введенных 2 апреля 2025 г. Средняя ставка со стороны США — 20%.

Сценарий 3 — тарифы 2 апреля + первоначальные ответные меры. Средняя ставка со стороны США составит 26%.

Сценарий 4 — сценарий 3 + заградительные тарифы. Средняя ставка тарифов со стороны США составляет около 41%.

Источник: расчеты аналитиков ЕАБР на основе данных МВФ и СМИ.

Суммарное отрицательное воздействие тарифного конфликта на рост мировой экономики за два года может достичь⁴ 0,8 п.п., если события будут развиваться по **сценарию 3** (средний тариф 26%). Другие прогнозы указывают на аналогичные по масштабу эффекты, например (Ai et al., 2025), оценивают влияние тарифов на ведущие экономики мира — США, Китай, еврозону — в пределах 1 п.п. в рамках **сценария 2** (средний тариф 20%). По ожидаемому влиянию на рост мирового ВВП **тарифный конфликт менее выражен, чем четыре наиболее масштабных шока последних 30 лет, но весьма значителен (рисунок 3).**

⁴ IMF, 2025.

↓ Рисунок 3. Влияние кризисов на рост мировой экономики: накопленный ущерб за два года и изменение цен на сырье



* За начало долгового кризиса еврозоны здесь принят III квартал 2011 г.

** Прогноз МВФ в рамках сценария 3.

*** В качестве индикатора мировых цен на сырье здесь используется индекс Всемирного банка.

§ Оценка получена на основе опыта предыдущих четырех кризисных эпизодов, исходя из предположения пропорциональности влияния кризиса на мировой ВВП и цены на сырье.

Источник: расчеты аналитиков ЕАБР на основе данных МВФ.

Влияние тарифного конфликта на мировые цены на сырье будет умеренно негативным. Сокращение роста мирового ВВП на 0,8 п.п. кумулятивно за два года может сопровождаться падением цен на сырье примерно на 5%.

Тарифный конфликт для стран — участниц ЕАБР окажется менее масштабным шоком, чем основные кризисы 2000–2024 гг. Количественные оценки влияния конфликта на рост ВВП стран — участниц ЕАБР в сценарии 3 представлены в таблице 2. Даже существенное повышение тарифов США и другими ведущими экономиками будет иметь лишь ограниченное влияние на регион.

↓ Таблица 3. Влияние тарифного конфликта на экономики стран — участниц ЕАБР, сценарий 3

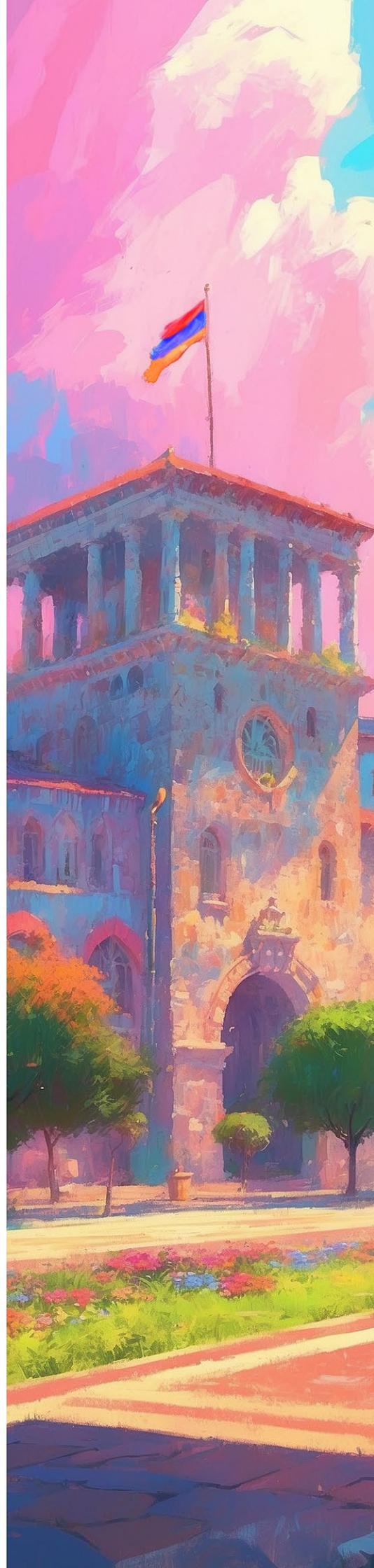
	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Таджикистан	Узбекистан
Накопленный эффект за два года, п.п. ВВП	-1,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,7	-0,4

Источник: расчеты аналитиков ЕАБР на основе ИСМ ЕАБР.

РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ



Источник: leonardo.ai



РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ

Рост ВВП Армении прогнозируется на уровне 5,5% в 2025 г. Инфляция по итогам 2025 г. составит 3,1% в условиях восстановления мировых цен на продовольствие и увеличения внутреннего спроса. В прогноз на 2025 г. заложено стимулирующее влияние бюджетной политики на экономику.

Текущая ситуация

ВВП Армении вырос на 5,2% по итогам I квартала 2025 г. Темпы экономического роста, согласно нашим прогнозам, скорректировались после высоких показателей из-за положительного импульса со стороны внешнего сектора. Наибольший вклад в рост ВВП внес сектор услуг — финансовая деятельность, информация и связь, операции с недвижимым имуществом, а также строительство (увеличились соответственно на 27,5%, 16,2%, 7,2% и 14% г/г). Потребительские расходы домашних хозяйств и инвестиции были основными драйверами со стороны спроса (рост соответственно на 15,3% и 25,3% г/г). Чистый экспорт повлиял отрицательно: экспорт товаров и услуг снизился на 53,4% г/г, импорт — на 45,2% г/г в I квартале 2025 г.

Экономическая активность в Армении увеличилась на 4,4% г/г в январе – апреле 2025 г. Рост был обеспечен секторами услуг (+9,9% г/г), торговли (+5,2% г/г) и строительства (+15,0% г/г). В январе – апреле спад в промышленном секторе (минус 16,1% г/г) сохранился: исчерпан положительный эффект от наращивания внешней торговли драгоценными металлами и их переработки в начале прошлого года. По той же причине в январе – апреле сохранилась отрицательная динамика экспорта и импорта (соответственно минус 60,4% г/г и минус 46,5% г/г). Вместе с тем отрицательное влияние на экономическую активность было компенсировано ростом в сфере услуг. На деловую активность продолжают положительно влиять сектора строительства на фоне роста ипотечного кредитования (на 34% г/г в апреле 2025 г.) и торговли. На внутренний спрос положительно повлияли высокие темпы роста кредитования населения (на 30% г/г в апреле 2025 г. после 27% г/г в декабре 2024 г.). Показатели экономической активности ускорят рост во втором полугодии по мере восстановления положительной динамики в промышленности.

В январе — апреле 2025 г. приток трансграничных переводов в Армению увеличился на 6% г/г и составил 1,8 млрд долл., сохраняя исторический максимум⁵. Порядка половины роста обеспечили переводы из РФ. Вместе с тем за тот же период на 11,4% г/г увеличился отток — преимущественно в Швейцарию. Чистый приток некоммерческих переводов, которые включают переводы домашним хозяйствам и переводы трудовых мигрантов, увеличился на 24% г/г в январе — марте

⁵ В 2022, 2023 и 2024 гг. приток трансграничных переводов физических лиц в Армению составил соответственно 5,1; 5,6 и 5,8 млрд долл. против 2,0 млрд долл. в среднем за год в 2019–2021 гг. Вместе с тем в 2023 и 2024 гг. усилился отток.

текущего года после снижения в 2022 и 2023 гг., что придало дополнительный импульс внутреннему спросу.

Инфляция вернулась в целевой диапазон ЦБ РА (3±1%) в I квартале 2025 г., как и предполагалось в нашем прогнозе. В конце 2024 г. Армения вышла из дефляции — рост цен составил 1,5% г/г в декабре и ускорился до целевого интервала в феврале 2025 г., составив 2,6% г/г. Рост цен составил 4,3% г/г в мае после 3,2% г/г в апреле. На ускорение роста цен в начале года повлияло снижение ставки рефинансирования ЦБ РА, рост внутреннего спроса и восстановление международных цен на продовольствие.

Центральный банк завершил цикл снижения ставки рефинансирования в I квартале 2025 г. На заседании 6 мая Центральный банк Армении вновь сохранил ставку рефинансирования на уровне 6,75% — так же, как и в марте. В I квартале 2025 г. инфляция приблизилась к целевому показателю. Регулятор отметил, что ожидается слабое проинфляционное влияние на экономику Армении из внешнего сектора, что обусловлено жесткими условиями на рынках труда в странах — торговых партнерах и повышенной мировой инфляцией. В последний раз ставка была снижена в феврале текущего года — на 0,25 п.п. — и за весь цикл суммарно снизилась на 4 п.п. с 10,75% (показатель июня 2023 г.).

В январе – апреле текущего года стоимостные объемы экспорта и импорта снизились на 60,4% г/г и 46,5% г/г соответственно — как результат того, что положительное влияние внешней торговли драгоценными металлами исчерпано⁶. Ожидаем, что такая динамика будет наблюдаться в течение всего первого полугодия 2025 г. Без влияния фактора торговли драгоценными и недрагоценными металлами рост объемов экспорта составил 4,4% г/г, а импорта 7,8% г/г в январе – апреле текущего года.

Баланс государственного бюджета сформировался с профицитом в размере 0,6% ВВП в январе – апреле 2025 г.⁷ (в аналогичном периоде 2024 г. показатель был 0,5% ВВП). Доходы увеличились на 14,9% г/г, в то время как расходы — на 14% г/г. На 2025 г. запланированный правительством уровень дефицита составляет 5,5% ВВП — после 3,7% ВВП годом ранее, что допускает ускорение роста государственных расходов в течение оставшейся части 2025 г.

Государственный долг составил 51,5% ВВП по состоянию на апрель 2025 г.⁸ (в апреле 2024 г. — 46% ВВП). Рост показателя произошел за счет наращивания внутреннего и внешнего долга правительства (соответственно до 24,8% и 26,7% ВВП в апреле 2025 г.). Государственный долг РА снижался последние несколько

⁶ В конце 2023 г. и первом полугодии 2024 г. значительно увеличилась роль промышленного производства, что связано в первую очередь с увеличением производства и внешней торговли драгоценными и основными металлами, в частности — с импортом и переработкой золота и золотых изделий для дальнейшего экспорта.

⁷ По отношению к ВВП последних четырех кварталов.

⁸ По отношению к ВВП последних четырех кварталов.

лет, опустившись с 67,4% на конец 2020 г. до 50,7% ВВП на конец 2024 г. в условиях сдерживающей фискальной политики и сокращения дефицита бюджета, высоких темпов роста ВВП и укрепления обменного курса. Вместе с тем правительство планирует увеличение размера долга в 2025 г. и его стабилизацию на уровне 55% ВВП в среднесрочной перспективе. В марте 2025 г. РА разместила евробонды в размере 750 млн долл. со сроком погашения 10 лет. Размещение евробондов было нацелено на финансирование дефицита в 2025 г., в том числе с целью рефинансирования еврооблигаций номинальной стоимостью 313,2 млн долл. со сроком погашения в 2025 г. Уровень международных резервов достиг после этого 3,9 млрд долл. (близко к историческому максимуму — 4,1 млрд долл. в 2023 г.), что выступило дополнительным фактором сохранения стабильности национальной валюты. **В начале 2025 г. рейтинговое агентство Fitch подтвердило долгосрочный суверенный рейтинг Республики Армения в иностранной валюте на уровне «ВВ-» со «стабильным» прогнозом.**

Прогноз

↓ Таблица 4. Основные макроэкономические показатели Армении (базовый сценарий)

Показатель	2023	2024	2025П	2026П	2027П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	8,3	5,9	5,5	5,3	5,0
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	-0,6	1,5	3,1	3,0	2,5
Ставка МБК (%, в среднем за год)	10,4	8,1	7,0	6,5	6,0
Курс армянского драма к доллару (в среднем за год)	393	392	392	402	403

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

ВВП Армении увеличится на 5,5% в 2025 г. Рост экономики приблизится к устойчивым темпам (рисунок 4.А) после высоких показателей последних трех лет (подробнее см. [Макроэкономический обзор ЕАБР. Октябрь 2024. Врезка 2](#)). Стимулирующее влияние налогово-бюджетной политики, высокие темпы кредитования населения и восстановление денежных переводов будут поддерживать спрос в 2025 г. В 2026 и 2027 гг. экономический рост сложится вблизи долгосрочных темпов — 5,3% и 5,0% соответственно (таблица 4).

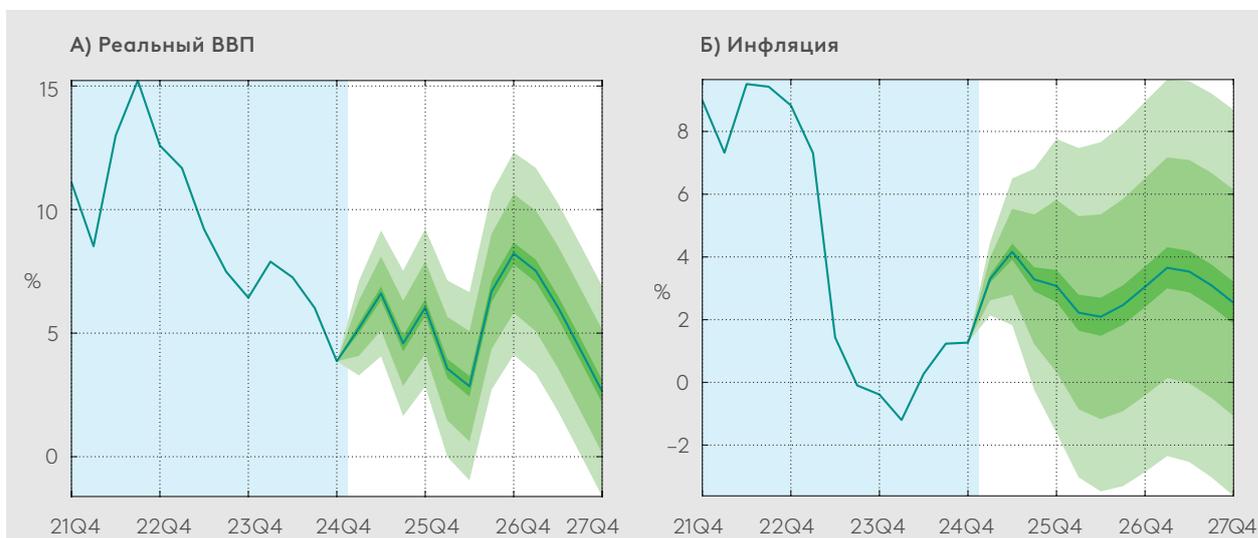
В 2025 г. ожидается некоторое охлаждение экономического роста основных торговых партнеров. В России, США и Китае динамика экономики станет более умеренной, но все еще будет достаточно высокой. Относительно стабильный внешний спрос на экспортируемые товары, а также восстановление положительной

динамики чистых объемов денежных переводов после сокращения в 2024 г.⁹ окажут поддержку экономике Армении на всем прогнозном горизонте.

Инфляция прогнозируется на уровне 3,1% г/г на конец 2025 г. (рисунок 4.Б).

Инфляция будет находиться вблизи целевого диапазона ($3\pm 1\%$) в течение года. Этому будут способствовать восстановление роста мировых цен на продовольствие, эффект снижения ставки рефинансирования за последние полтора года, стимулирующая бюджетная политика и умеренное ослабление курса драма к концу года. В 2026–2027 гг. инфляция несколько замедлится после восстановления в 2025 г. и сложится вблизи нижней границы целевого диапазона ЦБ РА, составляя в среднем 2,8% в год. Подобная динамика будет обусловлена стабилизацией роста мировых цен на продовольствие, возвратом экономики к долгосрочным темпам роста и небольшим ослаблением курса драма.

↓ Рисунок 4. Прогноз экономической активности и инфляции в Армении



Примечание: здесь и далее до конца материала данные по ВВП и инфляции приведены с устранением сезонности, диапазоны диаграмм соответствуют доверительным интервалам 10%, 50% и 75%.

Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс армянского драма

Ставка рефинансирования составит 6,8% в среднем за 2025 г. (рисунок 5.А).

В условиях нахождения инфляции в целевом диапазоне ЦБ РА и сбалансированного роста внутреннего спроса ставка рефинансирования сохранится на текущем уровне (6,75%) до конца 2025 г. Вместе с тем, по нашим оценкам, денежно-кредитная политика повлияет на спрос слабо-положительно в текущем году и нейтрально — в среднесрочной перспективе. В 2026–2027 гг. ставка сформируется вблизи 6,5%, что будет соответствовать стабильному нахождению инфляции в целевом диапазоне ЦБ РА, а темпов роста ВВП — на долгосрочном устойчивом уровне, который оценивается около 5% в год.

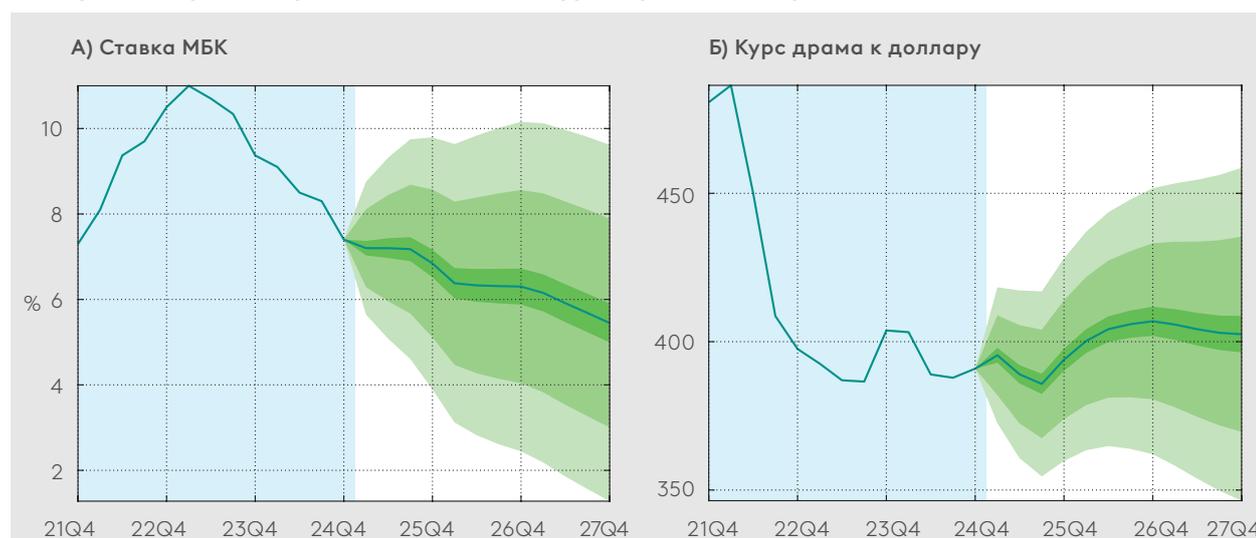
⁹ В январе – апреле 2025 г. чистый приток некоммерческих трансграничных переводов увеличился на 24% г/г после снижения соответственно на 35% и 44% в 2023 и 2024 гг.

Среднегодовой курс драма к доллару прогнозируется на уровне 392 в 2025 г. (рисунок 5.Б). Драм будет стабильным на протяжении почти всего 2025 г. Восстановление динамики чистого притока денежных переводов после сокращения в 2024 г. и высокий уровень международных резервов окажут поддержку национальной валюте. В 2026–2027 гг. среднегодовой курс составит около 402 драмов за доллар. Постепенное умеренное ослабление армянского драма по сравнению с текущим годом будет происходить на фоне снижения ставок на денежном рынке и замедления темпов роста экономики. Помимо этого, на динамику обменного курса драма повлияет рост импорта в условиях стабильного внутреннего потребительского и инвестиционного спроса.

Стимулирующая бюджетная политика в 2025 г. Влияние бюджетной политики на спрос в 2025 г., по нашей оценке, будет стимулирующим с учетом **планов правительства** по достижению дефицита бюджета в 5,5% ВВП после 3,7% в 2024 г. Расширение дефицита будет связано с увеличением уровня расходов на 1,8 п.п. до 30,8% ВВП, в то время как доходы в 2025 г. будут стабильны — 25,3% ВВП. Правительство планирует увеличить уровень капитальных расходов до 6,3% ВВП в 2025 г. и стабилизировать их на уровне 5,9% ВВП в 2026–2027 гг. Успешная реализация этих планов будет способствовать повышению общей производительности, что позитивно отразится на темпах потенциального роста экономики в среднесрочном периоде.

В 2026–2027 гг. прогнозируем нейтральное влияние бюджетной политики на спрос с учетом плавного снижения расходов до 29% ВВП и повышения налоговых доходов до 25% ВВП к 2027 г.

↓ Рисунок 5. Прогноз процентной ставки и курса армянского драма



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Вероятность резкого оттока капитала и трудовых ресурсов и связанных с этим экономических потерь (подробнее см. [Макроэкономический прогноз ЕАБР 2023–2025](#)) **становится маловероятным риском** для экономики Армении. Процесс оттока, скорее всего, будет растянут во времени, и его влияние будет постепенным, поэтому экономика успеет адаптироваться к новым условиям и компенсировать потери другими способами.

Ухудшение геополитической обстановки в регионе. Это повышает неопределенность прогнозов относительно основных макроэкономических показателей. В случае реализации неблагоприятных сценариев увеличатся проинфляционные риски и риски ослабления внешнего спроса и повысится страновая премия за риск.

РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ



Источник: leonardo.ai



РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

Экономика Беларуси сохранила высокие темпы роста в I квартале 2025 г. Драйвером стало увеличение внутреннего спроса как в потребительском, так и в инвестиционном сегменте. Инфляция ускоряется на фоне повышенного внутреннего спроса и возросших издержек на труд. В базовом сценарии прогнозируется, что ВВП Беларуси увеличится на 3% в 2025 г. благодаря расширению кредитной поддержки инвестиций.

Текущая ситуация

Белорусская экономика росла высокими темпами в начале 2025 г. ВВП увеличился на 2,8% г/г в январе – апреле 2025 г. после прироста на 2,5% г/г в IV квартале 2024 г. Динамика экономической активности заметно превышала средний долгосрочный темп роста выпуска на фоне высокой загрузки производственных мощностей — близкой к максимальной за более чем десятилетний период.

Внутренний спрос оставался драйвером экономического роста. Потребительская активность поддерживалась увеличением доходов и расширением кредитования населения. Так, розничная торговля выросла на 10% г/г за январь – апрель 2025 г., а общественное питание — на 4,8% г/г. Росту внутреннего спроса способствовало и заметное расширение инвестиций в основной капитал — на 15% г/г за январь – апрель 2025 г. Увеличились вложения как в машины, оборудование и транспортные средства (на 21,2% г/г), так и в строительно-монтажные работы (на 12,8% г/г). Инвестиции активно росли в частном секторе и на государственных предприятиях. Этому способствовали усилия властей по запуску нового инвестиционного цикла, а также необходимость расширения производственных мощностей и увеличения производительности труда для поддержания высокого объема выпуска.

Усиление внутреннего спроса стимулировало рост выпуска в большинстве секторов белорусской экономики. Строительство обеспечило 0,5 п.п. из прироста ВВП на 2,8% г/г в январе – апреле текущего года. Промышленность добавила 0,3 п.п., торговля — 0,2 п.п., а транспортный сектор — 0,1 п.п. Активность в сфере информации и связи продолжила восстанавливаться в начале текущего года: добавленная стоимость увеличилась на 5,5% г/г, что обеспечило 0,3 п.п. годового прироста ВВП.

На рынке труда в I квартале 2025 г. сохранялся дефицит рабочей силы. Уровень безработицы снизился до нового минимума в 2,8%, а количество вакансий еще выросло. Меры властей по вовлечению населения в трудовую деятельность способствовали увеличению численности занятого населения на 0,2% г/г в апреле 2025 г., но повышенный спрос на работников сохранился. В результате заработные платы продолжали расти быстрыми темпами — 1,7% г/г в январе — апреле 2025 г. в реальном выражении.

Инфляция ускорилась в начале 2025 г. под воздействием возросших издержек и сохраняющегося быстрого роста цен в ключевом экономическом партнере Беларуси — России. Инфляция достигла 6,5% г/г в апреле текущего года, увеличившись с 5,2% г/г в декабре 2024 г. Прирост цен вышел за пределы целевого уровня (не более 5% г/г по итогам 2025 г.). Повышенный внутренний спрос и рост затрат на оплату труда формировали проинфляционное давление, которое выразилось в ускорении базовой инфляции с 5,5% г/г в декабре 2024 г. до 6,6% г/г в апреле 2025 г. Высокий рост цен в России в сочетании с ослаблением белорусского рубля к российскому стали дополнительными факторами ускорения инфляции в Беларуси, главным образом в части продуктов питания. Темпы роста административно регулируемых цен и тарифов поднялись с 4,4% г/г в декабре 2024 г. до 6,2% г/г в апреле 2025 г. К этому привели увеличение тарифов на жилищно-коммунальные услуги и повышение цен на топливо.

Процентные ставки по кредитам и вкладам в белорусских рублях несколько увеличились в I квартале 2025 г. Высокие ставки в России и сужение профицита ликвидности в банковской системе Беларуси способствовали повышению процентных ставок. Однако рост кредитования оставался высоким из-за сохранения повышенного спроса на товары и услуги. В результате денежная масса продолжала расти — 15,9% г/г в апреле 2025 г. в целом и 27,8% г/г в национальной валюте.

Дефицит внешней торговли товарами расширился в I квартале 2025 г. в условиях роста внутреннего спроса и сокращения экспорта. Отрицательное сальдо торговли товарами составило 1,4 млрд долл. (8% ВВП) в январе – марте 2025 г., увеличившись с 0,7 млрд долл. (4,1% ВВП) в январе – марте 2024 г. Расширение дефицита стало следствием роста импорта товаров при сокращении их экспорта. Импорт увеличился на 1,6% г/г в I квартале 2025 г. На фоне высокого внутреннего спроса поставки инвестиционных товаров в страну, по данным Белстата, выросли на 11,6% г/г, а потребительских — на 8% г/г. Экспорт белорусской продукции сократился на 7,7% г/г в I квартале 2025 г., в том числе в страны СНГ — на 1,9% г/г, а в страны вне СНГ — на 11,6% г/г. Снижение экспорта связано с возросшей конкуренцией и ослаблением динамики спроса на российском рынке. Дефицит внешней торговли товарами частично компенсировался профицитом торговли услугами, который увеличился на 16,6% г/г и составил 0,8 млрд долл. в январе – марте 2024 г.

Дефицит внешней торговли поддерживал чистый спрос на иностранную валюту со стороны предприятий, который компенсировался ее продажей населением и нерезидентами. В результате курс белорусского рубля в терминах корзины валют оставался стабильным в первые четыре месяца текущего года. При этом компоненты корзины демонстрировали разнонаправленную динамику. Укрепление белорусского рубля к доллару на 12,2% и к юаню на 13,6% с начала года было нивелировано ослаблением к российскому рублю на 8,9%.

Золотовалютные резервы Беларуси выросли на 2 млрд долл. с начала текущего года — до исторически максимального уровня 10,94 млрд долл. на 1 мая 2025 г. Стоимость золота в составе резервов увеличилась на 1,2 млрд долл. за счет удорожания драгоценного металла на мировом рынке. Активы в иностранных валютах возросли на 0,8 млрд долл., чему могла способствовать покупка Нацбанком валюты на бирже в апреле 2025 г. в размере около 0,6 млрд долл.

Прогноз

↓ Таблица 5. Основные макроэкономические показатели Беларуси (базовый сценарий)

Показатель	2023	2024	2025П	2026П	2027П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	4,1	4,0	3,0	1,9	1,5
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	5,8	5,2	7,7	8,9	7,5
Ставка рефинансирования (% годовых в среднем за год)	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Курс белорусского рубля к доллару (в среднем за год)	3,00	3,25	3,28	3,69	4,01

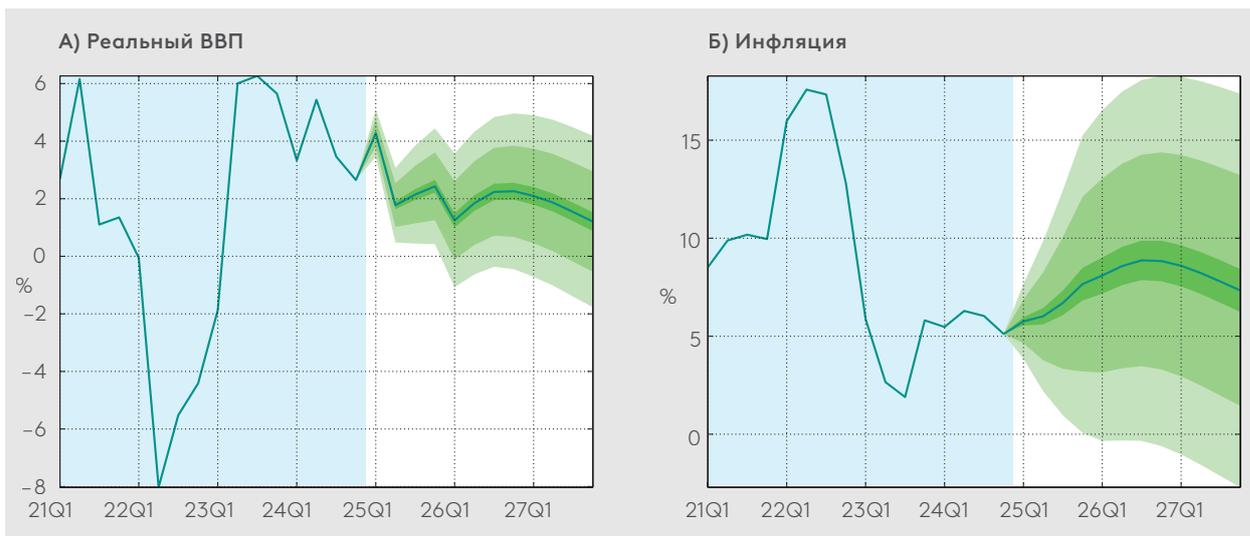
Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

В базовом сценарии рост ВВП прогнозируется в размере 3% в 2025 г. Прогноз повышен на 0,4 п.п. на фоне сильных результатов I квартала 2025 г. и ожидаемого расширения кредитования инвестиционных проектов (НБ РБ, 2025). Внутренний спрос останется драйвером роста экономики. Поддержкой потребительской активности станут увеличение доходов населения и высокая потребительская уверенность домашних хозяйств. Инвестиционный спрос продолжит расширяться за счет реализации государственной инвестиционной программы. Восстановление выпуска в сфере информационных технологий также будет содействовать увеличению ВВП. Ограничивающее воздействие на экономическую активность окажет ослабление динамики спроса в российской и мировой экономиках вкпе с ограничениями, связанными с дефицитом работников и производственных мощностей.

В 2026–2027 гг. экономика будет возвращаться к траектории сбалансированного роста. ВВП увеличится на 1,9% в 2026 г. и на 1,5% в 2027 г. (рисунок 6.Б). Возможности роста за счет экспорта будут сдерживаться замедлением российской экономики, дефицитом рабочей силы и ограниченностью производственных мощностей. Сохранение роста реальных заработных плат будет поддержкой внутреннему спросу.

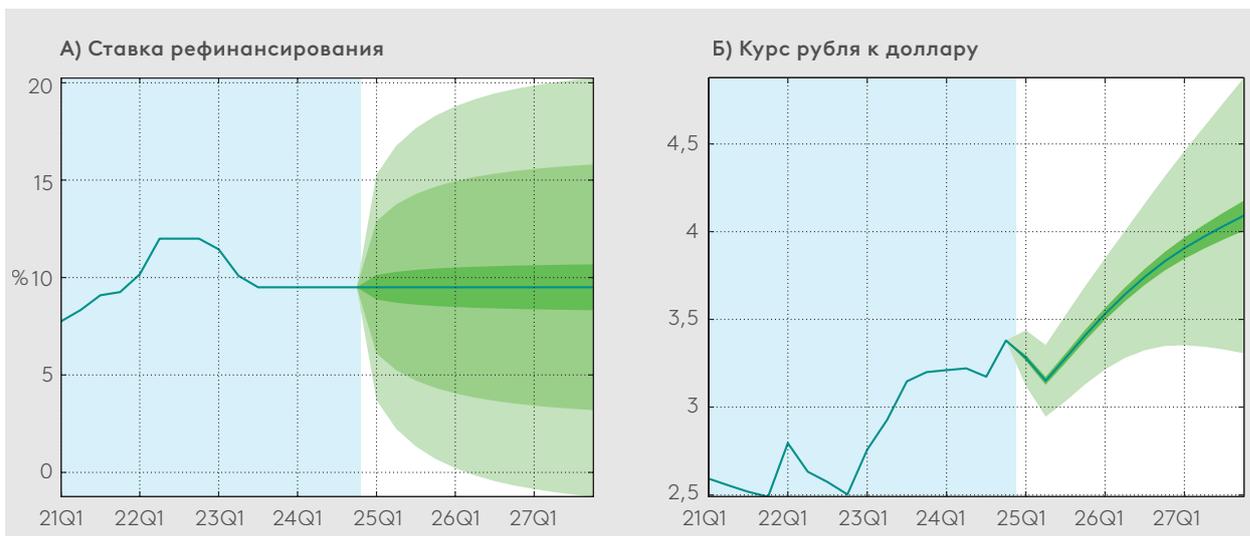
↓ Рисунок 6. Прогноз экономической активности и инфляции в Беларуси



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Инфляция ускорится до 7,7% г/г к концу 2025 г. (рисунок 6.А). Рост заработных плат и повышенный потребительский спрос будут поддерживать ценовое давление. Ослабление белорусского рубля к российской валюте и сохранение повышенной инфляции в России также останутся проинфляционными факторами. В 2026 г. прогнозируем увеличение роста цен до 8,9% г/г. Накопленное инфляционное давление будет переноситься в цены при условии смягчения их административного регулирования. По мере замедления динамики внутреннего спроса рост цен замедлится до 7,5% г/г в 2027 г.

↓ Рисунок 7. Прогноз ставки рефинансирования и курса белорусского рубля



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс белорусского рубля

Национальный банк сохранит ставку рефинансирования около 9,5% на всем горизонте прогноза (рисунок 7.А). Рост инфляционного давления ограничит возможности регулятора в части смягчения монетарной политики. Ужесточения денежно-кредитных условий при этом не ожидается на фоне заявленной Нацбанком политики по расширению кредитной поддержки инвестиций.

Среднегодовой курс белорусского рубля к доллару прогнозируется около 3,28 в 2025 г. (рисунок 7.Б). Его ослаблению во второй половине 2025 г. по сравнению с текущими уровнями будет способствовать дефицит внешней торговли и прогнозируемое возвращение к концу года курса российского рубля к доллару к уровню выше 90 российских рублей за доллар.

Риски

Резкое ослабление глобального экономического роста может привести к заметному замедлению белорусской экономики. Влияние будет преимущественно через ухудшение экономической ситуации в России, что приведет к заметному сокращению спроса на белорусские товары на российском рынке. Ослабление белорусского рубля при реализации рискованного сценария станет фактором усиления инфляционных процессов и, как следствие, сокращения реальных доходов населения и сжатия внутреннего спроса.

Сохранение высоких темпов роста экономики России — позитивный фактор риска для белорусской экономики. Если ВВП России будет расти на 2,5% в год или выше в среднесрочной перспективе, то белорусский экспорт получит новый импульс к росту. В силу значительных межотраслевых эффектов, генерируемых экспортно-ориентированной промышленностью, более высокий (в сравнении с базовым прогнозом) рост выпуска будет поддерживаться и в других отраслях экономики. В результате рост ВВП может сохраниться вблизи 3% в среднесрочной перспективе.

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН



Источник: leonardo.ai



РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

Прогнозируем устойчивый рост экономики на уровне около 5,5% в 2025–2027 гг. Масштабные меры поддержки инвестиционных проектов, объем финансирования которых запланирован на уровне 6% ВВП, с запасом нивелируют отрицательные эффекты внешних шоков. Инфляция повысится до 11,9% на конец 2025 г. в условиях роста инфляционных ожиданий. Это создаст предпосылки для сохранения базовой ставки на уровне 16,5% до конца I квартала 2026 г.

Текущая ситуация

Экономика набирает обороты в начале 2025 г. Рост ВВП ускорился до 6,0% г/г в январе – апреле после 5,4% г/г в январе 2025 г. Ключевую роль в повышении показателя сыграл промышленный сектор, темпы роста которого повысились до 6,6% г/г в январе – апреле после 2,3% г/г в январе. Такая динамика обусловлена расширением активности в обрабатывающих секторах, а также тестовым запуском новых мощностей на нефтяном месторождении Тенгиз. Сектор услуг по-прежнему составляет основу роста, ключевой вклад внесли сектора транспорта и складирования, а также оптовой и розничной торговли. Совокупный PMI обрабатывающей промышленности и сферы услуг в мае составил 51,4, указывая на рост в течение семи месяцев. Сохраняется оптимизм в отношении перспектив деловой активности в частном секторе.

Инфляция продолжила движение выше целевого ориентира в начале 2025 г. Рост потребительских цен ускорился до 11,3% г/г в мае и 10,7% г/г в апреле 2025 г. после 8,6% г/г в декабре 2024 г. Ключевой вклад в повышение показателя внес сектор услуг (4,5 п.п. по итогам апреля 2025 г.), что во многом обусловлено ростом регулируемых тарифов и удорожанием рыночных услуг. Ослабление курса тенге, наблюдавшееся в конце 2024 г. – начале 2025 г., транслировалось в импортные цены непродовольственных товаров. Дополнительным фактором выступил всплеск инфляционных ожиданий, связанных с планируемой налоговой реформой. Это привело к росту цен в продовольственном сегменте (до 8,5% г/г в апреле 2025 г. с 5,5% г/г в декабре 2024 г.) и в непродовольственном (до 8,9% г/г с 8,3% г/г).

Улучшение состояния счета текущих операций. Профицит счета текущих операций достиг 669,8 млн долл. по итогам I квартала 2025 г., согласно предварительной оценке НБ РК. Годом ранее дефицит составил 46,1 млн долл. Такая динамика связана со снижением инвестиционных доходов, которые Казахстан выплачивает прямым иностранным инвесторам. В I квартале 2025 г. их объем составил 4,6 млрд долл. против 5,4 млрд долл. годом ранее. Кроме того, положительно повлияло увеличение профицита баланса товаров и услуг на 314,9 млн долл., что объясняется ростом экспорта и сокращением импорта.

Профицит торгового баланса зафиксирован по итогам января – марта 2025 г.

Положительное сальдо торгового баланса в январе – марте 2025 г. составило 3,5 млрд долл. — это на 2,2 млрд долл. меньше по сравнению с аналогичным периодом годом ранее. Снижение показателя связано с сокращением стоимостных объемов экспорта на 11,9% г/г, тогда как стоимостной объем импорта сохранился на уровне января – марта 2024 г., составив 12,9 млрд долл. В начале года отмечено сокращение экспорта топливно-энергетических товаров на 18,8% г/г. При этом рост экспорта поддерживался увеличением стоимостного объема вывозимого продовольствия на 36,2% г/г. Сдерживающее влияние на импорт оказало снижение поставок металлов и изделий из них (минус 12,1% г/г). Увеличение расходов на импорт преимущественно определялось ростом поставок топливно-энергетических товаров (+34,2% г/г), машин и оборудования (+1,6% г/г).

Национальный банк повысил базовую ставку на 125 б.п. до 16,5% в феврале 2025 г.

на фоне ускорения темпов роста цен по всем компонентам потребительской корзины. Нарастание давления обусловлено повышенным уровнем инфляционных ожиданий на фоне развернувшейся дискуссии по налоговой реформе, а также реализацией среднесрочной программы повышения тарифов в сфере жилищно-коммунального хозяйства. Высокий уровень неопределенности во внешней среде, удорожание продовольственных товаров и сохранение проинфляционного давления со стороны внутреннего спроса создают предпосылки для удержания базовой ставки на уровне не ниже 16,5% продолжительное время.

Профицит государственного бюджета расширился в начале 2025 г.

Положительное сальдо государственного бюджета Казахстана в январе – марте 2025 г. составило 78 млрд тенге. Годом ранее в аналогичном периоде отмечен дефицит в размере 271,3 млрд тенге. Доходы бюджета выросли на 16,2% г/г. Рост обеспечен увеличением налоговых поступлений на 18,6% г/г на фоне низких показателей января – марта 2024 г. (было сокращение на 2,5% г/г). Дополнительное положительное влияние оказало увеличение сборов неналоговых платежей в 2,3 раза (преимущественно за счет роста в 8,5 раза поступлений в специальные государственные фонды). Объем трансферта из Национального фонда сохранился на уровне предыдущего года, составив 1,45 трлн тенге, или 20% от общего объема доходов. Расходы государственного бюджета выросли на 9,5% г/г на фоне увеличения трат на образование, социальное обеспечение и обслуживание долга.

Рейтинговое агентство S&P подтвердило суверенный рейтинг Казахстана на уровне «BBB-», прогноз — «стабильный».

Решение основано на том, что положительная динамика роста ВВП во многом обеспечивается нефтегазовым сектором. Важными факторами также выступили наличие значительных внешних резервов (накопленный объем валовых международных резервов НБ РК и внешних активов Национального фонда на конец 2024 г. составил 35,7% ВВП) и умеренный объем внешнего долга (57,6% ВВП на конец 2024 г.). Дальнейшая диверсификация экономики и повышение эффективности налогово-бюджетной политики будут способствовать повышению кредитного рейтинга республики.

Прогноз

↓ Таблица 6. Основные макроэкономические показатели Республики Казахстан (базовый сценарий)

Показатель	2023	2024	2025П	2026П	2027П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	5,1	4,8	5,5	5,5	5,5
Инфляция (% г/г на конец года)	9,8	8,6	11,9	10,5	6,5
Ставка TONIA (% годовых в среднем за год)	16,4	13,8	15,8	15,1	11,5
Курс казахстанского тенге к доллару США (в среднем за год)	456	469	513	527	545

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

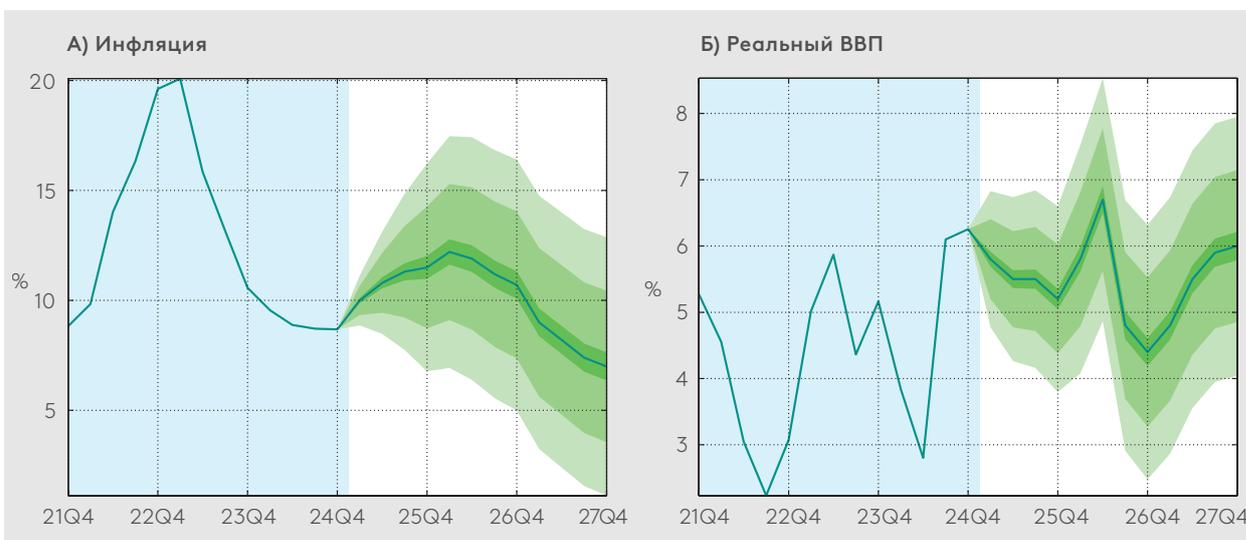
В 2025 г. темпы роста ВВП повысятся до 5,5% г/г. Мы сохранили оценку роста, данную в [предыдущем прогнозе \(ЕАБР, 2024\)](#) ([таблица 6](#)). Правительство страны предпринимает меры для раскрытия инвестиционного потенциала и усиления экономической активности, включая запуск новых предприятий в обрабатывающих отраслях. В конце февраля 2025 г. власти через финансовые институты развития начали масштабную кампанию поддержки инвестиционных проектов в сфере обрабатывающей промышленности. В 2025 г. АО «Национальный управляющий холдинг «Байтерек» планирует направить 8 трлн тенге (6% ВВП) на поддержку предпринимательства, развитие жилищного строительства и реализацию ключевых национальных и инвестиционных проектов с дальнейшим увеличением объема финансирования до 10 трлн тенге к 2027 г. По итогам 2025 г. ожидается, что через институты «Байтерек» объем инвестиций в основной капитал составит около 3 трлн тенге (2,4% ВВП) ([Правительство РК, 2025](#)). Реализация данных инициатив с запасом компенсирует негативные эффекты от замедления мировой экономики и снижения мировых цен на энергоресурсы. Во второй половине 2025 г. ожидается рост добычи и экспорта нефти после запуска новых мощностей на месторождении Тенгиз. Это даст дополнительные 0,4–0,6 п.п. к росту ВВП.

Ожидается устойчивый рост экономики Казахстана на уровне 5,5% в 2026–2027 гг. (рисунок 8.Б). В среднесрочной перспективе сдерживающее влияние низких цен на нефть будет нивелировано мерами правительства, направленными на создание внутренних точек роста за счет активной диверсификации экономики. Реализация Национального плана развития и Национального инфраструктурного плана сформирует условия для повышения темпов роста в несырьевых секторах промышленности, а также в сфере услуг и строительства. Ожидается, что за весь срок финансирования, реализуемого через АО «Национальный управляющий холдинг «Байтерек», вклад в экономику Казахстана в виде новых производств, товаров и услуг составит около 60 трлн тенге, что соответствует 45% ВВП за 2024 г.

Инфляция повысится до 11,9% г/г на конец 2025 г. Эта цифра на 4,6 п.п. выше, чем в [предыдущем прогнозе \(ЕАБР, 2024\)](#). Такие коррективы объясняются ростом инфляционных ожиданий на фоне обсуждаемой налоговой реформы в Казахстане. Повышение тарифов на жилищно-коммунальные услуги в среднем на 10–15% в рамках реализации среднесрочной тарифной политики также будет способствовать росту индекса потребительских цен. Кроме этого, высокая потребительская активность, стимулируемая кредитованием, продолжит ограничивать скорость замедления инфляции в 2025 г. Это требует сохранения жестких денежно-кредитных условий для взятия под контроль инфляционных ожиданий и ограничения роста инфляции.

Прогнозируем замедление инфляции в среднесрочном периоде. В начале 2026 г. ожидаем повышения инфляции на фоне проведения налоговой реформы, и ее пик прогнозируем во II квартале 2026 г. По мере адаптации бизнеса и населения к изменениям в законодательстве фискального сектора, а также на фоне сохранения жестких денежно-кредитных условий инфляция начнет замедляться во второй половине 2026 г. и на конец года прогнозируется на уровне 11,7% ([рисунок 8.А](#)). В 2027 г. по мере выхода из расчетов высоких показателей 2026 г. и благодаря мерам денежно-кредитной политики инфляция замедлится до 6,5% на конец года.

↓ **Рисунок 8. Прогноз экономической активности и инфляции в Республике Казахстан**



Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

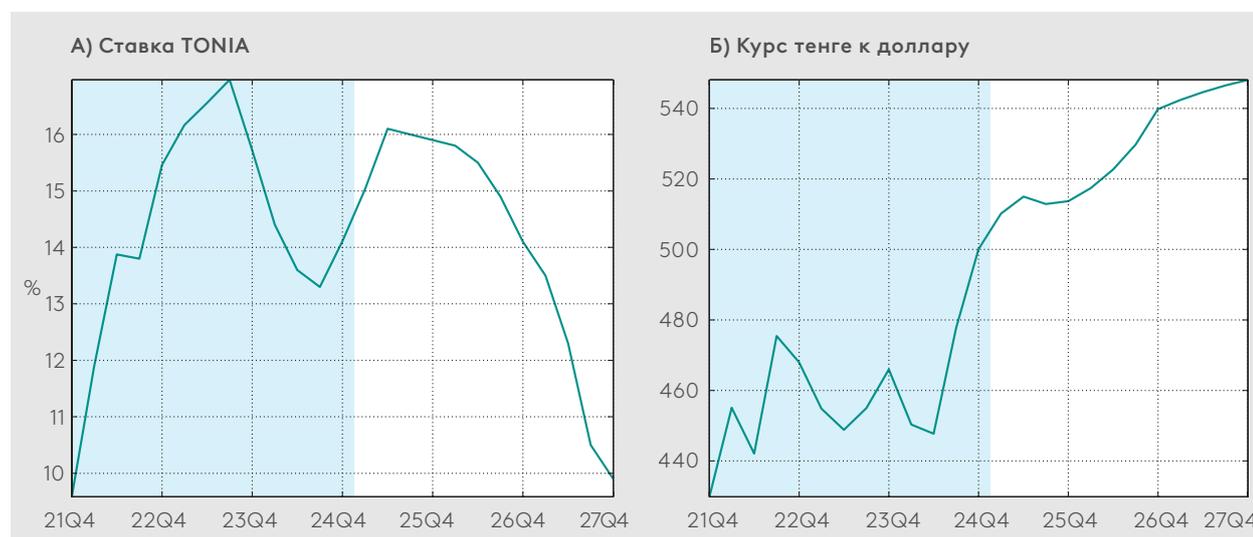
Денежно-кредитная политика и курс казахстанского тенге

Денежно-кредитные условия будут направлены на сдерживание инфляции. Волатильная динамика инфляционных ожиданий свидетельствует о повышенных проинфляционных рисках. В этих условиях регулятор может придерживаться жестких денежно-кредитных условий длительное время. Полагаем, что базовая ставка будет находиться на уровне 16,5% до конца I квартала 2026 г. Это позволит

сдерживать инфляцию от дальнейшего роста и вернуть ее к цели. По мере закрепления нисходящего тренда динамики индекса потребительских цен НБ РК осторожно начнет снижать базовую ставку во II квартале 2026 г., и на конец года она прогнозируется около 14,5%. Более динамичное снижение базовой ставки вероятно в 2027 г. по мере уменьшения инфляционного давления (рисунок 9.А).

Умеренное ослабление тенге в среднесрочном периоде. В 2025 г. курс национальной валюты оценивается в среднем на уровне 513 тенге за доллар (рисунок 9.Б). Факторами поддержки обменного курса выступают высокая базовая ставка и прогнозируемый во втором полугодии рост экспорта нефти в связи с запуском проекта расширения месторождения Тенгиз. Кроме этого, в 2025 г. объем трансфертов из Национального фонда останется на повышенном уровне в 5,25 трлн тенге, и сохраняется обязательство квазигоссектора о продаже 50% экспортной выручки, что обеспечит дополнительное предложение иностранной валюты на внутреннем рынке.

↓ Рисунок 9. Курс казахстанского тенге и ставка TONIA



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

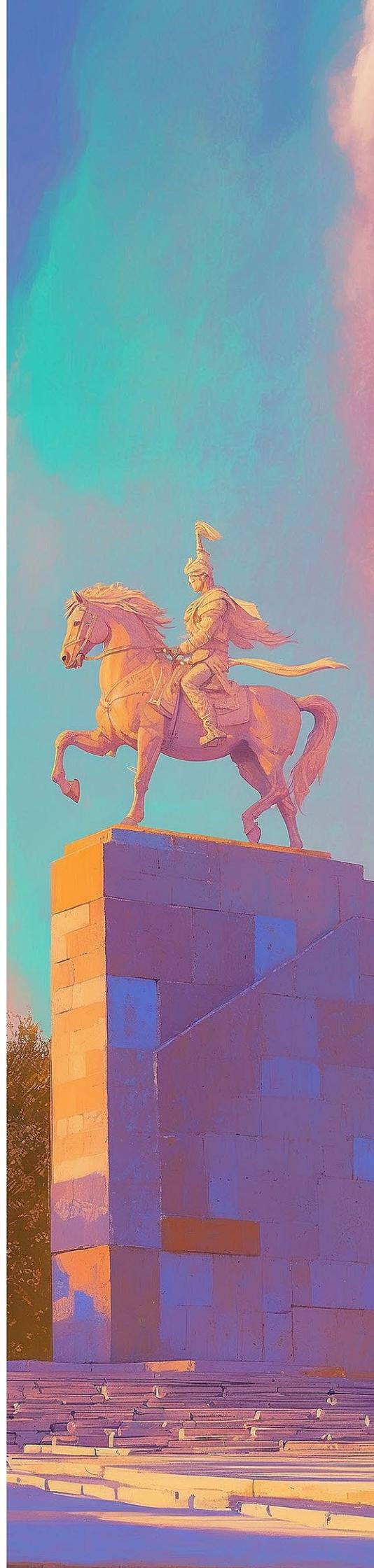
Риск замедления экономической активности. Разрастание торгового конфликта в мире будет выражаться в более значительном снижении мировых цен на нефть. Как следствие, экономика Казахстана может столкнуться со снижением экспортных и налоговых доходов — что, в свою очередь, замедлит темпы роста ВВП.

Риски ускорения инфляции могут реализоваться в случае резкого роста мировых цен на продовольствие или увеличения тарифов на услуги, а также при более значимом росте инфляционных ожиданий в условиях проводимой налоговой реформы. Кроме этого, сохраняется риск оттока капитала с развивающихся рынков, что может негативно сказаться на валютах этих стран, в частности — повлечь более значимое ослабление тенге по сравнению с базовым сценарием.

КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА



Источник: leonardo.ai



КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

Прогнозируем ускорение роста ВВП Кыргызской Республики до 10,3% в 2025 г. на фоне реализации программы государственных инвестиций. Инфляция по итогам 2025 г. ожидается вблизи целевого ориентира и составит 7,3%. Допускаем сохранение учетной ставки на уровне 9,0% по итогам 2025 г.

Текущая ситуация

Экономическая активность повысилась в условиях сильного внутреннего спроса. Рост ВВП Кыргызской Республики повысился до 11,7% г/г в январе – апреле 2025 г. после 9,0% г/г в 2024 г. Ключевую роль в расширении экономической активности в начале 2025 г. сыграло увеличение вклада промышленного сектора в динамику роста ВВП в 4,4 раза до 2,4 п.п. с 0,4 п.п. по итогам 2024 г., а также вклада строительного сектора в 1,9 раза до 3,0 п.п. Рост объемов производства в обрабатывающих секторах преимущественно связан с увеличением выпуска пищевых продуктов и напитков (в 1,6 раза), производства неметаллических минеральных продуктов (в 1,4 раза) и нефтепродуктов (в 1,5 раза), а также основных металлов (+1% г/г). Дополнительно ускорился рост инвестиций в основной капитал до 62,0% г/г в январе – апреле 2025 г. (38,3% г/г в январе 2025 г.) на фоне реализации программы жилищного строительства «Менин үйүм», а также возросли капиталовложения в городскую инфраструктуру и телекоммуникации.

Инфляция находится на верхней границе целевого ориентира 5–7%. В апреле 2025 г. показатель составил 7,1% г/г — после 6,3% г/г в декабре 2024 г. Общий уровень цен повысился из-за подорожания продовольствия, чей вклад в инфляцию вырос до 4,0 п.п. в апреле 2025 г. (2,5 п.п. в декабре 2024 г.). Этому способствовал рост внешнего спроса на продукцию кыргызских производителей в сочетании с восстановлением ценовой конъюнктуры после высокого урожая годом ранее: в январе – сентябре 2024 г. цены на плодоовощную продукцию снижались в годовом измерении. Вклад непродовольственной инфляции в общий рост цен уменьшился до 1,4 п.п. в апреле 2025 г. (1,6 п.п. в декабре 2024 г.), что отчасти связано с отсутствием резких колебаний в динамике номинального курса сома к доллару. Инфляция в секторе услуг также замедлилась до 5,9% г/г в апреле 2025 г. — по сравнению с 8,1% г/г в декабре 2024 г.

Состояние счета текущих операций улучшилось. Отрицательное сальдо счета текущих операций платежного баланса КР сократилось на 2,4 млрд долл. и составило 4,4 млрд долл. по итогам 2024 г., согласно предварительной оценке НБ КР. Положительной динамике способствовало снижение дефицита баланса товаров и услуг, а также рост денежных переводов. По операциям финансового счета, исключая резервные активы, в 2024 г. сформировался приток капитала за счет поступления прямых иностранных инвестиций и привлечения долговых инструментов.

Внешнеторговый оборот Кыргызской Республики снизился на 14,7% г/г в январе — марте 2025 г. Снижение показателя связано с сокращением экспорта на 6,5% г/г и импорта — на 16,1% г/г. Динамику экспорта определило падение объема вывозимых основных металлов на 70,9% г/г на фоне высоких показателей годом ранее. Снижение импорта связано с прекращением реэкспорта машин и оборудования после изменений в правилах внешней торговли в рамках ЕАЭС.

Национальный банк оставил учетную ставку на уровне 9% в начале 2025 г. Ставка по депозитам овернайт сохраняется на уровне 4%, а по кредитам овернайт — 11%. Ставка на межбанковском рынке РЕПО 7 дней двигалась вблизи стоимости инструментов изъятия и в среднем в I квартале 2024 г. составила 4,07%.

На наш взгляд, текущий уровень процентной ставки находится ниже нейтрального, оцениваемого нами около 9,75%. Это связано с тем, что инфляция в 2024 г. опускалась ниже целевого ориентира 5–7%. В ноябре 2024 г. инфляция вошла в целевой ориентир 5–7% и в начале 2025 г. закрепились на его верхней границе. Это создает предпосылки для постепенного возврата ставок к нейтральному уровню.

Состояние сектора государственных финансов улучшилось. Профицит государственного бюджета по итогам I квартала 2025 г. составил 53 млрд сомов против 9,2 млрд сомов годом ранее. 80% роста доходов обеспечено увеличением неналоговых поступлений в 6,6 раза благодаря поступлению прибыли НБ КР в бюджет. Налоговые доходы выросли на 23% г/г, при этом половину роста обеспечило увеличение поступлений налогов на прибыль юридических лиц, 27% роста — таможенные платежи, 20% роста — налоги на товары и услуги (преимущественно НДС). Расходы выросли на 34,6% г/г. Драйвером роста стали ассигнования на цели экономического развития, которые увеличились в 4,1 раза по сравнению с I кварталом 2024 г. Кроме этого, отмечен рост расходов на приобретение нефинансовых активов на 25,6% г/г.

Рост устойчивости сектора государственных финансов в последние четыре года. Государственный долг Кыргызской Республики составил 37,6% ВВП на конец 2024 г., согласно предварительной оценке МФ КР. За последние четыре года показатель снизился в 1,7 раза: по состоянию на конец 2020 г. уровень государственного долга оценивался в размере 63,7% ВВП. Это стало возможным благодаря высокой экономической активности — ВВП в период 2021–2024 гг. рос в среднем на 8,1% ежегодно. Улучшение долговой устойчивости позволило правительству выйти на мировой рынок заимствований. В конце мая 2025 г. республика впервые успешно разместила суверенные еврооблигации на сумму 700 млн долл. на международном рынке. Купонная ставка облигаций составила 7,75%, сроком на пять лет. При этом долговая позиция сохраняется устойчивой. По нашим оценкам, с учетом дебютного размещения евробондов государственный долг страны вырастет на 3,8 п.п. ВВП до 39,5% ВВП, при том что пороговое значение определено в 70% ВВП.

Повышение суверенного рейтинга Кыргызской Республики. Международное рейтинговое агентство S&P повысило кредитный рейтинг до уровня «В+» с прогнозом «стабильный». В апреле 2025 г. Fitch впервые присвоило кредитный рейтинг на уровне «В» с прогнозом «стабильный». Оба рейтинговых агентства обосновали свое решение высоким экономическим ростом, который в 2022–2024 гг. устойчиво сохранялся на уровне 9%. Кроме того, проводимые структурные реформы, усиление фискальной позиции и улучшения в банковском секторе выступили дополнительными факторами присвоения суверенного рейтинга.

Прогноз

↓ Таблица 7. Основные макроэкономические показатели Кыргызской Республики (базовый сценарий)

Показатель	2023	2024	2025П	2026П	2027П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	9,0	9,0	10,3	7,1	6,0
Инфляция (% г/г на конец года)	7,3	6,3	7,3	6,8	6,6
Ставка РЕПО — 7 дней (% годовых в среднем за год)	11,4	7,6	4,5	5,9	6,7
Курс кыргызского сома к доллару США (в среднем за год)	88,0	87,1	87,5	89,7	91,9

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

Прогнозируется повышение темпов роста ВВП в 2025 г. до 10,3% после 9% годом ранее. Оценка роста экономики повышена на 1,6 п.п. по сравнению с [предыдущим прогнозом \(ЕАБР, 2024\)](#) (таблица 7). Это связано с более сильным инвестиционным импульсом, чем предполагалось ранее.

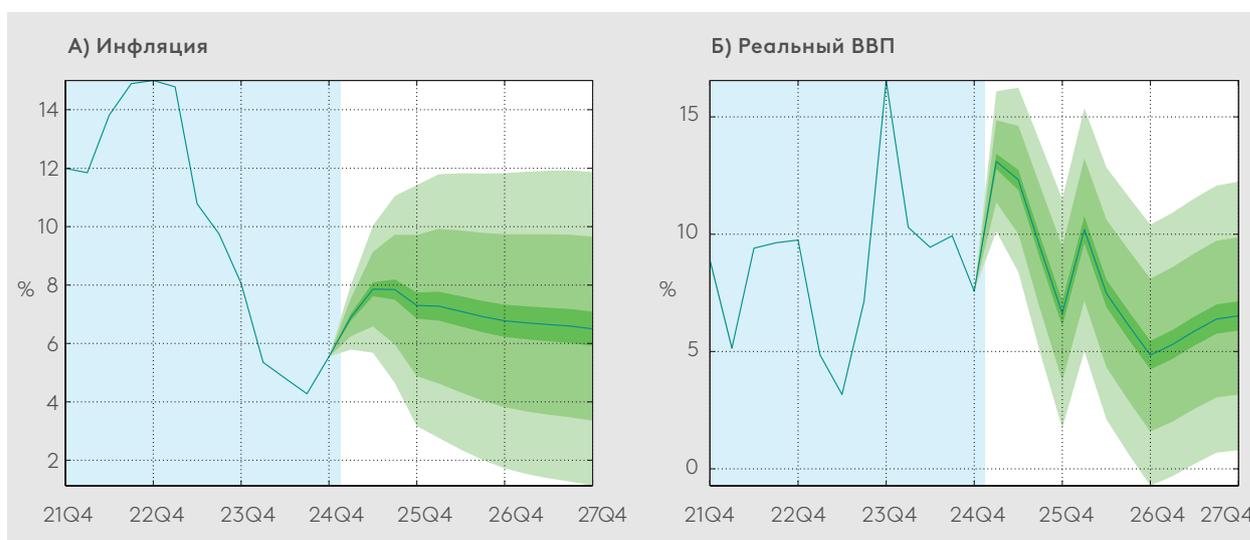
Реализация государственных программ инвестиций, которые преимущественно финансируются за счет средств международных финансовых институтов, создает предпосылки для повышения темпов роста выпуска в строительстве, транспорте, энергетике, ирригации. Дополнительную поддержку экономика получит в результате наращивания производства основных металлов, что обеспечит дополнительно 0,7–0,8 п.п. вклада в рост ВВП в 2025 г. Кроме этого, рост экспорта будет стимулироваться высокими ценами на золото. По сравнению с [предыдущим прогнозом \(ЕАБР, 2024\)](#) оценка мировой цены на драгоценный металл повышена на 8,4%. Потребительская активность на протяжении большей части 2025 г. будет высокой, стимулируемая кредитованием. При этом мы полагаем, что к концу года динамика розничной торговли начнет возвращаться к сбалансированным темпам после высоких показателей 2024 г.

В 2026–2027 гг. темпы роста составят 7,1% и 6% соответственно. Экономика Кыргызской Республики будет постепенно возвращаться к равновесным темпам роста в среднесрочной перспективе по мере охлаждения внутреннего спроса (рисунок 10.Б).

Прогнозируем инфляцию на уровне 7,3% г/г на конец 2025 г. Мировые цены на зерно в апреле вновь начали повышаться. Кроме того, в начале мая на фоне засушливой весны повысилась вероятность низкого урожая, создавая предпосылки для роста цен на плодоовощную продукцию вплоть до апреля 2026 г. Также проводимая реформа ЖКУ может добавить 0,4–0,6 п.п. к росту индекса потребительских цен. Все это будет обуславливать динамику инфляции выше целевого ориентира 5–7% во II–IV кварталах 2025 г. С другой стороны, более значительному ускорению внутренних цен будут препятствовать стабильность номинального обменного курса сома к доллару и снижение мировых цен на нефть.

Сохранение инфляции в пределах целевого ориентира в среднесрочном периоде. Рост мировых цен на продовольствие продолжит оказывать повышательное давление на внутренние цены. Дальнейшее повышение учетной ставки будет стабилизировать инфляционные ожидания и позволит удержать инфляцию вблизи верхней границы целевого диапазона 5–7% в 2026–2027 гг. (рисунок 10.А).

↓ Рисунок 10. Экономическая активность и инфляция в Кыргызской Республике



Примечание: сезонно скорректированные данные.

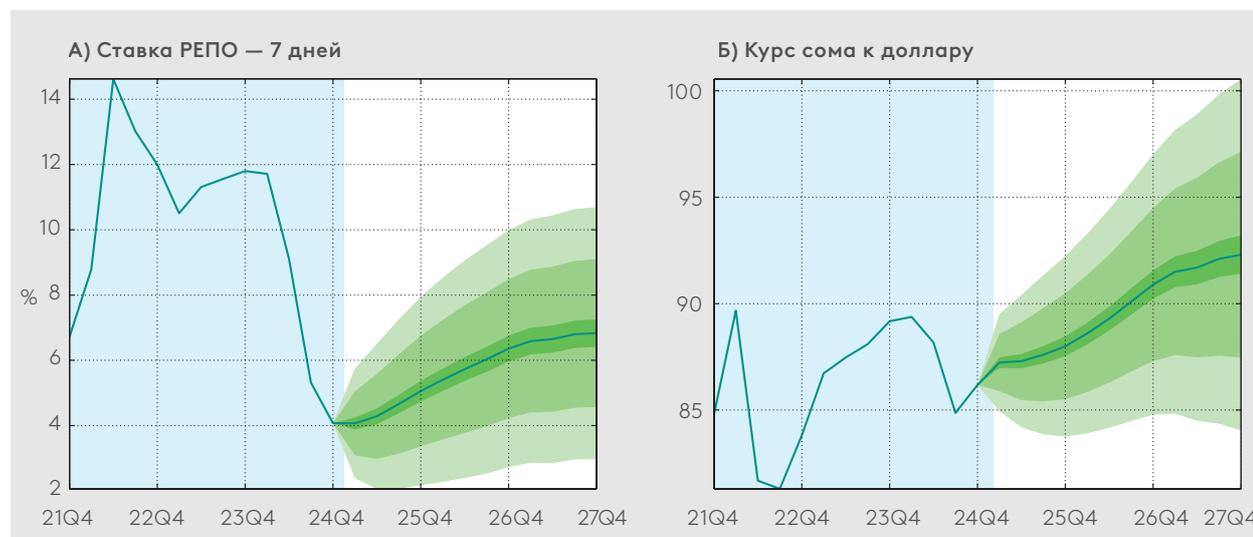
Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Учетная ставка прогнозируется на уровне 9,0% по итогам 2025 г. Сохраняется широкий процентный коридор вокруг учетной ставки: 9% (+2 п.п.; минус 5 п.п.). Вследствие этого ставка на межбанковском кредитном рынке по семидневным РЕПО в начале 2025 г. формируется вблизи 4%. Полагаем, что отклонение межбанковской ставки от учетной ставки будет сокращаться, способствуя ужесточению денежно-кредитных условий во второй половине 2025 г. Учитывая, что инфляция в среднесрочной перспективе прогнозируется вблизи верхнего порога

целевого ориентира 5–7%, полагаем, что НБ КР с 2026 г. начнет постепенный возврат учетной ставки к нейтральному уровню, оцениваемому нами около 9,5% (рисунок 11.А).

Ожидается умеренное ослабление сома в среднесрочном периоде. Стабильность курса в 2025 г. будет поддерживаться ростом экспортной выручки на фоне благоприятной ценовой конъюнктуры на мировом рынке золота, а также замедлением темпов роста импорта. В среднесрочном периоде номинальный курс будет несколько ослабляться в соответствии с разницей в уровнях инфляции в Кыргызской Республике и за рубежом (рисунок 11.Б).

↓ Рисунок 11. Курс кыргызского сома и ставка РЕПО



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Риски замедления экономического роста. Более глубокая, чем ожидается в базовом сценарии, рецессия в глобальной экономике в первую очередь отразится на внешнеэкономической деятельности Кыргызской Республики и может сказаться на темпах экономического роста. Другим риском, ограничивающим экономическую активность, может стать сдвиг сроков реализации запланированных инвестиционных проектов.

Риски ускорения инфляции. В мае 2025 г. повысились риски удорожания мировых цен на зерно, а также выросла вероятность засушливого лета, что может негативно повлиять на сельскохозяйственный урожай. Это, в свою очередь, будет оказывать давление на внутренние цены. Риск оттока капитала с развивающихся рынков сохраняет свою актуальность. В случае его реализации курс сома может ослабеть значительно сильнее, чем в базовом сценарии. Как следствие, инфляция будет расти более динамично, и потребуются проведение более жесткой денежно-кредитной политики по сравнению с базовым сценарием.

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ



Источник: leonardo.ai



РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Российская экономика плавно замедляет темпы роста, но сохранит их на повышенном уровне в 2025 г. Поддержку экономической активности будут оказывать бюджетные расходы и сохраняющийся рост заработных плат. Высокие процентные ставки и снижение экспорта на фоне ухудшения внешних условий будут сдерживать возможности более выраженной экономической активности. Стимулирующая бюджетная политика усложнит процесс дезинфляции, что потребует от Банка России консервативной денежно-кредитной политики. Ожидаем, что цикл снижения ключевой ставки продолжится во втором полугодии 2025 г.

Текущая ситуация

Российская экономика постепенно возвращается к траектории сбалансированного роста. ВВП России вырос на 1,4% г/г за январь – март 2025 г. после рекордного¹⁰ за последние 12 лет роста в 4,3% по итогам 2024 г. Рост замедлился до самых низких за последние семь кварталов значений на фоне сохранения жестких денежно-кредитных условий, способствовавших охлаждению потребления и усилению сберегательных настроений. При этом даже существенный бюджетный импульс в I квартале не смог обеспечить ускорение роста.

Промышленное производство остается основным драйвером экономического роста. Расширение выпуска замедлилось до 1,1% г/г за январь – март 2025 г. после роста на 4,6% по итогам 2024 г. Несмотря на замедление, вклад промышленности в прирост ВВП по-прежнему остается весомым — по нашим оценкам, он составил около 0,3 п.п. за этот период. Увеличение выпуска формируется за счет обрабатывающего сектора, который вырос на 4,7% г/г за январь – март 2025 г. во многом за счет поддержки бюджетными расходами. При этом внутри сектора динамика была неоднородной. Существенный рост сохраняется в машиностроительном комплексе (+13% г/г) и химическом производстве (+4,8% г/г), в то время как в пищевой, легкой промышленности и в производстве минеральной продукции фиксируется спад на 1% г/г, 2,9% г/г и 5,8% г/г соответственно. О замедлении роста производства свидетельствуют и данные опросов предприятий: PMI в промышленности в марте – апреле 2025 г. опустился ниже нейтрального уровня и составил 49,3 п.; загрузка мощностей снизилась с максимальных уровней 2023–2024 гг. Добыча полезных ископаемых сократилась на 3,7% г/г по итогам января – марта 2025 г. на фоне уменьшения добычи нефти. Частично это является следствием взятых Россией обязательств по сокращению добычи нефти в рамках соглашений ОПЕК+, в результате чего дневной объем добычи снизился на 2,4% в I квартале по сравнению со средним уровнем 2024 г.

¹⁰ Исключая восстановительный рост после отмены ковидных ограничений в 2021 г.

Внутренний спрос начал охлаждаться. Суммарный оборот розничной торговли, общественного питания и платных услуг вырос на 3,2% г/г в январе – марте 2025 г. после 6,5% в 2024 г. Его динамика поддерживается значительным повышением реальных располагаемых доходов (на 7,1% г/г в январе – марте 2025 г.), важным источником роста которых выступает увеличение оплаты труда в реальном выражении (+7,7% г/г за январь – март 2025 г.). Это обусловлено прежде всего дефицитом квалифицированных работников, что находит отражение в сохранении безработицы на историческом минимуме — 2,3% в I квартале 2025 г.

Однако из-за перехода к сберегательной модели поведения населения¹¹ в условиях высоких процентных ставок замедляется рост потребления домашних хозяйств. Инвестиционная активность также замедлилась: по данным мониторинга Банка России, в I квартале 2025 г. ее рост был самым низким за последние 10 кварталов.

Текущая инфляция замедляется благодаря высокой ключевой ставке. Инфляция сложилась на уровне 10,2% г/г в апреле 2025 г., существенно превышая целевой ориентир Банка России (4%). Вместе с тем наметившееся охлаждение внутреннего спроса и высокие процентные ставки создали условия для снижения инфляции (с учетом устранения сезонных факторов) до 8,9% г/г в I квартале 2025 г. после 13,4% г/г в предыдущем квартале. Темпы роста потребительских цен с устранением влияния сезонного фактора последовательно замедлялись и в пересчете на годовую инфляцию составили 6,2% в апреле 2025 г., снизившись более чем в два раза по сравнению с последними месяцами предыдущего года. Торможению инфляционных процессов способствовало снижение цен на товары на мировых рынках, а также заметное укрепление российского рубля. На этом фоне апрельские опросы предприятий указывают, что темпы роста себестоимости сырья замедляются пятый месяц подряд. Более заметному торможению роста цен мешает инерционность инфляционных процессов. Это находит отражение в повышенных инфляционных ожиданиях населения, которые в апреле 2025 г. выросли до 13,1% (с 12,9% в марте). Дополнительным фактором стало и перераспределение графика расходов бюджета на первые месяцы 2025 г., что поддерживало рост спроса выше возможностей расширения выпуска.

Денежно-кредитные условия ужесточились¹² в январе – апреле 2025 г. Банк России придерживался предельно консервативного подхода в проведении монетарной политики, сохраняя ключевую ставку на уровне 21% годовых до начала июня. На фоне жестких монетарных условий и усиления пруденциальных¹³ мер сокращается кредитование. Кредиты физическим лицам сократились на 0,5% на конец марта по сравнению с началом года, корпоративный кредитный портфель уменьшился на 0,1% за тот же период. Замедление инфляции и уменьшение

¹¹ Население направило на чистое увеличение сбережений 8,9% своих доходов в I квартале 2025 г. Это исторический максимум за I квартал; среднее значение в I квартале 2013–2024 гг. составляло 0,8% от уровня доходов.

¹² Реальные ставки выросли за счет замедления квартальной инфляции.

¹³ С 01.01.2025 повышены требования к ипотечным и потребительским кредитам.

спроса на кредиты позволили Банку России в июне снизить ключевую ставку на 100 б.п., до 20% годовых.

Профицит текущего счета платежного баланса сократился на 31,2% г/г за январь — апрель 2025 г. и составил 21,1 млрд долл. США. Сокращение экспорта товаров на 5,4% г/г за январь – апрель 2025 г. стало основным фактором ослабления сальдо текущего счета. Основной причиной стало уменьшение поставок минеральных продуктов (из-за снижения цен на нефть), а также сельскохозяйственной продукции и продовольствия на фоне низкого урожая в прошлом году. Это снижение было частично компенсировано увеличением поставок по остальным товарным группам. Объем импорта значительно не изменился по сравнению с январем – апрелем 2024 г. Несмотря на укрепление курса российского рубля и расширение внутреннего спроса, существенное уменьшение ввоза транспортных средств, машин и оборудования сдерживало рост импорта. Основные причины этого: падение спроса на импортные транспортные средства в связи с введением с начала текущего года утилизационного сбора, высокие процентные ставки, а также накопленные импортерами запасы.

Обменный курс укрепился до максимальных значений со второй половины 2023 г., несмотря на неблагоприятную динамику цен на нефть. Российский рубль подорожал к доллару США более чем на 20% в мае 2025 г. по сравнению с декабрем 2024 г. Важным фактором стали высокие процентные ставки, сформировавшие высокую доходность рублевых активов. Кроме того, укреплению рубля способствовало ожидание улучшения геополитической обстановки. Накопленное укрепление реального эффективного курса рубля на 19,2% с начала года негативно сказывается на ценовой конкурентоспособности российских экспортеров, а также на доходах бюджета. Вероятное сокращение физических поставок экспорта наряду со снижением цен на нефть формирует условия для уменьшения экспортной выручки. Это создает риски для повышенной волатильности обменного курса и формирует условия для его ослабления.

После существенного ускорения в начале года темпы роста бюджетных расходов замедлились. С января по апрель бюджет сложился с дефицитом 3,2 трлн рублей (1,5% ВВП), это на 2,1 трлн рублей больше по сравнению с тем же периодом 2024 г. Основной причиной расширения дефицита стал быстрый рост расходов (на 20,8% г/г, или 2,7 трлн рублей), опередивший темпы увеличения доходов (+5% г/г, или 0,6 трлн рублей). Ускоренное авансирование по государственным контрактам стало ключевым драйвером повышенного уровня расходов. При этом в феврале – апреле динамика расходов заметно замедлилась, указывая на нормализацию траектории бюджетных трат. Слабая динамика доходов связана с сокращением нефтегазовых поступлений на 10,3% г/г за январь – апрель 2025 г. на фоне низких цен на нефть и укрепившегося рубля.

Прогноз

↓ Таблица 8. Основные макроэкономические показатели России (базовый сценарий)

Показатель	2023	2024	2025П	2026П	2027П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	4,1	4,3	2,0	1,7	1,5
Индекс потребительских цен (прирост в % г/г на конец года)	7,4	9,5	7,5	5,8	4,5
Ключевая ставка (% годовых в среднем за год)	9,9	17,5	20,1	14,7	10,5
Курс российского рубля к доллару (в среднем за год)	85,8	92,7	90	105	110

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

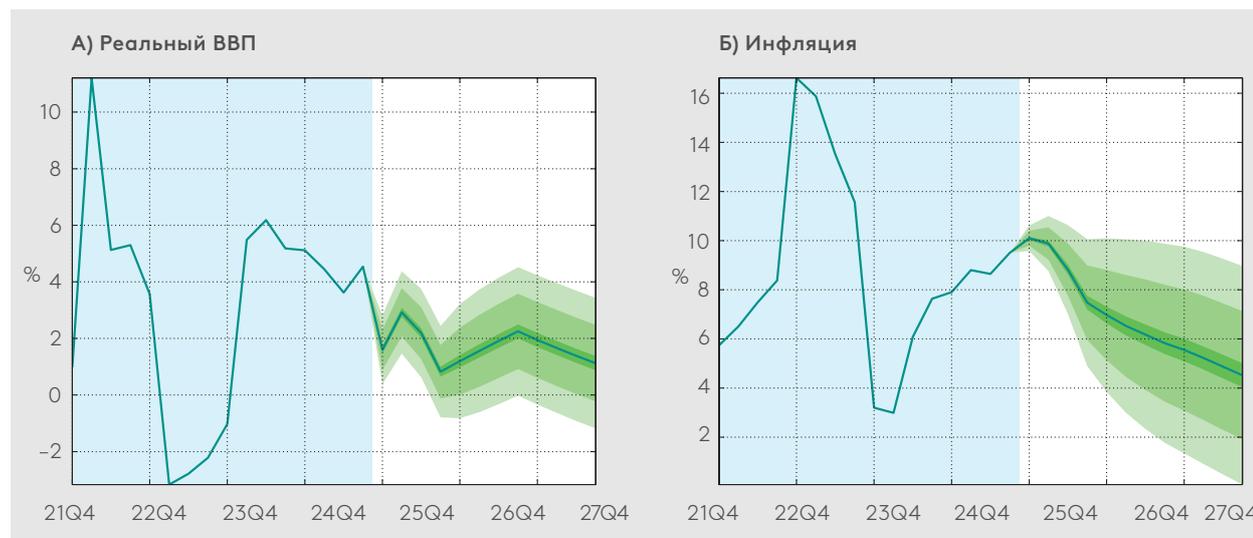
Экономическая активность и инфляция

Прогнозируем рост ВВП в 2025 г. на 2%, что на 0,4 п.п. ниже предыдущего прогноза (ЕАБР, 2024а). На пересмотр прогноза повлияли слабые итоги I квартала 2025 г. Ожидаем, что сохранение высоких процентных ставок будет ограничивать потребительскую и инвестиционную активность. Сокращение экспортных поставок на фоне снижения спроса на мировых рынках также негативно скажется на объемах выпуска. При этом сохранение высокого роста доходов населения в I квартале дает основание предполагать, что замедление потребления будет плавным. Повышение государственной поддержки по льготной ипотеке создаст условия для сохранения роста в строительстве. Кроме того, предполагаемое увеличение в текущем году расходов бюджета на 0,8 трлн рублей (0,4% ВВП) по сравнению с первоначальными проектировками окажет поддержку внутреннему спросу. В этих условиях мы понизили прогноз роста российской экономики до 2% на 2025 г. (таблица 8).

В 2026–2027 гг. экономика продолжит движение к сбалансированным темпам роста (рисунок 12.А). По мере остывания от перегрева предыдущих лет рост экономики будет возвращаться к равновесным темпам. Сдерживающее влияние будет оказывать снижение экспортных поступлений на фоне более низкого уровня мировых цен на важнейшие позиции российского экспорта по сравнению с предыдущими годами. Это приведет к замедлению темпов роста заработных плат, несмотря на сохранение на рынке труда напряженности, связанной с дефицитом кадров. На фоне более медленного роста потребления можно ожидать и замедления инвестиционной активности частных компаний. Своевременное снижение ключевой ставки позволит частично компенсировать влияние внешних факторов. Реализация национальных проектов и продолжение развития импортозамещающих производств будут поддерживать темпы роста экономики.

Инфляция выше цели на всем горизонте прогноза. Прогнозируем замедление темпов роста цен до 7,5% в 2025 г. Длительный период сохранения жестких денежно-кредитных условий проявляется в виде начавшегося замедления текущей квартальной инфляции. Сохранение высоких инфляционных ожиданий, бюджетный импульс, смещенный на начало года, и запланированная индексация тарифов ЖКХ (+11,9%) будут сдерживать замедление инфляции. Прогнозируемое ослабление курса рубля дополнительно осложнит процесс дезинфляции. Инфляция продолжит замедляться в 2026–2027 гг., однако будет оставаться на повышенных уровнях (рисунок 12.Б).

↓ Рисунок 12. Прогноз экономической активности и инфляции в России



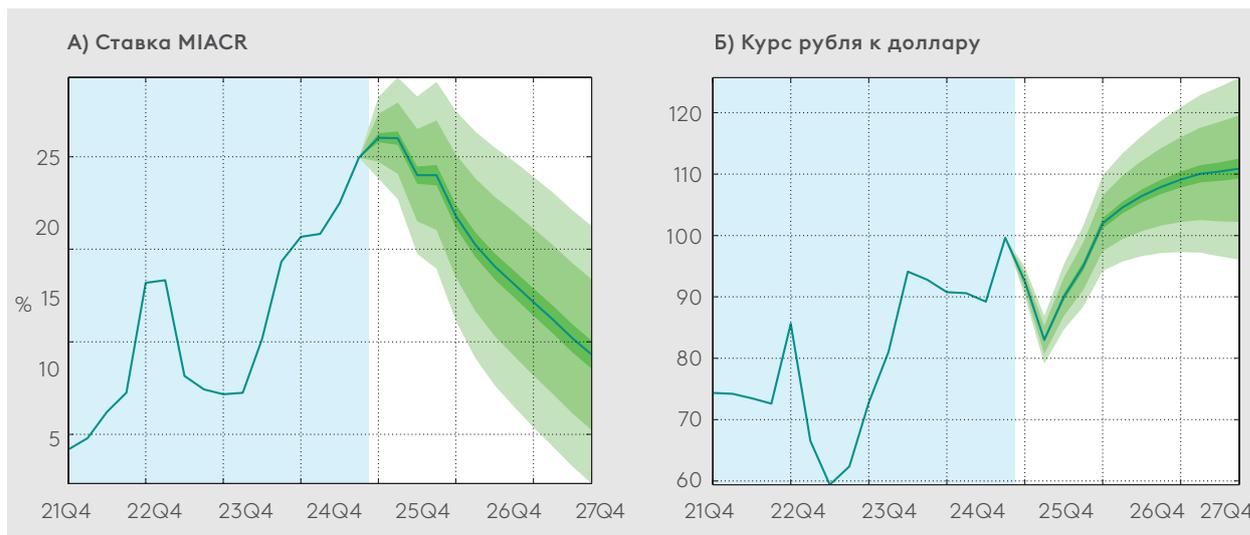
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс российского рубля

Денежно-кредитная политика останется жесткой. Чтобы добиться устойчивого замедления инфляционных процессов в условиях сохраняющихся проинфляционных рисков, Банк России сохранит консервативный подход к денежно-кредитной политике. Однако охлаждение внутреннего спроса открывает возможности для продолжения снижения ключевой ставки. В базовом сценарии мы ожидаем, что ее значение составит около 18% к концу 2025 г. При этом ставки в реальном выражении будут оставаться высокими на фоне замедления инфляции. По мере консолидации бюджета в 2026–2027 гг. и формирования устойчивого тренда на замедление инфляции смягчение денежно-кредитных условий за счет своевременного снижения ключевой ставки будет носить более выраженный характер. Прогнозируем снижение ключевой ставки примерно до 10% к концу 2027 г. (рисунок 13.А).

Среднегодовой обменный курс составит около 90 рублей за доллар в 2025 г. (рисунок 13.Б). Высокие ставки продолжают оказывать поддержку национальной валюте, однако снижение цен на нефть и сокращение экспорта могут привести к снижению предложения валюты на внутреннем рынке. Это создаст условия для возможного снижения стоимости рубля во второй половине года. На горизонте 2026–2027 гг. при отсутствии дополнительных внешних шоков ожидаем ослабления номинального курса в соответствии с разницей в уровнях инфляции в России и за рубежом.

↓ Рисунок 13. Прогноз процентной ставки и курса российского рубля



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

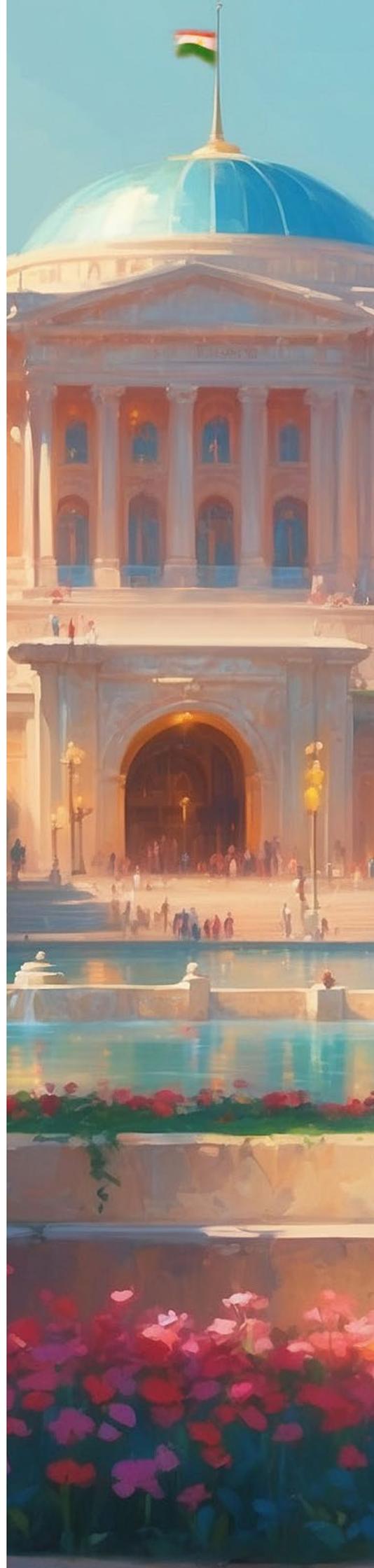
Более значительное и продолжительное снижение цен на нефть остается ключевым риском для экономики России. Неспособность устранить возникшие тарифные противоречия приведет к существенному замедлению глобальной экономики и падению спроса на энергоресурсы. Риск падения цен на нефть усиливается из-за расширения предложения нефти ОПЕК+. Так, принятые картелем в апреле и мае 2025 г. решения об увеличении добычи на 0,4 млн баррелей в сутки заметно меняют (в сторону ускорения) объявленный ранее график возврата нормы добычи 2,2 млн баррелей в сутки (+6,7% от среднего уровня 2024 г.). Снижение мировых цен на нефть приведет к устойчивому сокращению объемов выручки от экспорта. Текущее снижение цен уже привело к активному расходованию средств из Фонда национального благосостояния (ФНБ), в условиях длительного периода низких цен возможности поддержки экономики за счет средств ФНБ будут ограничены. На фоне расширения дефицита бюджета в 2025 г. сокращение нефтяных доходов потребует поиска дополнительных источников финансирования. При этом наращивание государственного долга для финансирования бюджетных расходов в текущих условиях может осуществляться только на внутреннем финансовом рынке.

Снижение цен на нефть и объемов российского экспорта может привести к заметному ослаблению курса рубля, что усилит инфляционные ожидания, приводя к новому витку повышения инфляции. Для сдерживания инфляционных процессов может потребоваться дополнительное ужесточение денежно-кредитной политики в условиях рекордно высоких процентных ставок. На фоне текущего замедления деловой активности это сформирует предпосылки для еще более значительного спада.

РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН



Источник: leonardo.ai



РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН

Сильный внутренний спрос и благоприятная для Таджикистана внешнеторговая конъюнктура обеспечат рост ВВП страны в 2025 г. на уровне 8,4%, как и в 2024 г. В 2026–2027 гг. рост экономики останется высоким, чему будут способствовать высокие цены на золото. ВВП увеличится на 8,0% в 2026 г. и на 7,1% в 2027 г. Мягкая денежно-кредитная политика будет способствовать сохранению инфляции в пределах целевого диапазона в 2026–2027 гг.

Текущая ситуация

Экономика растет высокими темпами. По итогам января – марта 2025 г. рост ВВП составил 8,2% г/г. Увеличение выпуска зафиксировано в большинстве основных секторов: в промышленности на 23,4% г/г, в сельском хозяйстве на 7,2% г/г, в торговле (оптовой и розничной) на 10,6% г/г, в грузообороте транспорта на 18,7% г/г, а в пассажирообороте — на 16,6% г/г. С учетом благоприятной для Таджикистана внешнеторговой конъюнктуры — прежде всего, высоких цен на золото и цветные металлы, мы не ожидаем замедления роста ВВП в ближайшие один-два квартала.

Движущей силой роста промышленности выступают добывающие отрасли. Добыча полезных ископаемых (в первую очередь руд драгоценных и цветных металлов) выросла в январе – марте 2025 г. на 80% г/г. Энергетика увеличила выпуск на 10,0% г/г, восстановившись после [прошлого спада](#), вызванного погодными условиями. Обработывающая промышленность показала более умеренную динамику, прибавив 2,1% г/г в условиях сокращения выпуска в таких отраслях, как, например, текстильная (минус 10,3% г/г), на фоне относительно низкого [урожаа хлопка](#) в прошлом году. Можно ожидать восстановления роста в текстильной промышленности к концу 2025 г. благодаря [улучшению обеспеченности](#) отрасли сырьем.

Увеличение оборота розничной торговли говорит о росте внутреннего спроса в экономике. Розничные продажи повысились на 8,1% г/г по итогам января – марта 2025 г. Этому способствовал высокий потребительский спрос, обусловленный ростом оплаты труда. Средняя реальная зарплата в стране выросла на 21,6% г/г по итогам января – февраля¹⁴. Рост денежных переводов в страну также, по-видимому, сохраняется и положительно влияет на потребление: в IV квартале 2024 г.¹⁵ он был зафиксирован на уровне 20,8% г/г. В отличие от торговли, инвестиции сократились на 10,1% г/г по итогам января – марта. Это объясняется повышенной активностью в сфере капитального строительства годом ранее: в январе – марте 2024 г. рост инвестиций достигал 22,2% г/г. Мы ожидаем, что показатель роста

¹⁴ Данные за более поздние месяцы 2025 г. еще не опубликованы.

¹⁵ Данные являются частью статистики платежного баланса и публикуются на квартальной основе, за I квартал 2025 г. пока недоступны.

инвестиций выйдет в положительную область во II квартале 2025 г. и инвестиционная активность сделает позитивный вклад в рост ВВП по итогам 2025 г.

Торговый дефицит расширился по сравнению с прошлым годом. Под влиянием сильного внутреннего спроса импорт увеличился на 23,8% г/г, до 1,9 млрд долл. по итогам января – марта 2025 г. Выросли поставки из-за рубежа по таким статьям, как пищевая и минеральная продукция, машины и оборудование, а также транспортные средства — на 5% г/г, 10% г/г, 17% г/г и 70% г/г соответственно.

Экспорт сократился на 15,7% г/г, до 0,5 млрд долл., в условиях отсутствия поставок на внешние рынки золота в первые три месяца 2025 г. Дефицит торговли товарами составил 1,3 млрд долл. по итогам января – марта 2025 г., это на 51% больше, чем в январе – феврале 2024 г. Рост этого показателя не указывает на ухудшение устойчивости таджикской экономики: можно ожидать сокращения торгового дефицита до конца 2025 г. благодаря возобновлению экспорта драгоценных металлов и увеличению поставок за рубеж других основных экспортных товаров — прежде всего недрагоценных металлов и руд. Об этом говорит и рост добывающей промышленности в I квартале в 1,8 раза по сравнению с тем же периодом 2024 г.

Национальная валюта укрепляется. Курс составил 10,33 сомони за доллар в среднем за май 2025 г. — сомони подорожал на 5,4% по сравнению с декабрем, когда средний курс был равен 10,92 за доллар. Укреплению таджикской валюты способствовал рост цен на экспортируемые страной товары — золото подорожало по итогам января – мая 2025 г. в среднем на 39% г/г, а такие цветные металлы, как алюминий, медь и цинк, — на 4,0% г/г, 9,1% г/г и 5,8% г/г соответственно. Ослабление доллара к другим мировым валютам и таким валютам региона операций ЕАБР, как российский рубль, на фоне тарифного конфликта также способствовало устойчивости сомони — индекс доллара, рассчитываемый ФРС США, снизился на 1% в среднем за апрель 2025 г. по сравнению с декабрем.

Инфляция составила 3,6% г/г по итогам апреля — столько же, сколько в декабре 2024 г. Рост потребительских цен оставался в диапазоне 3–4% г/г в течение почти¹⁶ всего периода с ноября 2023 г. по конец I квартала текущего года. Эти значения находятся в пределах действующего с 2025 г. целевого интервала Национального банка ($5 \pm 2\%$)¹⁷. Ускорению инфляции препятствует стабильность национальной валюты. Другим фактором, сдерживающим инфляцию, является снижение международных цен на наиболее важные для Таджикистана импортируемые товары — энергоносители и продовольствие. Их динамика на фоне мирового тарифного конфликта создает существенные дефляционные риски для таджикской экономики в краткосрочной перспективе.

¹⁶ Исключением был ноябрь 2024 г., когда инфляция составила 4,1% г/г.

¹⁷ Ранее целевым был интервал $6 \pm 2\%$.

Национальный банк снизил ставку рефинансирования с 9% на начало года до 8,25% в мае 2025 г. Это минимум за последние девять лет. Мы ожидаем сохранения мягкой денежно-кредитной политики в течение 2025 г., что будет способствовать сохранению инфляции в диапазоне, соответствующем целям политики Национального банка.

Государственный бюджет остается профицитным. Сальдо доходов и расходов составило 1,2 млрд сомони, или 3,7% ВВП, по итогам января – марта 2025 г., снизившись на 0,4 п.п. относительно января – марта прошлого года. Снижение профицита объясняется ростом расходов — на 33% г/г, это значительно больше, чем годом ранее (5,6% г/г). Мы ожидаем сближения динамики исполнения расходной части бюджета с динамикой доходов в течение 2025 г., при сохранении стимулирующего влияния государственного финансирования на рост экономики в 2025 г.

Прогноз

↓ Таблица 9. Основные макроэкономические показатели Республики Таджикистан (базовый сценарий)

Показатель	2023	2024	2025П	2026П	2027П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	8,3	8,4	8,4	8,0	7,1
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	3,8	3,6	3,3	5,5	6,1
Ставка рефинансирования (% годовых в среднем за год)	10,5	9,3	8,5	9,4	11,1
Курс сомони к доллару США (в среднем за год)	10,8	10,8	11,1	11,5	11,9

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

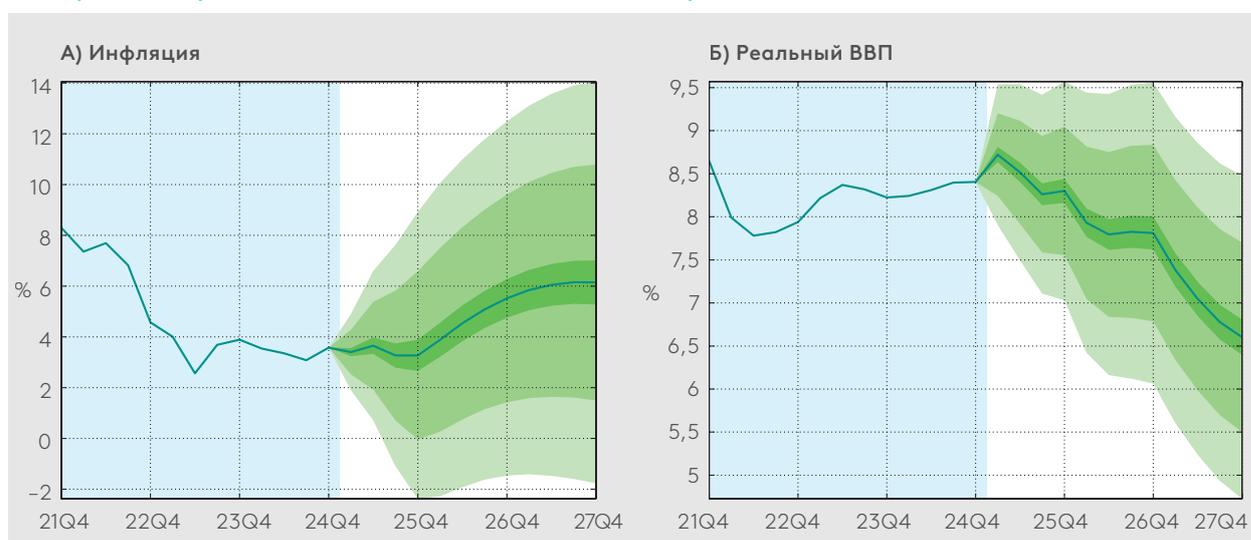
Прогнозируем, что ВВП Таджикистана в 2025 г. вырастет на 8,4% (таблица 9). Прогноз не изменился по сравнению с (ЕАБР, 2024а) с учетом итогов I квартала 2025 г., высоких цен на золото и цветные металлы, экспортируемые Таджикистаном, и сохраняющегося роста денежных переводов. Мы ожидаем, что во II–IV кварталах 2025 г. возобновление роста инвестиций и сохранение сильной динамики потребления на фоне увеличения расходов бюджета и снижения ставки НБТ обеспечат рост ВВП на уровне 8,4%.

Мы ожидаем высокого роста ВВП и в 2026 г. — на уровне 8,0%. Поддержку экономике продолжают оказывать цены на золото. Останется сильной инвестиционная активность, в том числе финансируемая бюджетом. В этот период на динамике ВВП скажется расширение мощностей в добывающей промышленности

и металлургии и создание новых производств. Как результат, рост ВВП сохранится высоким.

В 2027 г. экономика вырастет на 7,1%. Рост ВВП постепенно приблизится к потенциальным темпам роста (рисунок 14.А) под влиянием таких факторов, как снижение темпов роста денежных переводов вследствие того, что интенсивность миграционных потоков стабилизируется. Другим фактором, который негативно повлияет на рост ВВП Таджикистана, будет замедление темпов экономического роста в регионе. Сбалансированные темпы роста таджикской экономики продолжат превышать средние для региона благодаря догоняющему характеру развития и высоким темпам роста населения страны (в среднем на 2,3% в год по итогам периода 2015–2024 гг. при среднем росте населения региона на 0,5% в год).

↓ Рисунок 14. Прогноз экономической активности и инфляции в Таджикистане

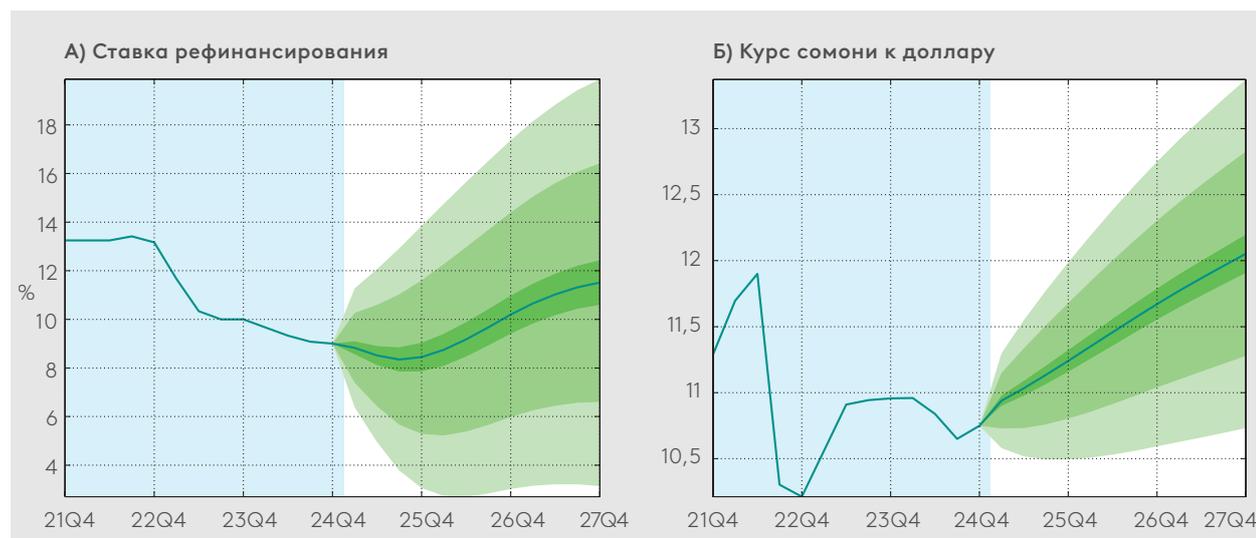


Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

К концу 2025 г. рост потребительских цен составит 3,3%, оставаясь в границах целевого интервала НБТ (5±2%). От падения ниже целевого интервала инфляцию удерживает сильный внутренний спрос — расходы на оплату труда работников бюджетной сферы в 2025 г. планируется **повысить на 36%** по сравнению с предыдущим годом. Темпы инфляции также поддержит планомерное повышение регулируемых цен — на общественный транспорт, электричество и пр. При этом рост цен на энергоносители и продовольствие на мировых рынках не будет стимулировать ускорение инфляции в рамках нашего базового прогноза.

В 2026–2027 гг. инфляция сохранится в пределах целевого интервала, а именно — вернется к середине (или выше середины) целевого диапазона НБТ (рисунок 14.Б). Этому будут способствовать возвращение сомони на траекторию постепенного ослабления относительно доллара (рисунок 15.Б), рост мировых цен на продовольствие, а также остающийся сильным внутренний спрос.

↓ Рисунок 15. Ставка рефинансирования и курс сомони



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс национальной валюты

Курс сомони к доллару составит 11,1 в среднем за 2025 г. (рисунок 15.Б) после 10,8 в 2024 г. Этому будет способствовать мягкая денежно-кредитная политика — процентная ставка останется на минимальном почти за десятилетие уровне. Ослабление российского рубля (валюты страны — важного торгового партнера и основного источника денежных переводов для Таджикистана) также будет способствовать изменению курса сомони в прогнозируемом нами направлении.

В 2026–2027 гг. курс национальной валюты сохранит стабильность, составив около 12 сомони за доллар к концу прогнозного периода. Динамика таджикской валюты будет определяться постепенным завершением периода быстрого роста экспорта страны, связанного в большой степени с увеличением добычи и экспорта золота. Снижение притока денежных переводов на фоне ослабления российского рубля также скажется на курсе сомони. Динамика стоимости сомони относительно доллара сделает продукцию таджикских предприятий более конкурентоспособной по сравнению с импортом, а также увеличит рентабельность экспорта, что положительно скажется на росте ВВП.

Денежно-кредитная политика останется мягкой в условиях нахождения инфляции вблизи нижней границы целевого интервала (рисунок 14.Б). Мы считаем, что до конца 2025 г. ставка будет находиться на текущем уровне 8,25%.

С 2026 г. НБТ может начать повышать ставку рефинансирования, что будет обусловлено стабилизацией темпов инфляции на уровнях 5–6% г/г. Ставка вернется к уровню около 11% годовых (рисунок 15.А). При этом в реальном выражении ставка составит около 5%, что сопоставимо с уровнями 2023–2024 гг. В сочетании с прогнозируемой динамикой сомони такая политика обеспечит благоприятные условия для роста экономики страны.

Риски

Ключевые риски для экономики Таджикистана исходят от внешнего сектора. В условиях глобального тарифного противостояния велика вероятность замедления экономического роста в мире и падения цен на сырье. Реализация такого сценария приведет к снижению спроса на многие товары, экспортируемые Таджикистаном: цветные металлы и руды, текстиль. В рамках данного сценария также сократится объем поступающих в страну денежных переводов — их источниками для Таджикистана являются в основном страны — экспортеры нефти. Замедлится рост потребления домохозяйств и снизятся негосударственные инвестиции. Рост ВВП будет ниже равновесного уровня. Поддержку экономике продолжат оказывать бюджетная политика, приток инвестиций, в том числе направляемых международными финансовыми организациями, а также снижение цен на импортируемые Таджикистаном продовольствие и энергоносители.

РЕСПУБЛИКА УЗБЕКИСТАН



Источник: leonardo.ai



РЕСПУБЛИКА УЗБЕКИСТАН

Макроэкономический прогноз по Республике Узбекистан представлен впервые и подготовлен на основе собственной модели для макроэкономического анализа и прогнозирования экономики Узбекистана (Кузнецов А. и др., 2025). К моменту вступления Узбекистана в число стран — участниц ЕАБР Банк разработал и внедрил современный модельный инструментарий, позволяющий проводить глубокий анализ макроэкономических тенденций и строить среднесрочные прогнозы для нового участника.

В базовом сценарии экономический рост Узбекистана прогнозируется на уровне 6,5% в 2025 г. Этому будут способствовать устойчивый внутренний спрос и высокая инвестиционная активность, а также улучшение условий торговли, в основном за счет высоких цен на золото¹⁸. В 2025 г. ожидается замедление инфляции, а к концу 2027 г. она стабилизируется вблизи целевого ориентира Центрального банка (5%). Денежно-кредитная политика останется жесткой, но по мере замедления инфляции Центральный банк может приступить к постепенному снижению процентной ставки в 2026 г.

Текущая ситуация

Устойчивый рост экономики. В 2024 г. экономика Узбекистана выросла на 6,5% (против 6,3% в 2023 г.), чему способствовал активный внутренний спрос. Частное потребление в 2024 г. увеличилось на 7,5% благодаря повышению доходов населения на 8,1% г/г и росту притока денежных переводов на 30% г/г. Оборот розничной торговли увеличился на 9,1% г/г в январе – апреле 2025 г., немного ускорившись относительно аналогичного периода 2024 г. (тогда было 8,9% г/г). Еще одним важным фактором динамики экономической активности в 2024 г. стало расширение сектора услуг на 7,7%. Наиболее высокие темпы роста наблюдались в сфере торговли, проживания и питания (11,1%), а также в секторе транспортировки, хранения и коммуникаций (13,4%). Внешнеторговый оборот Узбекистана в 2024 г. достиг 65,9 млрд долл. (+3,8% г/г). Значительно вырос экспорт продовольственных и сельхозтоваров (на 15,8% по овощам и фруктам в 2024 г.).

Устойчивый рост экономики продолжился и в I квартале 2025 г., составив 6,8%. Около 3,9% прироста ВВП приходится на долю сектора услуг. Особенно отличился сектор транспортировки, хранения и коммуникаций (+14,3%). Сельское хозяйство и промышленность показали стабильное расширение на 3,8% и 6,5% соответственно.

Инвестиции в основной капитал показывают уверенную положительную динамику — по оценкам, это рост около 7,9% г/г в I квартале 2025 г. Объем освоенных инвестиций достиг 120,4 трлн сумов (около 9,3 млрд долл.), причем свыше 65%

¹⁸ Доля немонетарного золота в объеме экспорта РУ за 2024 г. составила около 27,8%.

финансирования обеспечено за счет прямых иностранных инвестиций и привлеченных кредитов. Активизация инвестиционной деятельности, в частности в строительстве и инфраструктуре, способствовала ускорению роста в строительном секторе до 10,3% г/г в январе — апреле 2025 г.

Внешнеторговые показатели существенно улучшились в начале 2025 г. Экспорт товаров в январе — апреле 2025 г. увеличился на 35,1% по сравнению с аналогичным периодом 2024 г., превысив 11,8 млрд долл. (в основном за счет роста поставок золота и промышленной продукции). А импорт вырос всего на 2,9% г/г — до 12,7 млрд долл. В результате совокупный товарооборот вырос на 16,3% г/г, а дефицит внешней торговли сократился относительно прошлого года. Устойчивая экспортная выручка (более 46% экспорта пришлось на золото) и сдержанный импорт способствуют улучшению текущего счета платежного баланса.

Обменный курс сума оставался стабильным на фоне сокращения дефицита внешней торговли. В январе – апреле текущего года курс сума находился в диапазоне 12 900–12 960 сумов за доллар, а реальный эффективный курс был близок к своей среднесрочной равновесной траектории.

Стабильность сума поддерживается улучшением внешнеторгового баланса и укреплением валют основных торговых партнеров. За январь – апреле 2025 г. дефицит внешней торговли сократился более чем в 4,2 раза по сравнению с аналогичным периодом 2024 г. и остановился на отметке 0,85 млрд долл.

Накопленная с начала года инфляция составила 4,4% по итогам мая, замедлившись на 1 п.п. по сравнению с аналогичным периодом 2024 г. В результате годовая инфляция к концу мая достигла 8,7% г/г, оставаясь чуть выше целевого ориентира. Ускорение цен связано как с индексацией тарифов на энергоносители и коммунальные услуги, так и с эффектами устойчивого внутреннего спроса. К примеру, рост расходов домохозяйств на 7,5% г/г и кредитования на 15,4% г/г в I квартале 2025 г. повышает давление на цены. Базовая инфляция в I квартале также повысилась до 8,1% г/г относительно 6,2% г/г в IV квартале 2024 г., сигнализируя о распространившемся ценовом давлении. Тем не менее замедлению инфляции в 2025 г. будут способствовать обновленные тарифы на энергоснабжение¹⁹ и стабильный курс сума.

Денежно-кредитная политика остается сдерживающей. Центральный банк на заседании в марте 2025 г. повысил основную ставку с 13,5% до 14% годовых и оставил ее неизменной на следующем, апрельском заседании. Мы ожидаем сохранения в течение 2025 г. относительно жесткой денежно-кредитной политики, которая потребуется для возвращения инфляции к целевому ориентиру.

¹⁹ После обновления в мае 2025 г. Правительство РУ не планирует продолжать повышать тарифы. В дальнейшем планируется индексировать тарифы с учетом инфляции каждый год.

Дефицит государственного бюджета сокращается. Отрицательное сальдо доходов и расходов составило 6,4 трлн сумов (1,9% от ВВП) по итогам I квартала 2025 г., сократившись в 2,8 раза по сравнению с тем же периодом предыдущего года. Сокращение дефицита объясняется отсутствием роста расходов, которые практически не изменились по сравнению с I кварталом 2024 г., в то время как доходы выросли на 21,5%. Согласно закону о государственном бюджете,²⁰ дефицит бюджета запланирован в пределах 3% ВВП к концу года. Таким образом, бюджетная политика остается умеренно стимулирующей, но без избыточного наращивания долга.

Прогноз

↓ Таблица 10. Основные макроэкономические показатели Республики Узбекистан (базовый сценарий)

Показатель	2023	2024	2025П	2026П	2027П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	6,3	6,5	6,5	6,3	6,4
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	8,8	9,8	8,1	6,8	5,4
Основная ставка (% годовых в среднем за год)	14,3	13,8	13,9	12,4	11,1
Обменный курс сума к доллару США (в среднем за год)	11 735	12 652	13 200	14 100	14 500

Источник: данные национальных ведомств, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

Прогнозируем повышение ВВП Узбекистана на 6,5% в 2025 г. (таблица 10).

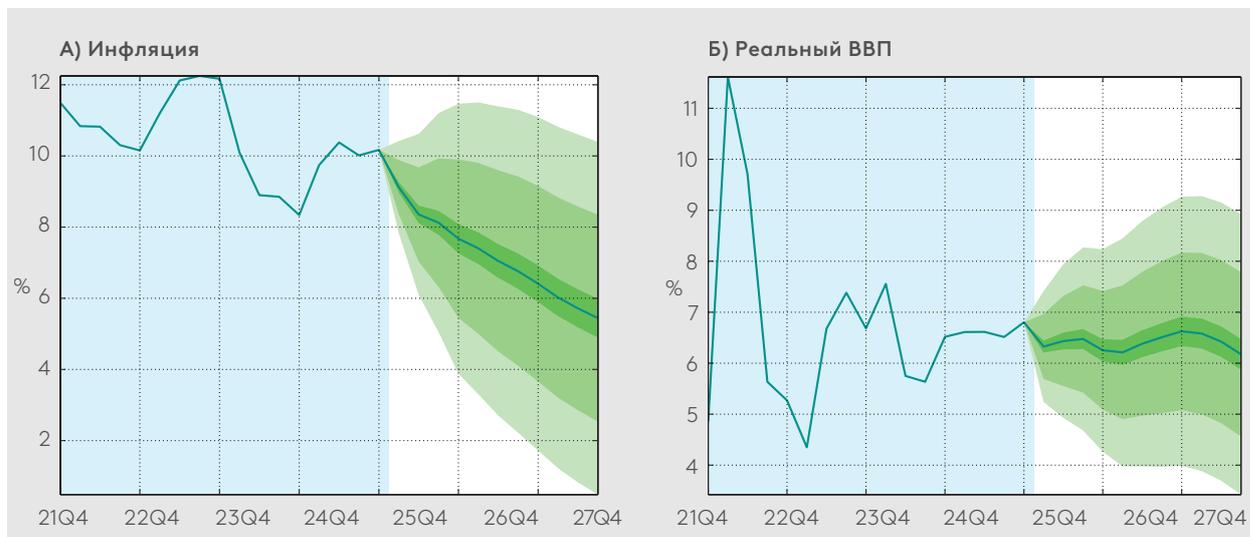
Рост экономики будет опираться на устойчивый внутренний спрос, формируемый увеличением доходов населения и активной инвестиционной политикой. Номинальный рост заработной платы ожидается на уровне 21,9% по сравнению с предыдущим годом, это будет поддерживать потребительскую активность и стимулировать расширение розничной торговли. По нашим оценкам, вклад инвестиций в прирост ВВП в 2025–2027 гг. составит 2–3 п.п. ежегодно, в том числе за счет реализации масштабных государственных проектов в сферах энергетики, водоснабжения и транспортной инфраструктуры. Существенную поддержку окажет и приток прямых иностранных инвестиций в горнодобывающий сектор и обрабатывающую промышленность. В целом прогнозируем стабильно высокие темпы роста ВВП — выше 6% в год до конца 2027 г.

Бюджетная политика в прогнозный период будет направлена на поддержание экономического роста при сохранении контроля над долгом. Влияние бюджетной политики на спрос в 2025 г., по нашей оценке, будет иметь стимулирующий

²⁰ Закон Республики Узбекистан «О Государственном бюджете Республики Узбекистан на 2025 год» от 24.12.2024 № ЗРУ-1011 — <https://lex.uz/en/docs/7277659>.

характер, но в пределах бюджетных правил. Уровень дефицита, запланированный на 2025–2027 гг., составляет 3% ВВП.

↓ Рисунок 16. Прогноз экономической активности и инфляции в Узбекистане



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

В 2025 г. инфляция в Узбекистане замедлится до 8,1% г/г на конец года, приблизившись к верхней границе прогнозного коридора ЦБ РУ в 7–8% (таблица 10). Рост цен будет поддержан устойчивым потребительским спросом на фоне увеличения доходов населения и повышением тарифов на электроэнергию и коммунальные услуги в I квартале 2025 г. Возможный рост мировых цен на продовольствие окажет дополнительное давление на инфляцию. Несмотря на это, на рост цен будут сдерживающе влиять ранее принятые умеренно-жесткие меры денежно-кредитной политики и ожидаемое ослабление внутреннего спроса во второй половине года. Мы ожидаем дальнейшего замедления инфляции до 5,4% до конца 2027 г. (рисунок 16).

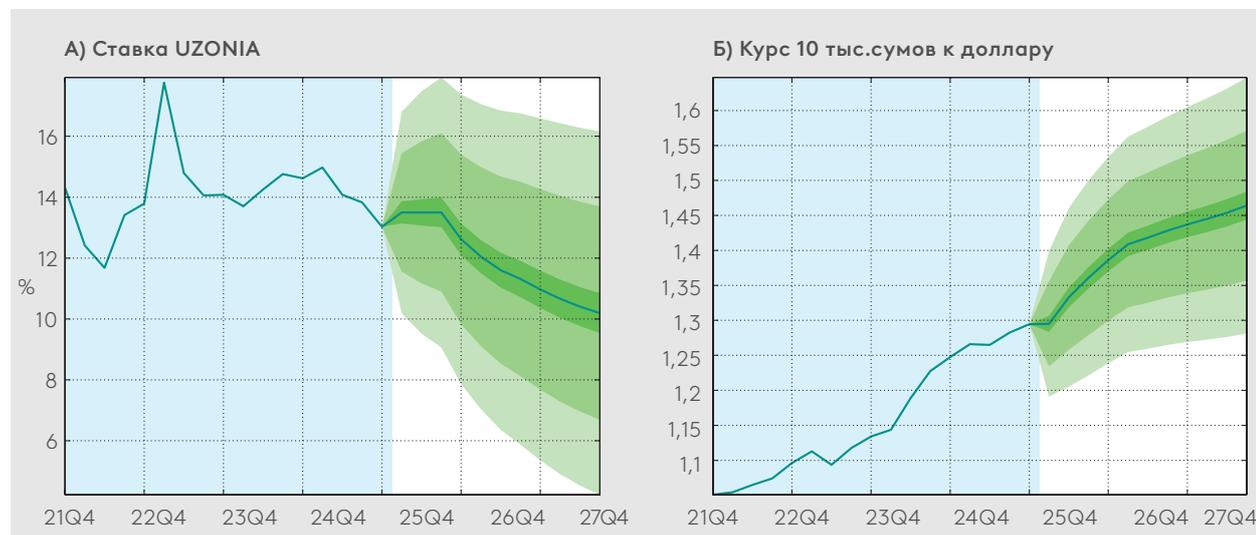
Денежно-кредитная политика и курс национальной валюты

Центральный банк Республики Узбекистан сохранит основную ставку 14% до конца 2025 г. Относительно быстрый рост цен в начале 2025 г. будет фактором сохранения высоких ставок со стороны ЦБ РУ. Постепенное замедление инфляции до целевого уровня 5% и стабилизация инфляционных ожиданий создадут условия для постепенного смягчения денежно-кредитной политики в 2026–2027 гг. Ставка опустится примерно до 11% к концу 2027 г., обеспечивая условия для сбалансированного роста экономики страны (рисунок 17.А).

Среднегодовой курс сума к доллару прогнозируется на уровне 13 208 в 2025 г. (рисунок 17.Б). Поддержку национальной валюте окажут увеличивающиеся объемы денежных переводов и устойчивый рост экспорта. В среднесрочной перспективе сум будет постепенно ослабевать на 3–4% в год, стабилизируясь вокруг своего долгосрочного тренда. Денежные переводы трудовых мигрантов во многом

компенсируют торговый дефицит. В базовом сценарии переводы продолжают расти и в 2025 г.: прогнозируется рост на 23% — до 14,8 млрд долл. с последующим замедлением динамики в 2026 г. (до 5,5%). Это означает, что поддержка платежного баланса со стороны вторичных доходов останется существенной.

↓ Рисунок 17. Процентная ставка и обменный курс (базовый сценарий)



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Замедление экономического роста в странах — основных торговых партнерах. Например, более резкое, чем ожидается, охлаждение экономик основных торговых партнеров приведет к сокращению узбекского экспорта в эти страны и снижению потоков денежных переводов.

Колебания мировых цен на сырье. Возможное удорожание энергоносителей и снижение цен на золото — ключевые внешние риски для экономики Узбекистана. Рост мировых цен на нефть и газ — например, в случае усиления геополитической напряженности на Ближнем Востоке — может привести к увеличению импортных расходов, ухудшению условий торговли и усилению давления на платежный баланс. В то же время падение цен на золото и металлы — на фоне стабилизации глобальной экономики или ужесточения денежно-кредитной политики в странах с развитым рынком — способно сократить экспортную выручку. С учетом значительной доли сырья в структуре экспорта такое развитие событий может ослабить поддержку обменного курса и создать новые вызовы для макроэкономической стабильности страны.

Ухудшение условий на глобальных финансовых рынках. Более длительный, чем предполагается, период высоких процентных ставок в мире или ухудшение доступа к внешнему финансированию для развивающихся стран способны осложнить для Узбекистана привлечение внешних займов и инвестиций. В таком случае есть риск сокращения инвестиционных расходов. Это замедлит реализацию инфраструктурных проектов и, как следствие, темпы роста ВВП.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (ЕАБР, 2023) Макроэкономический прогноз 2023–2025. Июнь 2023. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/monthly-review/makroekonomicheskij-prognoz-eabr-2023-2025/> (Просмотрено 2 июня 2025).

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Соболевская, М., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (ЕАБР, 2024а) Макроэкономический прогноз 2025–2027. Декабрь 2024. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews/makroekonomicheskij-prognoz-2025-2027/> (Просмотрено 28 апреля 2025).

ЕАБР (2016) Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза. М., СПб.: ЕЭК, ЕАБР. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/sistema-analiza-i-makroekonomicheskogo-prognozirovaniya-evraziyskogo-ekonomicheskogo-soyuza/> (Просмотрено 2 июня 2025).

Кузнецов, А., Соболевская, М., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (ЕАБР, 2024b) Макроэкономический обзор. Октябрь 2024. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/monthly-review/makroekonomicheskij-obzor-eabr-oktyabr-2024/> (Просмотрено 2 июня 2025).

Кузнецов, А., Соболевская, М., Бердигулова, А. (ЕАБР, 2025) Модель макроэкономического анализа и прогнозирования экономики Узбекистана. Рабочий документ 25/6. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/special-reports/model-dlya-makroekonomicheskogo-analiza-i-prognozirovaniya-ekonomiki-uzbekistana/> (Просмотрено 28 мая 2025).

Национальный банк Республики Беларусь (2025) О поддержке инвестиционного кредитования. Тезисы выступления первого заместителя Председателя Правления Национального банка Республики Беларусь А.А. Егорова. Апрель 2025. Минск. Доступно на: https://www.nbrb.by/press/2025/04/doklad_egorov-2025-04.pdf (Просмотрено 12 мая 2025).

Правительство РА (2024) Бюджетное послание правительства РА на 2025 год. Декабрь 2024. Ереван: Доступно на: https://minfin.am/hy/page/petakan_byuje_2025t/ (Просмотрено 28 мая 2025).

Правительство РК (2025) Официальный информационный ресурс Премьер-министра Республики Казахстан. 8 трлн Байтерека дадут 1,3% дополнительного роста ВВП. Доступно на: <https://www.gov.kz/memleket/entities/economy/press/news/details/991417> (Просмотрено 19 мая 2025).

Ai, J., Huang, W., Li, M., Zhang, T., Zhang, W. (2025) Anticipating Trade Turbulence: Assessing the Economic Impacts of President Trump's Proposed Tariff Scenarios. Cornell SC Johnson College of Business Research Paper. January 2025. Доступно на: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5113925 (Просмотрено 19 июня 2025).

Caliendo, L., Feenstra, R.C., Romalis, J., Taylor, A.M. (2015) Tariff Reductions, Entry, and Welfare: Theory and Evidence for the Last Two Decades. NBER Working Paper No. 21768 December. Доступно на: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w21768/w21768.pdf (Просмотрено 19 июня 2025).

IHS Markit (2025) S&P Global Freedom Holding Corp. Индекс деловой активности PMI сферы услуг Казахстана. Доступно на: <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PressRelease/b5e57c3cbbcc4c35b60d673e190b978f> (Просмотрено 5 июня 2025).

International Monetary Fund (2025) World Economic Outlook: A Critical Juncture amid Policy Shifts. Washington, DC. April. Доступно на: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2025/04/22/world-economic-outlook-april-2025> (Просмотрено 19 июня 2025).

Furceri, D., Hannan, S.A., Ostry, J.D., Rose, A.K. (2019) Macroeconomic Consequences of Tariffs. IMF Working Paper 19/9. Доступно на: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/01/15/Macroeconomic-Consequences-of-Tariffs-46469> (Просмотрено 19 июня 2025).

Ruzickova (2023) Unemployment in the euro area: Why is it so low and when will it start to rise? December 2023. Czech National Bank Global Economic Outlook Доступно на: https://www.cnb.cz/en/about_cnb/cnblog/Unemployment-in-the-euro-area-Why-is-it-so-low-and-when-will-it-start-to-rise/?utm_source (Просмотрено 12 мая 2025).

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АО	акционерное общество
ВВП	валовой внутренний продукт
ЕАБР, Банк	Евразийский банк развития
ЕАЭС, Союз	Евразийский экономический союз
ЕС	Европейский союз
ЕЦБ	Европейский центральный банк
ЖКУ	жилищно-коммунальные услуги
ИСМ	интегрированная система моделей
КР	Кыргызская Республика
МБК	межбанковский рынок кредитования
МВФ	Международный валютный фонд
НБ РБ	Национальный банк Республики Беларусь
НБ КР	Национальный банк Кыргызской Республики
НБ РК	Национальный банк Республики Казахстан
НБТ	Национальный банк Таджикистана
НДС	налог на добавленную стоимость
ОПЕК+	Организация стран — экспортеров нефти
РА	Республика Армения
РБ	Республика Беларусь
РЕПО	вид сделки, при которой ценные бумаги продаются и одновременно заключается соглашение об их обратном выкупе по заранее оговоренной цене
РК	Республика Казахстан
РТ	Республика Таджикистан
РФ	Российская Федерация
США	Соединенные Штаты Америки
ФНБ	Фонд национального благосостояния
ФРС США	Федеральная резервная система США
ЦБ РА	Центральный банк Республики Армения
ЦБ РФ	Центральный банк Российской Федерации (Банк России)
COVID-19	COronaVirus Disease 2019, коронавирусная инфекция
MIACR	Moscow Interbank Actual Credit Rate (фактическая ставка по предоставленным межбанковским кредитам)
PMI	Purchasing Managers' Index (индекс деловой активности)
TONIA	Tenge OverNight Index Average
bbI	американский нефтяной баррель
%	процент
% г/г	годовой темп прироста
г.	год
гг.	годы
долл.	доллар США
кв/кв	квартал к кварталу
млн	миллион
млрд	миллиард
п.п.	процентный пункт
трлн	триллион
тыс.	тысяча

ГЛОССАРИЙ

Бюджетные (фискальные) резервы

Объем свободных средств государственного бюджета, доступных для финансирования расходов.

Бюджетный (фискальный) импульс

Характеризует воздействие налогово-бюджетной политики на экономическую активность. Положительный бюджетный импульс указывает на положительный вклад налогово-бюджетной политики в ВВП.

Валютизация банковских вкладов (кредитов)

Доля вкладов (кредитов) в иностранной валюте в общем объеме вкладов (кредитов) коммерческих банков.

Нейтральная ставка

Уровень процентной ставки, который соответствует устойчивому нахождению инфляции и инфляционных ожиданий на уровне цели, а ВВП и реального валютного курса — на равновесных уровнях.

Потенциальный (равновесный) ВВП

Объем реального ВВП, который сложился бы в экономике в определенном временном периоде при наиболее эффективном использовании факторов производства. Под потенциальным ВВП также можно понимать такой объем реального ВВП, который экономика способна устойчиво производить без формирования экономических дисбалансов.

Равновесный курс валюты

Реальный курс валюты, не оказывающий ни дополнительного инфляционного, ни дезинфляционного воздействия.

Разрыв выпуска

Отклонение объема реального ВВП от своего потенциального уровня. Положительный разрыв выпуска, как правило, характеризует ситуацию избыточного спроса в экономике и является индикатором инфляционного давления. При отрицательном разрыве выпуска справедливо обратное.

Purchasing Managers' Index (PMI)

Индикатор, характеризующий изменение деловой активности и условий функционирования частных предприятий в обрабатывающей промышленности и сфере услуг. Показатель рассчитывается на основе ежемесячных опросов менеджеров по закупкам. Значения PMI выше 50 пунктов сигнализируют о росте деловой активности, ниже — о ее снижении.



Аналитика на сайте ЕАБР



Доклад (RU/EN)

Будущее исламского финансирования в Центральной Азии

Доклад, подготовленный ЕАБР совместно с Исламским банком развития (ИБР) и Институтом Исламского банка развития (ИИБР) при участии Группы Лондонской фондовой биржи.



Доклад 25/6 (RU/EN)

Модель макроэкономического анализа и прогнозирования экономики Узбекистана

В рабочем документе представлены результаты разработки модели для макроэкономического анализа и прогнозирования экономики Узбекистана. Благодаря интеграции новой модели в модельный комплекс ЕАБР становится возможным более точное и комплексное прогнозирование экономического развития региона операций Банка.



Доклад (RU/EN)

Производство ирригационного оборудования в Центральной Азии: Индустриализация водного сектора

В новом докладе ЕАБР и ЮНИДО представлен детальный анализ текущего состояния рынка ирригационного оборудования, прогноз его развития и рекомендации по созданию условий для локального производства.



Доклад 25/2 (RU/EN)

Бассейн реки Иртыш: трансграничные вызовы и практические решения

В новом исследовании Евразийского банка развития «Бассейн реки Иртыш: трансграничные вызовы и практические решения» представлены результаты диагностики и прогноза состояния водных ресурсов в бассейне, определены позиции трех стран и предложены практические решения, включая инвестиционные.



Доклад 25/1 (RU/EN)

Взаимные инвестиции на Евразийском континенте: новые и старые партнеры

Доклад содержит детальные сведения о масштабах, динамике, географической и отраслевой структуре накопленных взаимных прямых инвестиций между странами Евразийского региона, с одной стороны, и Китаем, Турцией, Ираном, странами Залива, с другой стороны, за период с 2016 г. по первое полугодие 2024 г.



Доклад 24/10 (RU/EN)

Мониторинг взаимных инвестиций ЕАБР — 2024. Евразийский регион

Доклад содержит детальные сведения о масштабах, динамике, географической и отраслевой структуре взаимных прямых инвестиций стран Евразийского региона за период с 2016 г. по первое полугодие 2024 г.



Доклад 24/9 (RU)

Несуверенное финансирование международных финансовых организаций в Кыргызской Республике

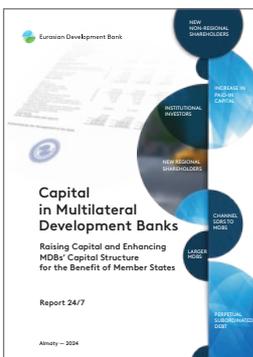
Доклад содержит комплексный анализ несuverенного финансирования международных финансовых организаций в Кыргызской Республике за последние 10 лет.



Доклад 24/8 (RU/EN)

База данных ЕАБР несuverенного финансирования, предоставляемого международными финансовыми организациями

База данных несuverенного финансирования международных финансовых организаций (Non-Sovereign Financing Database) — новый аналитический проект ЕАБР. База данных ЕАБР — динамический инструмент оперативного мониторинга и анализа несuverенного финансирования МФО в Евразийском регионе.



Доклад 24/7 (EN)

Капитал в многосторонних банках развития

В докладе рассмотрены семь вариантов увеличения капитала региональными и субрегиональными многосторонними банками развития в интересах государств-участников. Различные стратегии увеличения капитала могут привести к положительным эффектам.



Доклад 24/6 (RU/EN)

Евразийский транспортный каркас

В докладе рассмотрены десять системных элементов концепции Евразийского транспортного каркаса. Среди них — формирование транспортного перекрестка в Центральной Азии, приоритеты внутрирегиональной транспортной связанности, импульс для реализации агропромышленного потенциала стран региона, совершенствование мягкой инфраструктуры.



Доклад 24/5 (RU/EN)

Питьевое водоснабжение и водоотведение в Центральной Азии

В Центральной Азии 10 млн человек не имеют доступа к безопасной питьевой воде. С учетом приоритетного значения питьевой воды для здоровья населения и масштаба вызовов, в регионе требуется комплексный подход. В новом исследовании ЕАБР представлен набор практических шагов, который формирует такой подход.



Доклад 24/4 (RU/EN)

Нефтегазохимическая промышленность Евразии: перспективы углубления переработки

В новом докладе на основе балансового подхода оценивается производственно-ресурсный и экспортный потенциал нефтегазохимического комплекса стран Евразийского региона (Армения, Беларусь, Казахстан, Кыргызстан, Россия, Таджикистан, Туркменистан, Узбекистан) в перспективе до 2035 г.



Доклад 24/3 (RU/EN)

Инфраструктура Евразии: краткосрочные и среднесрочные тренды

В новом докладе аналитики ЕАБР определили 10 знаковых кратко- и среднесрочных трендов в энергетике, транспорте, логистике, водоснабжении и телекоммуникациях Евразийского региона.



Доклад 24/2 (RU/EN)

Экономическое сотрудничество в Евразии: практические решения

Новый доклад «Экономическое сотрудничество в Евразии: практические решения» содержит «меню» из прикладных решений, которые можно реализовать достаточно быстро и в гибких конфигурациях участвующих стран и которые направлены на развитие их взаимовыгодного сотрудничества.



Доклад 24/1 (RU/EN)

Программа развития академической мобильности

Новый рабочий документ ЕАБР содержит комплексный анализ проблем и конкретные практические решения для обеспечения устойчивого роста межвузовских связей и образовательных обменов в масштабах Евразийского региона (страны ЕАЭС и СНГ) и Большого Евразийского партнерства.



Макроэкономический обзор (RU)

Регулярная публикация, в которой представлен оперативный срез макроэкономической ситуации в странах — участницах Банка и даны оценки ее развития в краткосрочной перспективе. Является промежуточной публикацией между макроэкономическими прогнозами.



Евразийский Банк Развития

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

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



Евразийский Банк Развития

www.eabr.org