



Евразийский
Банк Развития

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ 2026–2028



ДЕКАБРЬ 2025





МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

ДЕКАБРЬ 2025

2025

Экономическая активность в регионе продолжила расширяться



прирост ВВП в 2025 г.

Инфляция снижается в РТ, РУ;
остается повышенной
в РА, РБ, РК, КР, РФ

6,9%

агрегированная инфляция
в регионе на конец 2025 г.Продолжение снижения
ключевой ставки ЦБ РФ
и сохранение базовой ставки НБ РК

≈16%

ключевая ставка в России
на конец 2025 г.

≈18%

базовая ставка в Казахстане
на конец 2025 г.

2026

Экономика региона возвращается
к устойчивым темпам роста

2,3%

Рост агрегированного
ВВП в 2026 г.Большинство стран региона
продолжит расти высокими темпами

6,1%

Рост агрегированного ВВП стран
Центральной Азии в 2026 г.Постепенное
снижение инфляции
к целевым уровням
при отсутствии
дополнительных
шоков

6,3%

агрегированная
инфляция
в регионе
на конец 2026 г.Снижение процентных ставок
в России и Казахстане

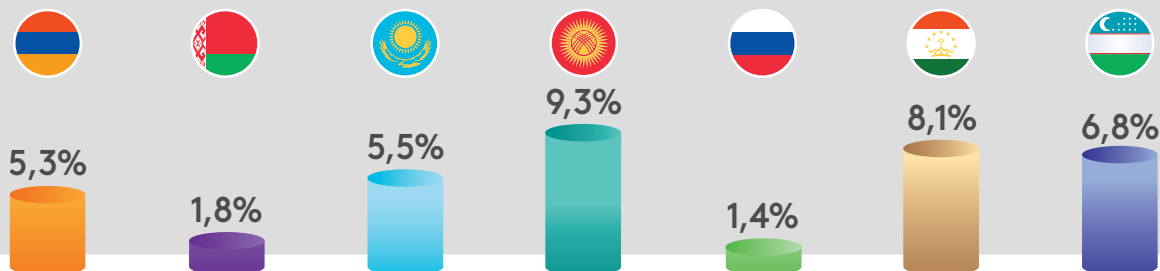
≈13%

ключевая ставка в России
на конец 2026 г.

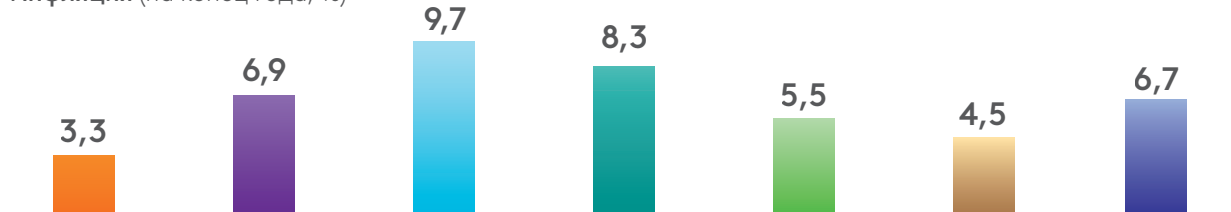
≈14%

базовая ставка в Казахстане
на конец 2026 г.

Прирост ВВП в 2026 г. (% г/г)



Инфляция (на конец года, %)



Курс к доллару (в среднем за год)



Винокуров, Е., Кузнецов, А., Шарафутдинов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (2025) *Макроэкономический прогноз 2026–2028. Декабрь 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 рассцениваться 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
Врезка 1. После эпохи сверхдешевых денег: испытание для финансовой стабильности и инвестиций в условиях «нормального» уровня ставок.....	11
Врезка 2. Тренды использования валют: в резервах, расчетах и банковских операциях.....	16
РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ	21
Текущая ситуация.....	22
Прогноз.....	24
Риски	26
РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ	27
Текущая ситуация.....	28
Прогноз.....	30
Риски	32
РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН	33
Текущая ситуация.....	34
Прогноз.....	36
Риски	38
КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА	39
Текущая ситуация.....	40
Прогноз.....	42
Риски	44
РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ	45
Текущая ситуация.....	46
Прогноз.....	48
Риски	51
РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН	53
Текущая ситуация.....	54
Прогноз.....	56
Риски	58
РЕСПУБЛИКА УЗБЕКИСТАН	59
Текущая ситуация.....	60
Прогноз.....	62
Риски	64
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	65
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	67
ГЛОССАРИЙ	69

РЕЗЮМЕ

Мировая экономика сохраняет умеренные темпы роста и адаптируется к новым торговым барьерам. Рост в развитых экономиках остается слабым из-за высокой неопределенности. Развивающиеся экономики с крупными рынками сохраняют повышенную экономическую активность. В США в 2026 г. ожидается рост около 1,6%. Высокий уровень долга будет сдерживать инвестиции, но строительство ИТ-инфраструктуры поддержит экономическую активность. Рост в еврозоне останется слабым — около 1,1%, поддержку в основном обеспечит увеличение государственных инвестиций в оборону и инфраструктуру. Китайская экономика продолжит развиваться высокими темпами: прогноз — 4,6% в 2026 г., чему будет способствовать стимулирование внутреннего спроса властями. Инфляция в США и еврозоне останется выше целевых уровней в 2026–2028 гг. Рост издержек на фоне тарифных конфликтов ограничивает скорость снижения ставок в США и может вызвать повышение ставок ЕЦБ в 2026 г.

В 2025 г. экономика региона операций ЕАБР возвращается к равновесному уровню после двух лет рекордного роста, ВВП региона увеличится на 1,9% после 4,5% в 2024 г. Замедление в первую очередь связано со снижением роста экономики России до 1,0% в 2025 г. из-за жестких денежно-кредитных условий. Снижение спроса со стороны России замедлит рост ВВП Беларуси до 1,8%. В Центральной Азии ожидаются высокие темпы роста экономики — около 6,6% в 2025 г. после 5,8% в 2024 г. В Казахстане и Кыргызской Республике рост ВВП в 2025 г. повысится до рекордных с 2013 г.: 5,9% и 10,3% соответственно. В Узбекистане ожидается самый высокий рост за 14 лет (исключая постковидное восстановление) на уровне 7,4%. Повышенные темпы роста сохраняются в Армении — 6,0% и Таджикистане — 8,3%.

В 2026 г. экономика региона продолжит устойчиво расти — на 2,3%. Темпы роста экономик большинства стран региона останутся повышенными в 2026 г. как результат сильной инвестиционной активности. Прогнозируем рост ВВП в Армении на уровне 5,3% в 2026 г., в Казахстане — 5,5%, в Кыргызской Республике — 9,3%, в Таджикистане — 8,1%, в Узбекистане — 6,8%. Ожидаем ускорения роста ВВП России до 1,4% в 2026 г. при превышении бюджетных расходов над доходами. Экономика Беларуси увеличится темпами, близкими к среднесрочным значениям — 1,8%.

Инфляция по итогам 2025 г. ожидается в целевом диапазоне в Армении — 3,3% г/г и Таджикистане — 3% г/г и выше цели в Беларуси — 7,1% г/г, Казахстане — 12,3% г/г, Кыргызской Республике — 9,1% г/г, России — 6% г/г и Узбекистане — 7,5% г/г. Основные факторы — повышение тарифов и удорожание продовольствия на мировых рынках.

Инфляционное давление в регионе продолжит ослабевать в 2026 г. Прогнозируем движение инфляции в направлении целевого уровня во всех странах региона: снижение инфляции в 2026 г. в Армении — до 3,3% г/г, Беларуси — до 6,9% г/г, Казахстане — до 9,7% г/г, Кыргызской Республике — до 8,3% г/г, России — до 5,5% г/г, Узбекистане — до 6,7% г/г. В Таджикистане инфляция останется в пределах целевого диапазона: 4,5% г/г. Агрегированный рост цен в регионе замедлится до 6,3% г/г в 2026 г. с 6,9% г/г в 2025 г. при отсутствии дополнительных шоков.

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	2024	2025 П	2026 П	2027 П	2028 П
Республика Армения					
ВВП в сопоставимых ценах, %	5,9	6,0	5,3	5,3	5,1
Инфляция (на конец периода), % г/г	1,5	3,3	3,3	3,3	3,0
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	8,0	6,8	6,5	6,0	6,0
Курс драма к доллару (в среднем за год)	392	389	393	400	403
Республика Беларусь					
ВВП в сопоставимых ценах, %	4,0	1,8	1,8	1,9	2,0
Инфляция (на конец периода), % г/г	5,2	7,1	6,9	6,7	6,5
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	9,5	9,7	9,75	9,75	9,75
Курс бел. рубля к доллару (в среднем за год)	3,25	3,08	3,32	3,66	3,89
Республика Казахстан					
ВВП в сопоставимых ценах, %	5,0	5,9	5,5	5,5	5,5
Инфляция (на конец периода), % г/г	8,6	12,3	9,7	6,4	5,0
Базовая ставка (в среднем за год), %	14,7	16,7	16,3	12,4	10,2
Курс тенге к доллару (в среднем за год)	469	525	535	559	578
Кыргызская Республика					
ВВП в сопоставимых ценах, %	9,0	10,3	9,3	7,6	7,5
Инфляция (на конец периода), % г/г	6,3	9,1	8,3	7,4	6,2
Учетная ставка (в среднем за год), %	10,5	9,2	11,0	11,0	11,0
Курс сома к доллару (в среднем за год)	87,1	87,4	89,2	91,9	93,3
Российская Федерация					
ВВП в сопоставимых ценах, %	4,3	1,0	1,4	2,0	2,1
Инфляция (на конец периода), % г/г	9,5	6,0	5,5	5,1	4,5
Ключевая ставка (в среднем за год), %	17,5	19,2	14,4	12,2	10,5
Курс рос. рубля к доллару (в среднем за год)	92,4	85	94	104	109
Республика Таджикистан					
ВВП в сопоставимых ценах, %	8,4	8,3	8,1	7,2	7,1
Инфляция (на конец периода), % г/г	3,6	3,0	4,5	4,7	4,9
Ставка рефинансирования (в среднем за год), %	9,3	8,2	7,6	8,4	8,4
Курс сомони к доллару (в среднем за год)	10,8	10,3	9,8	10,3	10,8
Республика Узбекистан					
ВВП в сопоставимых ценах, %	6,5	7,4	6,8	6,4	6,3
Инфляция (на конец периода), % г/г	9,8	7,5	6,7	5,8	5,2
Основная ставка (в среднем за год), %	13,8	13,9	13,7	12,4	11,6
Курс сума к доллару (в среднем за год)	12 652	12 647	12 800	14 100	15 100

Примечание: здесь и в остальных таблицах П — прогноз,

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

ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

ПОСЛЕ ЭПОХИ СВЕРХДЕШЕВЫХ ДЕНЕГ: СОСТОЯНИЕ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ, ПРОГНОЗЫ И ВЛИЯНИЕ НА РЕГИОН ОПЕРАЦИЙ ЕАБР

Мировая экономика сохраняет умеренные темпы роста, постепенно адаптируясь к новым торговым барьерам. Глобальный индекс деловой активности (PMI) в сентябре составил 52,4 п. После падения во II квартале деловая уверенность восстанавливается, однако в развитых экономиках рост остается слабым из-за высокой неопределенности. В то же время развивающиеся экономики с крупными рынками (Индия, Индонезия) сохраняют повышенную экономическую активность. Вместе с Китаем эти страны продолжают поддерживать темпы роста мирового ВВП.

Экономика США замедлится по итогам 2025 г.: по нашей оценке, ВВП вырастет на **1,6%** после **2,8%** в 2024 г. (таблица 2). Поддержкой росту остается сектор услуг, где показатели PMI стабильно выше 50 п. Согласно динамике опережающих индикаторов, в промышленности наблюдается сокращение выпуска. Главный драйвер экономики — расширение расходов домохозяйств, но и его темпы все заметнее понижаются. Увеличение заработных плат замедлилось до 0,7% г/г в августе, это минимум с июля 2024 г. Инвестиции растут, но почти все они сосредоточены в строительстве центров данных и другой ИТ-инфраструктуры. Без них рост экономики составил бы 0,1% г/г в первом полугодии 2025 г.

Жилищное строительство в США демонстрирует слабую динамику после спада на 12% за 2023–2024 гг. По итогам января — августа 2025 г. количество начавших строиться домов повысилось на 0,7% г/г. Размер ипотечного долга составил 69,3% ВВП по итогам первой половины 2025 г., снизившись с 70,2% на середину 2024 г. Количество отказов от обслуживания кредитов низкое (55 тыс. по итогам сентября 2025 г. — ниже, чем до пандемии коронавируса). Активность в сфере рефинансирования остается на низких по историческим меркам уровнях на фоне долгосрочной нормализации стоимости кредитования (врезка 1). В то же время, жилищное строительство и строительный сектор в целом сокращают свою долю в ВВП (3,7% ВВП в 2024–2025 гг., по сравнению с 4,3% ВВП в 2019 г. и около 6% ВВП в 2005 г.). Как результат, способность этих отраслей поддерживать рост экономики снижается.

В 2026 г. прогнозируется рост ВВП США около 1,6%. Потребление продолжит замедляться, на что указывает падение [индекса потребительского доверия](#). Тарифные конфликты и высокий накопленный долг будут сдерживать рост инвестиций. На экономику негативно повлияет и ужесточение миграционного законодательства, которое скажется на численности занятых — сократит ее, особенно в сельском хозяйстве и строительстве. С другой стороны, снижение

ставок и перестройка цепочек поставок поддержат экономическую активность. Сокращение налогового бремени в рамках нового законодательства¹ положительно повлияет на спрос в экономике.

В еврозоне в 2025 г. сохраняется слабый экономический рост: ВВП увеличится на 1,2%. Основным драйвером экономики остается сектор услуг: здесь PMI в сентябре поднялся до 51,3 п. — максимума с февраля 2025 г. Внедрение ИИ-сервисов формирует рост ИТ-сектора, а приток туристов (+4% г/г по итогам января — июня) обусловил расширение услуг гостиничного бизнеса на 2,3% г/г за первое полугодие. Динамика в промышленности остается слабой: PMI вернулся в зону сокращения — 49,8 п. в сентябре после 50,7 п. в августе. Возросшая конкуренция со стороны Китая, укрепление курса евро и потеря части традиционных рынков негативно влияют на производство. Повышение заработных плат (около 2% г/г в сентябре 2025 г.)² и снижение процентных ставок улучшили потребительские настроения, хотя их уровень все еще ниже исторического среднего. На этом фоне потребление растет медленнее, чем изначально предполагалось. Темпы роста ВВП снизились: 1,3% г/г в III квартале после 1,6% г/г в I квартале и 1,5% г/г во II квартале.

Рост в еврозоне в 2026 г. прогнозируем слабым — около 1,1% (таблица 2). Введение пошлин США на импорт из ЕС ослабит промышленность, и это негативное влияние, по нашим оценкам, будет длительным. Поддержку экономике окажет увеличение государственных инвестиций в оборону и инфраструктуру — с 1,9% ВВП в 2024 г. до 3% ВВП в 2027 г. Бюджетный импульс, связанный с этими расходами, составит около 2% ВВП в 2025–2027 гг., но его эффект проявится не раньше второй половины 2026 г. Рост потребления ожидается в условиях расходования сбережений. Их норма, по оценкам ЕЦБ, снизится с 15–16% до 10–12%, как в доковидный период, на фоне более мягкой денежно-кредитной политики за счет снижения ставки на 2 п.п. за 2024–2025 гг.

Крупные развивающиеся экономики остаются драйвером глобального роста. Индустриализация обеспечивает высокие темпы экономического развития. ВВП Индии растет темпами около 8%³, сохраняя лидерство по динамике экономического развития среди крупнейших экономик. Главным двигателем выступает внутренний спрос: потребительская уверенность близка к максимуму за последние пять лет. Совокупный PMI в сентябре составил 61,9 п., лишь немного снизившись с многолетнего максимума 63,2 п., достигнутого в августе. Вложения в инфраструктуру поддерживают рост: инвестиции в основной капитал увеличились на 7,8% г/г во II квартале 2025 г. Страны Юго-Восточной Азии также

¹ OBBBA, или [One Big Beautiful Bill Act](#), принятый в июле 2025 г. Среди его положений — повышение потолка доходов для предоставления налогового вычета, придание постоянного характера пониженным ставкам подоходного налога, введенным в 2017 г., новые налоговые вычеты (в частности, на чаевые и оплату сверхурочных) и другие меры.

² Оценка ЕЦБ на основе [ECB wage tracker](#).

³ Во II квартале 2025 г. вырос на 7,8% г/г после 7,4% г/г в I квартале.

демонстрируют устойчивое развитие: ВВП Индонезии вырос на 5,1% г/г во II квартале после 4,9% г/г в I квартале, Малайзии — на 5,2% г/г в III квартале после 4,4% г/г во II квартале. Рост обеспечен внутренним спросом и активными инфраструктурными инвестициями.

Китайская экономика продолжает развиваться высокими темпами: ВВП вырос на 4,8% в III квартале после динамичного роста выше 5% г/г в I и II кварталах 2025 г. В целом за январь — сентябрь целевой рост около 5% достигнут. И это несмотря на повышение тарифов США на импорт из Китая (примерно 47%⁴ на начало ноября, 20% было на начало года, при средних эффективных тарифах на импорт в США около 18%). Часть экспорта переориентирована на Европу и другие рынки. Власти стимулируют внутренний спрос, доля которого в ВВП (около 40%) остается низкой по сравнению с сопоставимыми экономиками, что говорит о потенциале для роста. По оценке МВФ, дефицит консолидированного бюджета страны превысит 8% ВВП в ближайшие три года (в 2021–2024 гг. показатель составлял около 6,5%). Несмотря на риски торговых конфликтов, экономика Китая будет расти быстрее, чем ВВП еврозоны и США: прогноз — 4,6% в 2026 г. (таблица 2).

Инфляция в развитых странах вернулась к росту после замедления. В США потребительские цены ускорились до 3% г/г в сентябре 2025 г. — это максимум с февраля. Тренд ускорения сохраняется пятый месяц подряд, несмотря на снижение цен на энергоносители. Базовая инфляция остается существенно выше цели: 3% г/г в сентябре, все заметнее сказывается повышение тарифов. Ожидаем роста цен около 2,9% по итогам 2025 г.

Прогнозируем, что темпы роста цен в еврозоне останутся выше цели до конца 2025 г. Инфляция несколько замедлилась (до 2,1% г/г) в октябре 2025 г. после 2,2% г/г в сентябре. Повышенный уровень сохраняется несмотря на снижение цен на энергоносители (–1% г/г) и отказ Евросоюза от ответного повышения тарифов на товары из США. Укрепление номинального эффективного курса евро на 4,4% г/г сдерживает рост цен, но базовая инфляция в октябре оставалась на уровне 2,4% г/г и уже шесть месяцев подряд держится выше цели. В совокупности с повышенными инфляционными ожиданиями это говорит о сохраняющемся инфляционном давлении.

Инфляция в США и еврозоне останется выше целевых уровней и в 2026–2028 гг. (таблица 2). Рост издержек производителей на фоне тарифных конфликтов и перестройки цепочек поставок создает давление на цены. Высокая экономическая и геополитическая неопределенность усиливает риск, что цены будут расти еще быстрее.

⁴ Средневзвешенная величина, рассчитанная на основе тарифов для отдельных товаров (по шестизначной гармонизированной системе). Вес каждого конкретного товара определяется на основе его доли в общей величине экспорта Китая в США (см., например, PIIE, 2021).

Динамика процентных ставок в США и еврозоне будет разнонаправленной.

В США вероятно ослабление денежно-кредитной политики: долговая нагрузка увеличивается, а рост экономики возвращается к умеренным темпам. Однако проинфляционные эффекты повышенных тарифов будут ограничивать скорость снижения ставок. Прогнозируем ставку ФРС около 3–3,25% годовых к концу прогнозного периода. Считаем, что ЕЦБ завершил цикл снижения ставок в 2025 г., и ожидаем их повышения в 2026–2028 гг. — вслед за увеличением бюджетных расходов.

Нормальный уровень ставок является испытанием для финансовой стабильности и инвестиций и, как результат, сдерживает мировой рост в среднесрочной перспективе (врезка 1).

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

Показатель	2024	2025П	2026П	2027П	2028П
Цена нефти (\$/bbl в среднем за год)					
Brent	79,8	69	66	65	69
Urals	67,9	58	57	58	64
Рост ВВП (%)					
США	2,8	1,6	1,6	1,9	1,9
Еврозона	0,8	1,2	1,1	1,3	1,3
Китай	5,0	4,8	4,6	4,4	4,3
Инфляция (% на конец года)					
США	2,9	2,9	2,8	2,5	2,3
Еврозона	2,4	2,1	2,2	2,1	2,0
Ключевые процентные ставки (% в среднем за год)					
ФРС	5,1	4,1	3,7	3,4	3,2
ЕЦБ	4,1	2,4	2,2	2,4	2,5

Источник: 2024 г. — данные МВФ, Всемирного банка, ФРС США, ЕЦБ, 2025–2028 гг. — прогнозы аналитиков ЕАБР.

Врезка 1. После эпохи сверхдешевых денег: испытание для финансовой стабильности и инвестиций в условиях «нормального» уровня ставок

Период быстрого повышения процентных ставок 2022–2024 гг. стал серьезным испытанием для глобальной финансовой системы. Он вызвал [ряд банкротств](#) в финансовом секторе в США. Последствия скажутся на экономическом росте в среднесрочной перспективе — как в развитых, так и в развивающихся странах.

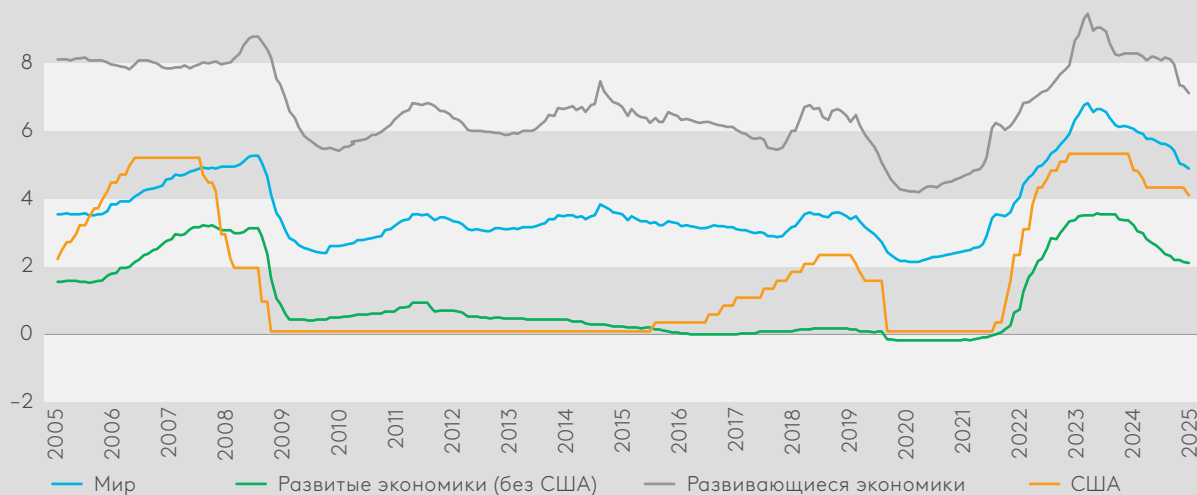
За последние годы резко выросла стоимость обслуживания долга ([рисунки 1 и 2](#)), ускорилось накопление новых заимствований, а устойчивость компаний снизилась. Мировая экономика фактически вернулась к старым нормам по ставкам после более чем десятилетнего периода с конца 2000-х гг. по начало 2020-х гг. — эры сверхмягкой денежно-кредитной политики.

Долговая нагрузка во всем мире достигла рекордных уровней. В развитых экономиках среднее соотношение государственного долга и ВВП выросло со 104% в 2019 г. до 115% в 2024 г., а в развивающихся — с 56% до 70% соответственно. Только за 2024 г. совокупные процентные расходы по обслуживанию госдолга увеличились на 0,5 трлн долл. — это около 0,5% мирового ВВП ([IMF, 2025](#)) — и достигли 1,5 трлн долл.

Рост долгового бремени сделал экономики стран более чувствительными к колебаниям глобальных процентных ставок и кредитных спрэдов, а также повысил значение валютной структуры долга. *Ослабление доллара на 11% с начала 2025 г. временно снизило давление на бюджеты.* Для США это выразилось в росте экспортной выручки и конвертации зарубежных прибылей американских корпораций в доллары, что увеличило налоговые поступления. Несколько ускорилась инфляция, приведшая к росту номинальных доходов бюджета при относительно медленной корректировке расходов. Однако этот эффект носит временный характер: по мере роста расходов, индексации социальных выплат и повышения процентных ставок влияние ослабления доллара на устойчивость бюджета будет постепенно нивелироваться.

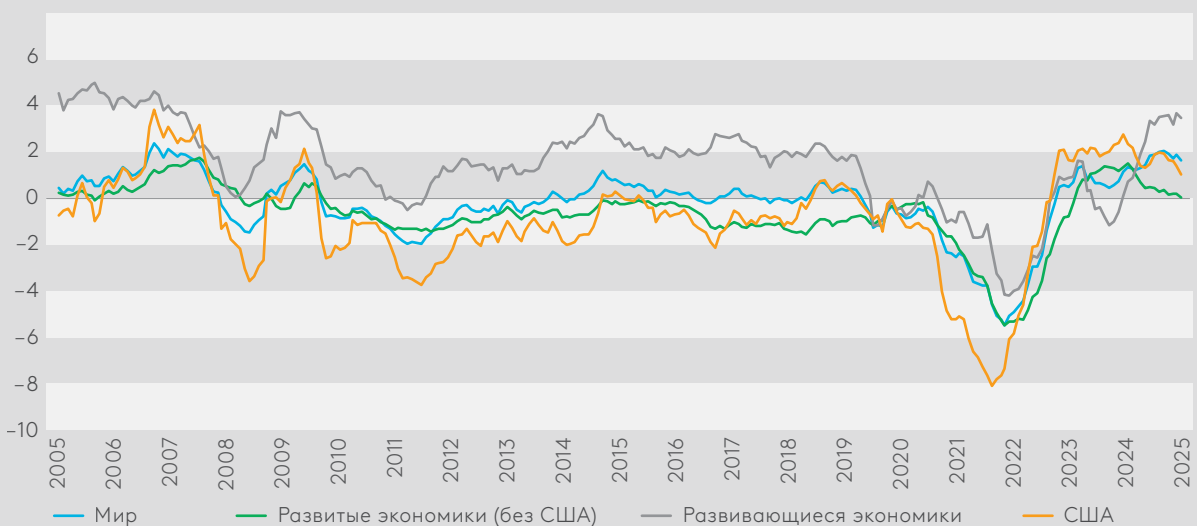
Для стран, чьи внешние обязательства во многом номинированы в долларах, подешевевший доллар снизил их стоимость долга в пересчете на национальную валюту. Снизилось давление на бюджеты в части погашения и обслуживания долга. Сохраняющаяся высокая неопределенность на мировых рынках по-прежнему создает риски для состояния государственных финансов, особенно в развивающихся странах.

↓ Рисунок 1. Номинальные ключевые процентные ставки, % годовых



Источник: Federal Reserve Bank of Dallas.

↓ Рисунок 2. Реальные ключевые процентные ставки, % годовых



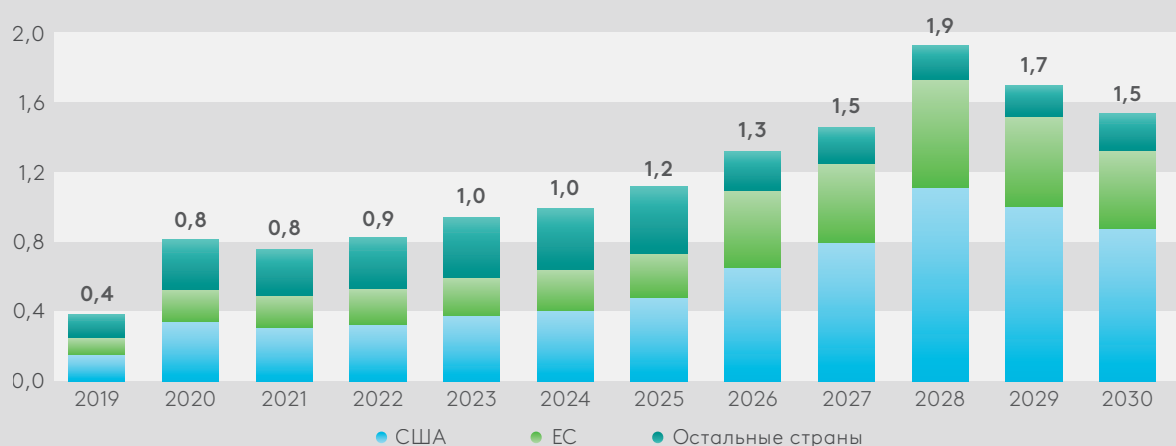
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР на основе данных МВФ.

Стоимость обслуживания государственного долга растет, и это сокращает возможности для инвестиций. Все отчетливее проявляются эффекты «долгового навеса», то есть перераспределения госрасходов в пользу обслуживания долга и «вытеснения капиталовложений», когда дорогой госдолг вытесняет частные инвестиции вследствие доминирования государства на долговом рынке (Islam, 2024). Это ведет к снижению объемов инвестиций, падению производительности и инновационной активности, ограничивая рост ВВП в среднесрочной перспективе. В развитых экономиках корпоративные инвестиции в 2023–2024 гг. росли в среднем на 1% — это значительно скромнее, например, среднегодовых темпов 2–4% в 2000–2019 гг. (OECD, 2025).

Корпоративный долг стал одним из ключевых факторов финансовой уязвимости. В годы низких процентных ставок компании активно наращивали заимствования и удлиняли сроки обязательств. Однако в условиях роста ставок

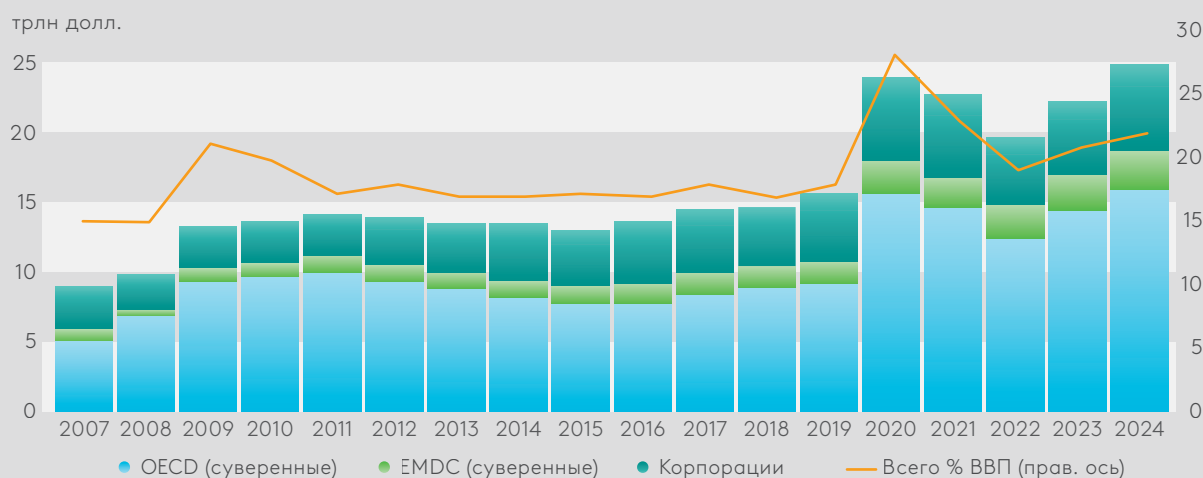
рефинансирование превратилось в серьезную проблему: новые кредиты обходятся дороже и, как правило, предоставляются на более короткий срок (S&P, 2025). Компании сталкиваются с необходимостью выплатить крупные суммы в сжатые сроки. Так, если в 2019–2020 гг. можно было привлекать новые кредиты в еврозоне под 1,5–2%, а в США под 2–3% годовых, то рефинансировать их в 2024 г. приходилось по ставкам 5–6% в обеих экономиках. Несмотря на некоторое снижение ставок в 2025 г., текущая стоимость кредитования крупных корпораций все равно остается повышенной — 4% для еврозоны и около 5% для США. Пик рефинансирований по накопленным дешевым корпоративным кредитам приходился на 2024–2025 гг. Объем таких погашений в 2024–2025 гг. вырос на 20% по сравнению с 2020 г., до 1–1,2 трлн долл. Однако компании смогли рефинансировать долги, но по более высоким ставкам. Это сдвинуло пик погашений на 2028 г., но удвоило его масштабы (рисунок 3). При этом размеры выплат в 2026–2027 гг. также заметно возросли (1,3–1,5 трлн долл.). Таким образом, проблема «стены погашений» принципиально не решается, а лишь сдвигается, усугубляясь в условиях возросшей стоимости кредита.

↓ Рисунок 3. Объемы погашения долгов нефинансовых корпораций, трлн долл.



Источник: S&P.

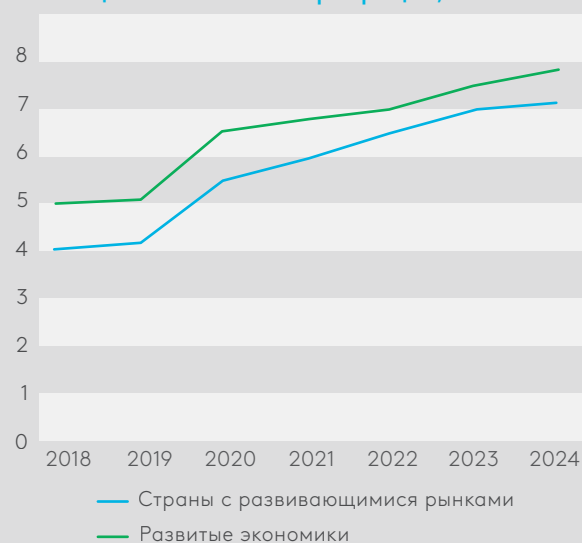
↓ Рисунок 4. Выпуск долговых обязательств



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР на основе данных OECD, МВФ.

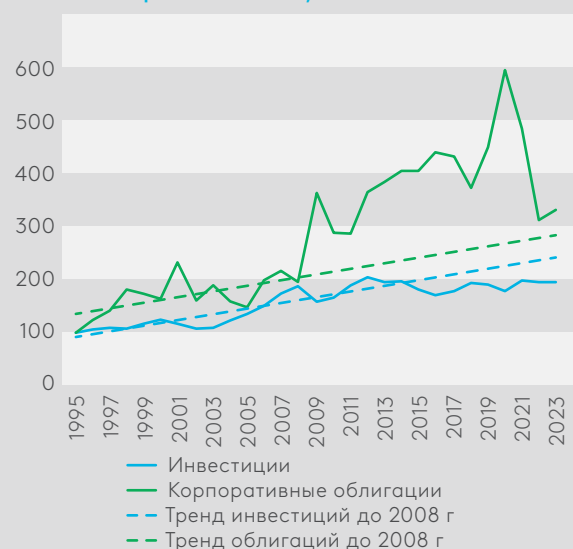
Финансовое положение компаний ухудшается: растущая долговая нагрузка и высокая стоимость обслуживания обязательств снижают их способность погашать долги. Растет число компаний с низким уровнем покрытия процентных платежей⁵. Однако это лишь часть проблемы. Ряд крупных компаний продолжает функционировать, будучи не в состоянии обеспечивать достаточную прибыль для обслуживания долга без внешней поддержки. Доля таких «зомби-компаний»⁶ растет и в 2024 г. достигла 7–8% от общего количества предприятий. При этом в развитых экономиках проблема острее (рисунк 5). Этот тренд создает риски долгосрочного снижения производительности: ресурсы «застревают» в неэффективных отраслях, ограничивая приток капитала и труда в более продуктивные сегменты экономики.

↓ Рисунок 5. Доля «зомби-компаний» в общем количестве корпораций, %



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР на основе данных OECD, МВФ.

↓ Рисунок 6. Заимствования и рост инвестиций компаний, 1995 = 100%



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР на основе данных OECD, МВФ⁷.

Высокие процентные ставки оказали заметное давление на корпоративные инвестиции. Рост расходов сократил чистую прибыль компаний и ограничил их внутренние источники финансирования. Повышение стоимости капитала увеличило порог рентабельности проектов, сделав многие долгосрочные инвестиции менее привлекательными. В результате снизились объемы капитальных вложений, а запуск новых проектов откладывается. Все большая часть привлеченных средств направляется не на развитие бизнеса, а на рефинансирование существующих долгов. С 2008 г. объем выпуска корпоративных облигаций значительно увеличился, а объем инвестиций

⁵ Определяется через показатель ICR (interest cover ratio), рассчитываемый как отношение операционной прибыли компаний к расходам на обслуживание долга. Низким считается уровень ICR менее 2. При ICR ниже 1 прибыль недостаточна даже для покрытия процентов.

⁶ Крупные зрелые компании, у которых ICR<1 сохраняется более трех лет подряд, имеющие слабые перспективы роста, высокий уровень задолженности и зависимость от дешевого кредитования.

⁷ Расчет тренда роста выпуска корпоративных облигаций и инвестиций компаний проводился за период 1995–2008 гг. на основе линейной функции и экстраполировался на 2024 г.

не вырос. По оценкам ОЭСР, в 2009–2024 гг. выпуск облигаций нефинансовыми компаниями превысил докризисный тренд на 12,9 трлн долл., тогда как корпоративные инвестиции оказались ниже него на 8,4 трлн долл. (OECD, 2025b). Это означает, что **обслуживание накопленного долга все чаще вытесняет продуктивные инвестиции** (рисунок 6).

Продолжительный период высоких ставок усиливает риски финансовой нестабильности. Масштабная реструктуризация долгов становится неизбежной, причем пики рефинансирования корпоративных обязательств (2027–2028 гг.) следуют сразу за суверенными (2025–2026 гг.). В сочетании с ростом числа «зомби-компаний» и необходимостью бюджетной консолидации в большинстве стран это ограничивает возможности для инвестиций и повышает риск замедления глобального экономического роста.

На сырьевых рынках ожидаются разнонаправленные тенденции: **нефть подешевеет, а неэнергетические товары подорожают.** Особенно заметно прогнозируется рост стоимости меди — благодаря инфраструктурным проектам и переходу к низкоуглеродной энергетике. Необходимость наращивания складских запасов для ускорения доставки и торговые конфликты усилят спрос на металлы, используемые в электронике.

Драгоценные металлы продолжат дорожать из-за спроса на них в качестве резервных активов в условиях геополитической нестабильности и тренда на дедолларизацию (врезка 2). Замедление экономической активности в Китае, особенно в строительстве, будет сдерживать цены на черные металлы. Цены на продовольствие в 2025–2026 гг. прогнозируются стабильными, с умеренным ростом к концу периода.

Прогнозируем снижение цен на нефть в 2026–2027 гг. по сравнению со средним уровнем последних трех лет. Причинами станут рост предложения и развитие альтернативной энергетики. Среднегодовая цена Brent прогнозируется: 66 долл./баррель в 2026 г., 65 — в 2027 г., 69 — в 2028 г. (для сравнения: в 2025 г. цена составляет 69 долл./баррель) (таблица 2).

Прогнозируемые тенденции мировой экономики и сырьевых рынков не создадут серьезных препятствий для роста в Евразийском регионе.

Некоторое понижение цен на нефть ограничит экспортную выручку стран — экспортеров энергоносителей (Казахстан, Россия), не создавая препятствий для роста. При этом пониженные цены на нефть улучшат условия торговли для нетто-импортеров (Армения, Беларусь, Кыргызстан, Таджикистан, Узбекистан), сдерживая рост внутренних цен. Стабилизировать инфляцию также поможет умеренный рост продовольственных цен в 2025–2026 гг. Удорожание драгметаллов повысит валютные поступления у региональных экспортеров (Кыргызстан, Таджикистан, Узбекистан).

Мир проходит через пик рефинансирования государственного долга, при этом страны региона проводят успешную долговую политику. Высокие темпы роста в 2023–2025 гг. позволяют странам Центральной Азии удерживать внешний долг на стабильном уровне, активно привлекая капитал и погашая долги. Это повышает их инвестиционную привлекательность по сравнению с другими развивающимися экономиками, где долговая нагрузка заметно возросла. Например, Казахстан в октябре 2025 г. разместил на международном рынке капитала суверенные еврооблигации в объеме 1,5 млрд долл. со сроком на 5 лет с доходностью 4,412%. При этом спрэд к казначейским облигациям США составляет 85 б.п. — это минимум за всю историю присутствия Казахстана на рынке еврооблигаций. Установленная доходность по выпуску стала самой низкой среди всех пятилетних суверенных еврооблигаций, выпущенных странами с сопоставимым инвестиционным рейтингом.

Врезка 2. Тренды использования валют: в резервах, расчетах и банковских операциях

В этой врезке мы исследуем, как меняется роль доллара в мире в трех аспектах: в качестве резервной валюты, в качестве средства международных расчетов и в качестве валюты, в которой номинированы активы и пассивы финансовых организаций. Мы приходим к выводу, что доля доллара в резервах центральных банков медленно и устойчиво снижается, но его использование в расчетах растет, а роль в кредитных и депозитных операциях остается стабильной.

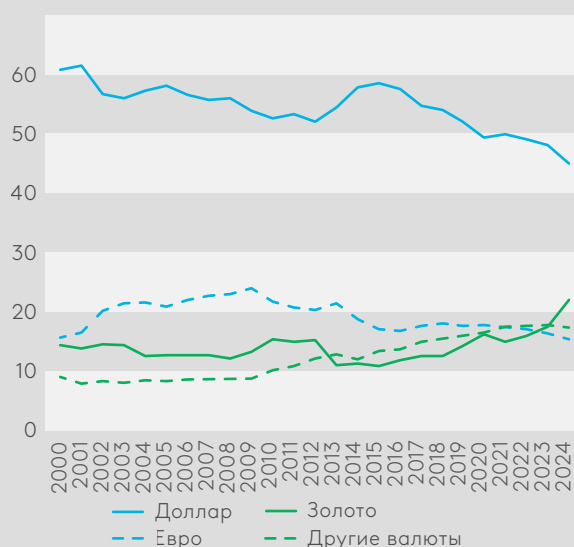
1. Дедолларизация резервов

Доля доллара в резервах центральных банков постепенно и устойчиво снижается⁸ последние 25 лет: с 61% в 2000 г. до 45% по итогам 2024 г.: американская валюта постепенно уступает роль средства хранения международной ликвидности другим валютам и золоту ([рисунок 7](#)). Выросли доли почти всех валют, активно используемых в качестве резервных, кроме евро ([рисунки 7 и 8](#)). В 2024 г. рост доли золота в резервах ускорился, причем спрос на золото со стороны частных инвесторов рос в еще большей степени, чем со стороны центральных банков⁹. Доля других валют в 2024 г. сократилась. Это может означать, что осторожность по отношению к валютным активам приняла более широкий характер, затрагивая не только доллар.

⁸ Данная динамика не объясняется ослаблением доллара относительно других валют. [Стоимость американской валюты](#) на протяжении рассматриваемого периода не демонстрировала нисходящего тренда, а в текущий момент является по историческим меркам высокой.

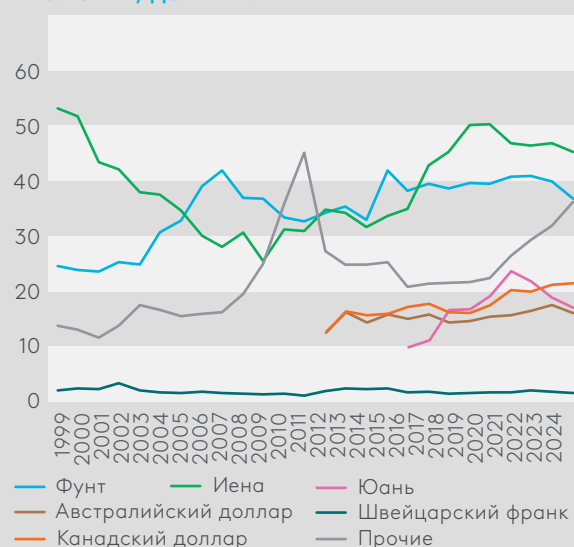
⁹ Доля золота в резервах выросла прежде всего благодаря росту цен на этот металл. [Физический объем запасов золота](#) в резервах центральных банков увеличился на 0,6% за 2024 г. и на 12% за 2014–2024 гг.

↓ Рисунок 7. Структура международных резервов¹⁰, доли в %



Источник: ВБ, МВФ, расчеты аналитиков ЕАБР.

↓ Рисунок 8. Структура статьи международных резервов¹¹ «другие валюты», доли в %



Источник: ВБ, МВФ, расчеты аналитиков ЕАБР.

2. Долларизация (и деевроизация) расчетов

Роль доллара как средства международных расчетов усиливается за счет евро. Доля американской валюты в международных расчетах через систему SWIFT повысилась с 32% в 2010 г.¹² до 49% в 2024 г. (рисунок 9), прежде всего за счет доли евро. Это касается как долгосрочного роста популярности доллара как расчетного средства (с 2010 по 2025 г.), так и увеличения его доли в расчетах на фоне роста геополитических рисков конкретно в текущем десятилетии. В 2023–2025 гг. доля юаня в расчетах также выросла — до 3,6% (в 2020–2021 гг. она составляла около 2%). Увеличение роли в международных расчетах как юаня, так и других валют носило характер скорее скачкообразного изменения в 2023 г., чем нового тренда¹³.

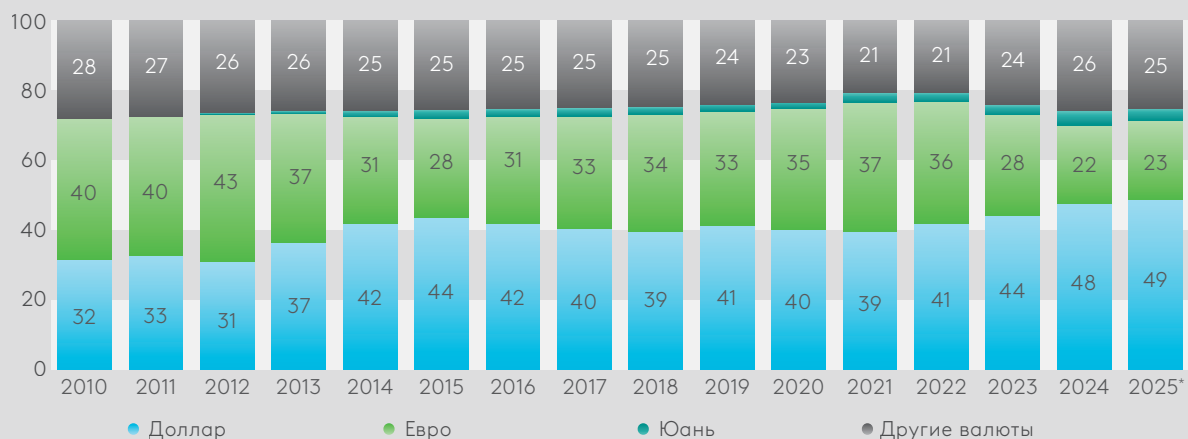
¹⁰ Без учета резервных позиций в МВФ, СДР и «других резервных активов». В рамках анализа под международными резервами понимается сумма валютной части и стоимости золотого запаса.

¹¹ Без учета резервных позиций в МВФ, СДР и «других резервных активов». В рамках анализа под международными резервами понимается сумма валютной части и стоимости золотого запаса.

¹² Данные доступны за период с 2010 г.

¹³ Возможно, все изменения в структуре международных расчетов с 2023 г. (рисунок 9) объясняются в основном резким сокращением торговли между Европой и Россией, которая велась прежде всего в евро. Как результат, в расчетах выросли доли доллара и других валют и сократилась доля евро (а также суммарная доля доллара и евро).

↓ Рисунок 9. Валютная структура международных расчетов через систему SWIFT



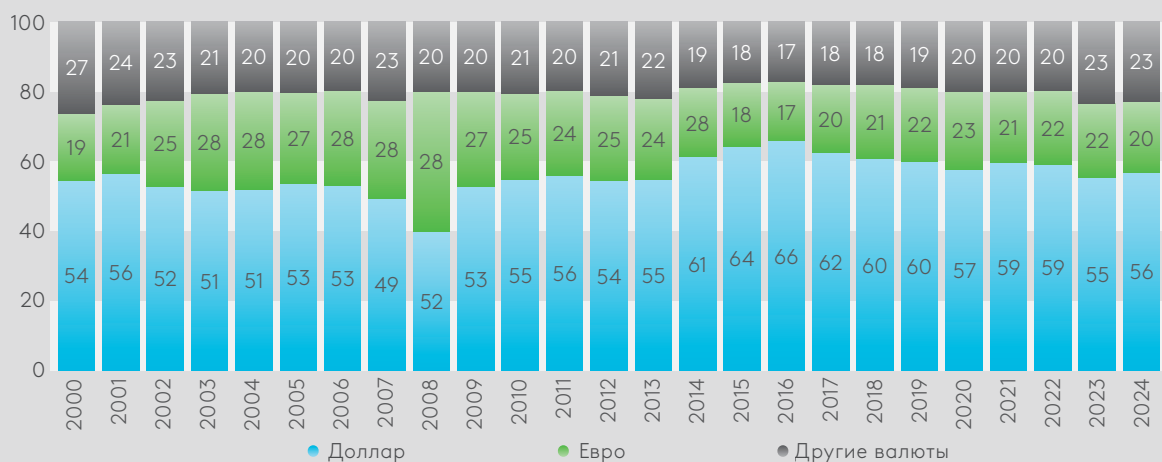
Примечание: * январь — июль 2025 г.

Источник: ФРС, SWIFT, расчеты аналитиков ЕАБР.

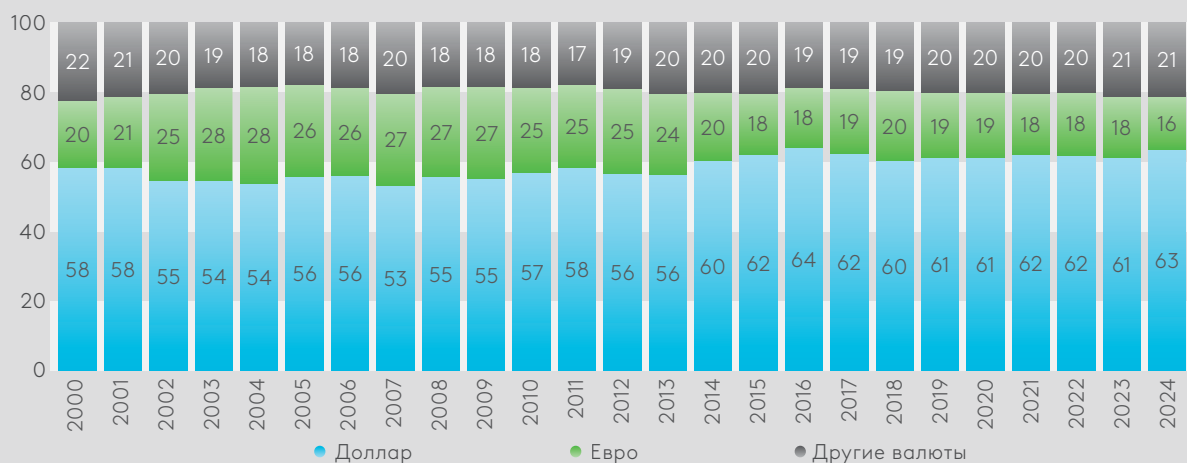
3. Стабильность структуры международных банковских активов и пассивов

Доли доллара в международных активах и пассивах банков стабильны (рисунок 10А и Б). Оба показателя ниже пиков, достигнутых в 2016 г., но с 2020 г. слабо изменились: доля в активах немного снизилась, в пассивах — немного повысилась. Для евро оба показателя снизились, а для других валют — повысились, но не так заметно, как в международных платежах.

↓ Рисунок 10А. Валютная структура международных активов банков*



↓ Рисунок 10Б. Валютная структура международных пассивов банков



Примечания. * Доля кредитов, предоставленных зарубежным контрагентам, депозитов зарубеж-ных контрагентов и прочих кредитов и депозитов, если они номинированы в иностранных валютах. В расчет включаются только кредиты и депозиты, включая РЕПО. Не учитываются операции с цен-тральными банками, связанными банковскими учреждениями, а также операции внутри еврозоны.

** Включая юань.

Источник: ФРС США.

Выводы

Доллар сохраняет роль ведущей международной валюты. Его позиции в ка-честве средства международных расчетов и валюты международных банков-ских активов и пассивов стабильны или даже укрепляются. Их обеспечивает сформировавшаяся за десятилетия международная финансовая архитек-тура. При этом доля доллара в резервах центральных банков постепенно и устойчиво снижается.

Для повышения стабильности мировой финансовой системы целесообразно расширить использование в международных расчетах валют крупнейших развивающихся стран — таких как юань, рупия, бразильский реал, саудов-ский риал, дирхам ОАЭ, российский рубль и другие. Основные шаги, ко-торые можно предпринять для этого: использование национальных валют в торговых операциях, создание независимой инфраструктуры расчетов, ко-ординация национальных цифровых валют.

Цифровые активы в перспективе значительно повлияют на роль доллара и национальных валют в системе международных расчетов. CBDC, стейбл-коины, традиционные деньги, вероятно, будут иметь свои задачи и исполь-зоваться параллельно. Особую роль в этой трансформации могут сыграть стейблкоины, обеспечивающие мгновенные платежи.