

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ
ПРОГНОЗ

2026–2028



ИЮНЬ 2026



МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

КЛЮЧЕВЫЕ ВЫВОДЫ
ИЮНЬ 2026

2026

Темпы роста большинства экономик региона останутся высокими



прирост ВВП в 2026 г.

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

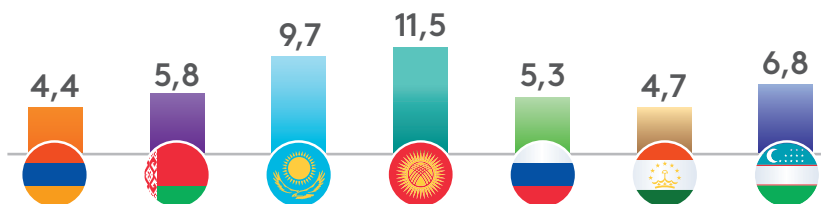
6,1% агрегированная инфляция
в регионе на конец 2026 г.

Продолжение цикла снижения ключевой ставки ЦБ РФ
и начало снижения базовой ставки НБ РК

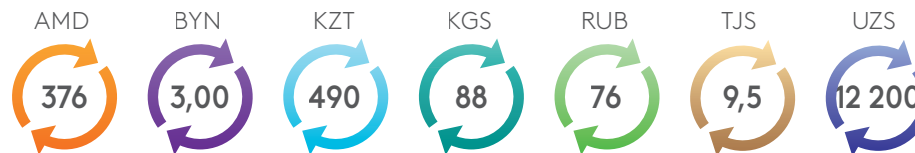
12% ключевая ставка в России
на конец 2026 г.

16% базовая ставка в Казахстане
на конец 2026 г.

Инфляция (на конец года, %)



Курс к доллару (в среднем за год)



2027

Прогнозируем повышение темпов роста ВВП региона



прирост ВВП в 2027 г.

Постепенное приближение инфляции к целевому
уровню при отсутствии новых шоков

5,3% агрегированная инфляция
в регионе на конец 2027 г.

Продолжение снижения ставок

≈10% ключевая ставка
в России
на конец 2027 г.

≈12% базовая ставка
в Казахстане
на конец 2027 г.

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Шарафутдинов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В., Ишуова, Ж. (2026) *Макроэкономический прогноз 2026–2028. Июнь 2026*. 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 расцениваться 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, 2026

СОДЕРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ	4	КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА	47
ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА	6	Текущая ситуация.....	48
Текущая ситуация.....	6	Прогноз.....	50
Прогноз.....	9	Риски	54
Врезка 1. Экономические последствия конфликта на Ближнем Востоке	15	РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ	55
Врезка 2. Рисковый сценарий: долгосрочное снижение цен на нефть с 2027–2028 гг.	19	Текущая ситуация.....	56
РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ	23	Прогноз.....	58
Текущая ситуация.....	24	Риски	62
Прогноз.....	26	РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН	63
Риски	30	Текущая ситуация.....	64
РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ	31	Прогноз.....	66
Текущая ситуация.....	32	Риски	70
Прогноз.....	34	РЕСПУБЛИКА УЗБЕКИСТАН	71
Риски	38	Текущая ситуация.....	72
РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН	39	Прогноз.....	74
Текущая ситуация.....	40	Риски	78
Прогноз.....	42	СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	79
Риски	46	СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	81
		ГЛОССАРИЙ	83

РЕЗЮМЕ

Положение в мировой экономике резко изменилось в марте 2026 г. Эскалация конфликта в Персидском заливе привела к росту цен на нефть, замедлению глобального роста и усилению инфляционных рисков. Снижение активности наиболее заметно в Европе и, в меньшей степени, в США. Ведущие экономики Азии — Индия, Китай и Япония — сохраняют более устойчивую динамику.

В базовом сценарии прогнозируем замедление роста мировой экономики до 2,5% в 2026 г. после 2,9% в 2025 г. ВВП США, по прогнозу, увеличится на 1,7% после 2,1% годом ранее. Рост еврозоны может снизиться до 0,9% после 1,4% в 2025 г. **Китайская экономика продолжит расти высокими темпами.** В I квартале 2026 г. рост ВВП ускорился до 5,0% г/г, прогноз на 2026 г. — 4,6%.

Инфляция ускорилась на фоне энергетического шока. В США рост потребительских цен может достичь 3,6% на конец 2026 г., в еврозоне — 3,0%. ФРС, вероятно, сохранит более длительную паузу, а ЕЦБ может повысить ставки для ограничения ожиданий.

Совокупный ВВП региона может достичь более 3,5 трлн долл. в 2026 г.

В 2026 г. экономика региона операций ЕАБР продолжит устойчиво расти — на 2%. Последствия конфликта для стран — участниц ЕАБР будут различаться в зависимости от их позиции как нетто-экспортеров или импортеров энергоресурсов. **Темпы роста большинства экономик региона останутся высокими в 2026 г.** благодаря сильной инвестиционной активности. Прогнозируем рост ВВП Армении в 2026 г. на 6,0%, Казахстана — на 5,5%, Кыргызской Республики — на 10,2%, Таджикистана — на 8,3%, Узбекистана — на 7,9%. Экономика России вырастет на 1,0%, Беларуси — на 1,3%.

Экономика Центральной Азии может превысить 600 млрд долл. уже в 2026 г.

Прогнозируем повышение темпов роста ВВП региона до 2,4% в 2027 г. Это будет связано прежде всего с ускорением экономической активности в России и Беларуси. Другие страны региона сохранят набранные темпы.

Динамика инфляции в 2026 г. будет разнонаправленной. Ожидаем ее снижения в Беларуси, Казахстане, России и Узбекистане. Инфляция повысится в Армении, Кыргызской Республике и Таджикистане. **В целом по региону рост цен замедлится до 6,1% г/г в 2026 г.** после 6,5% г/г в 2025 г. при отсутствии дополнительных шоков. Прогнозируем замедление инфляции в регионе до 5,3% г/г в 2027 г.

Страна	Показатель	2024	2025	2026П	2027П	2028П
Республика Армения	ВВП, %	5,9	7,2	6,0	5,7	5,3
	Инфляция, % г/г	1,5	3,3	4,4	3,9	3,5
	Ставка рефинансирования, %	8,0	7,0	7,2	7,5	6,5
	Курс драма к доллару	392	387	376	384	392
Республика Беларусь	ВВП, %	4,3	1,3	1,3	1,6	1,9
	Инфляция, % г/г	5,2	6,8	5,8	5,5	5,0
	Ставка рефинансирования, %	9,5	9,6	9,5	9,0	8,5
	Курс бел. рубля к доллару	3,25	3,01	3,00	3,10	3,30
Республика Казахстан	ВВП, %	5,0	6,5	5,5	5,5	5,5
	Инфляция, % г/г	8,6	12,3	9,7	6,2	5,0
	Базовая ставка, %	14,7	16,6	17,3	12,7	9,1
	Курс тенге к доллару	469	521	490	505	525
Кыргызская Республика	ВВП, %	11,5	11,1	10,2	8,3	7,5
	Инфляция, % г/г	6,3	9,4	11,5	9,2	7,0
	Учетная ставка, %	10,5	9,3	11,8	12,0	12,0
	Курс сома к доллару	87,1	87,4	88	89	90
Российская Федерация	ВВП, %	4,9	1,0	1,0	1,5	1,8
	Инфляция, % г/г	9,5	5,6	5,3	4,9	4,4
	Ключевая ставка, %	17,5	19,2	13,6	10,5	9,5
	Курс росс. рубля к доллару	92,4	83,4	76	84	94
Республика Таджикистан	ВВП, %	8,4	8,4	8,3	7,7	7,1
	Инфляция, % г/г	3,6	3,5	4,7	4,9	5,0
	Ставка рефинансирования, %	9,3	8,2	7,2	7,5	8,0
	Курс сомони к доллару	10,8	10,0	9,5	9,9	10,3
Республика Узбекистан	ВВП, %	6,5	7,7	7,9	6,9	6,5
	Инфляция, % г/г	9,8	7,3	6,8	5,7	5,2
	Основная ставка, %	13,8	13,9	13,7	12,4	11,2
	Курс сума к доллару	12 652	12 577	12 200	12 900	14 100

← Таблица 1. Прогноз ЕАБР. Основные макроэкономические показатели государств – участников Банка (базовый сценарий), прирост в % к предыдущему году, если не указано другое

Примечание: здесь и в остальных таблицах П – прогноз. ВВП в сопоставимых ценах. Инфляция на конец периода. Ставка в среднем за год. Курс национальных валют к доллару в среднем за год.
Источник: национальные ведомства государств – участников ЕАБР, расчеты аналитиков ЕАБР.

От Главного экономиста

СМЕНА ТРЕНДОВ: КРИЗИС НА РЫНКАХ ЭНЕРГОНОСИТЕЛЕЙ И ЕГО ВЛИЯНИЕ НА РЕГИОН

Текущая ситуация

Положение в мировой экономике резко изменилось в марте текущего года. Эскалация конфликта в Персидском заливе привела к росту цен на нефть и природный газ. Сколько продлится период повышенных цен, пока трудно предсказать. Однако уже можно оценить первые эффекты подорожания энергоносителей и вероятные траектории мировой экономики — в 2026 г. и в среднесрочной перспективе.

В начале II квартала 2026 г. рост мирового ВВП показывает признаки замедления. Глобальный индекс деловой активности (PMI) составил в среднем 51,4 п. за март — апрель — это минимум с июня прошлого года. После резкого ухудшения в марте глобальная деловая активность в апреле частично восстановилась. Однако средний уровень PMI за март — апрель остается ниже значений начала

года, что указывает на ослабление импульса мировой экономики после энергетического шока. Рост выпуска снизился и в обрабатывающей промышленности, и в сфере услуг.

Наиболее заметное торможение фиксируется в отраслях, чувствительных к ценам на энергию и повышению процентных ставок. Среди них — недвижимость, строительство, производство стройматериалов, туризм и транспорт.

Ускоряется рост цен производителей, особенно закупочных. Индексы PMI Input Prices и PMI Output Prices достигли максимальных уровней с 2023 г. Это указывает на усиление инфляционных рисков и рисков ухудшения финансового состояния компаний.

Замедление экономической активности наблюдается прежде всего в Европе и, в меньшей степени, в США. Ведущие экономики Азии — Индия, Китай и Япония — сохраняют более стабильную динамику.

Различия в устойчивости роста связаны с тремя факторами: масштабом бюджетной поддержки, состоянием экономики накануне энергетического шока и структурой энергетических балансов. Высокая роль угля в энергобалансе Китая и Индии частично снижает чувствительность электроэнергетики к шоку на рынке нефти и газа. Однако

эти экономики остаются уязвимыми к росту цен на нефть через транспорт, логистику, импортные издержки и платежный баланс.

На сырьевых рынках ключевым изменением стал рост цен на энергоносители. На пиках в конце апреля Brent дорожала примерно на 94% по сравнению с началом 2026 г. Повысились цены на природный газ, уголь, удобрения и сельскохозяйственную продукцию. В апреле 2026 г. индекс мировых продовольственных цен ФАО вырос до 130,7 пункта, при этом рост наблюдается третий месяц подряд. По прогнозу Всемирного банка, в 2026 г. индекс цен на удобрения увеличится более чем на 30%.

Цены на металлы, напротив, немного снизились. Давление на них оказали опасения по поводу ослабления промышленного спроса в условиях замедления мировой экономики, а также ожидания более высоких процентных ставок. Подробнее ситуация на рынках сырья обсуждается во [врезке 1](#).

Экономика США сохраняет устойчивый рост. В I квартале 2026 г. ВВП повысился на 2,7% г/г — это быстрее, чем в среднем за 2025 г. Поддержку ВВП оказывают инвестиции, экспорт, потребительские и государственные расходы. В то же время обрабатывающая промышленность демонстрирует сильную динамику по опережающим индикаторам: их PMI достиг в апреле 54,5 — максимума примерно за четыре года.

Промышленность США поддерживают несколько факторов. Среди них — увеличение военных расходов, перераспределение части спроса в пользу внутренних производителей после повышения импортных тарифов и рост спроса на фоне усиления инфляционных ожиданий. Дополнительный импульс может создавать нефтегазовый сектор, для которого текущая ценовая конъюнктура благоприятна.

Сектор услуг США демонстрирует более сдержанную динамику. PMI составил 51,0 в апреле 2026 г. против 53,5 в среднем за 2025 г. Активность ограничивают относительно жесткая политика ФРС и высокая экономическая неопределенность.

Высокие цены на энергоносители влияют на ведущие экономики неравномерно

Еврозона демонстрирует самые слабые показатели среди крупнейших экономик мира. В I квартале 2026 г. рост ВВП замедлился до 0,8% г/г — с 1,3% г/г в IV квартале 2025 г. Во II квартале замедление может продолжиться.

Опережающие индикаторы указывают, что ослабление активности в еврозоне продолжится. В апреле композитный PMI снизился до 48,8 — минимума более чем за полтора года. PMI сферы услуг составил 47,6 — это минимум более чем за пять лет.

На потребительский спрос в еврозоне негативно влияет рост цен на энергию. Чувствительность экономики к этому фактору связана с высокой зависимостью от импорта энергоресурсов, ростом издержек для бизнеса и домохозяйств, а также нарушением привычных цепочек поставок энергетического сырья.

Промышленность еврозоны выглядит устойчивее сферы услуг. PMI обрабатывающей промышленности составил 52,2 в апреле после 52,0 в марте и остается в зоне роста. Это может быть связано с увеличением военных расходов и временным ростом заказов на фоне ускорения инфляции.

Крупнейшие экономики Азии сохраняют более высокие и стабильные темпы роста. PMI Индии повысился до 58,2 в апреле 2026 г. с 57,0 в марте. Высокие показатели сохранялись и в промышленности, и в сфере услуг. **Устойчивость индийской экономики** поддерживают три фактора: расширение производственных мощностей, демография и инвестиции. На сохранение роста указывают и опережающие индикаторы **Японии**.

Китай продолжает развиваться высокими темпами. В I квартале 2026 г. ВВП страны вырос на 5,0% г/г после 4,5% г/г в IV квартале 2025 г. В основе такого ускорения — рост экспорта (на 9,8% г/г по итогам апреля), оживление в промышленности и развитие высокотехнологичных производств.

В Китае сохраняется высокая производственная активность, однако внутренний спрос по-прежнему неоднороден. Совокупный PMI находился на отметке 53,1 в апреле 2026 г. Это максимум с июня 2023 г.

Высокие цены на нефть и газ уже оказывают давление на мировую экономику: инфляция ускорилась, а рост мирового ВВП демонстрирует признаки замедления. Если ситуация на Ближнем Востоке затянется и поставки нефти и СПГ из Персидского залива не начнут восстанавливаться, то последствия во II полугодии 2026 г. могут стать более выраженными.

Прогноз

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

Показатель	2024	2025	2026П	2027П	2028П
Цена нефти (долл./барр. в среднем за год)					
Brent	79,8	69	82	75	71
Urals	67,9	58	74	64	56
Рост ВВП (%)					
США	2,8	2,1	1,7	1,8	2,0
Еврозона	0,8	1,4	0,9	1,1	1,3
Китай	5,0	5,0	4,6	4,4	4,4
Инфляция (% на конец года)					
США	2,9	2,7	3,6	2,8	2,6
Еврозона	2,4	2,0	3,0	2,6	2,2
Ключевые процентные ставки (% в среднем за год)					
ФРС	5,1	4,1	3,7	3,5	3,3
ЕЦБ	4,1	2,4	2,4	2,6	2,4

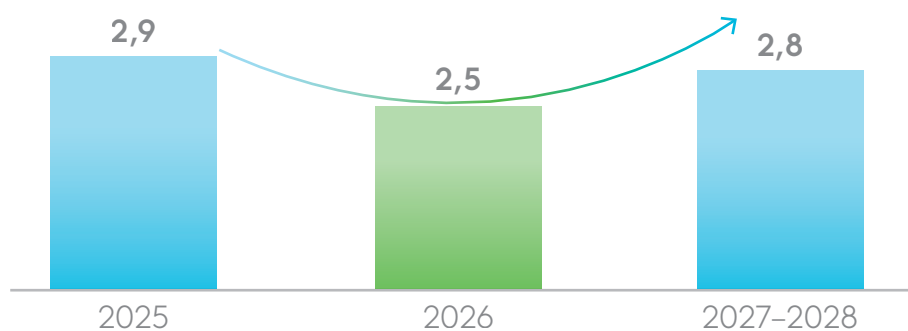
Источник: 2025 г. — данные МВФ, Всемирного банка, ФРС США, ЕЦБ, 2026–2028 гг. — прогнозы аналитиков ЕАБР.

Сырьевые рынки в прогнозном периоде будут зависеть прежде всего от геополитики. В базовом сценарии риски отклонения нефтяных цен от прогноза вверх и вниз считаются сбалансированными. Средняя цена Brent может составить 82 долл./барр. в 2026 г. из-за сокращения предложения на фоне конфликта на Ближнем Востоке (таблица 2). Прогноз 82 долл./барр. в среднем за 2026 г. предполагает, что после ценового всплеска во II квартале поставки будут постепенно восстанавливаться, а нефтяные котировки заметно снизятся во второй половине года.

Ожидаем замедления роста мирового ВВП в базовом сценарии до 2,5% в 2026 г.

В 2027 г. цены на нефть останутся повышенными. Даже после прекращения боевых действий последствия конфликта в Персидском заливе могут влиять на рынок еще около года: потребуется восстановление мощностей и транспортной инфраструктуры, сохранится премия за риск. Поддержку ценам на нефть окажет пополнение коммерческих и стратегических запасов. Потребители захотят располагать резервами нефти и нефтепродуктов в объемах, сопоставимых или превосходящих имевшиеся до эскалации конфликта. Средняя стоимость Brent может составить 75 долл./барр. в 2027 г. и 71 долл./барр. в 2028 г. (таблица 2). Риск долгосрочного снижения цен на нефть рассмотрен во [врезке 2](#).

↓ Рисунок 1. Средний рост мирового ВВП, %



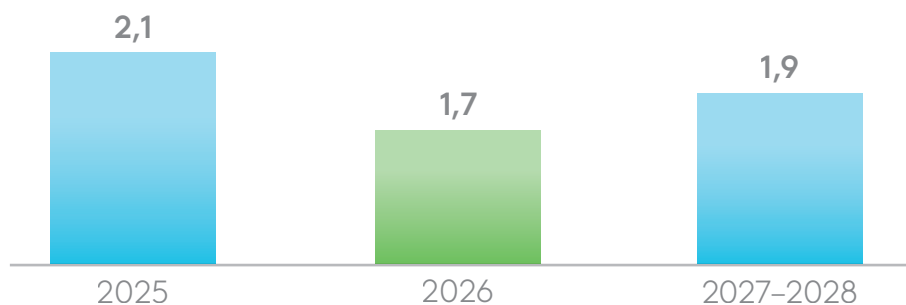
Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Повышение цен на нефть мы рассматриваем как среднесрочное явление. За пределами одного года влияние конфликта, вероятно, ослабнет: экспортеры Залива смогут восстановить поставки, в том числе путем развития трубопроводной и портовой инфраструктуры вне акватории Залива.

В базовом сценарии рост мировой экономики замедлится. Средний рост мирового ВВП может снизиться до 2,5% в 2026 г. после 2,9% в 2025 г., а в 2027–2028 гг. восстановиться до 2,8%.

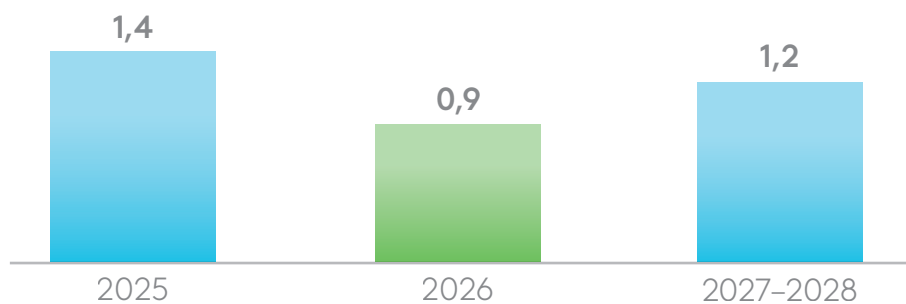
Нефтяной шок распространится на другие сырьевые рынки. Более высокие издержки приведут к росту цен на удобрения и продовольствие в 2026–2028 гг. Цены на золото останутся высокими из-за экономических и инфляционных рисков. В краткосрочной перспективе на металлы будет давить риск замедления промышленного спроса и более высоких ставок. В среднесрочной перспективе поддержку может оказать спрос со стороны электроэнергетики, сетевой инфраструктуры и низкоуглеродных технологий..

↓ Рисунок 2. Средний рост ВВП США, %



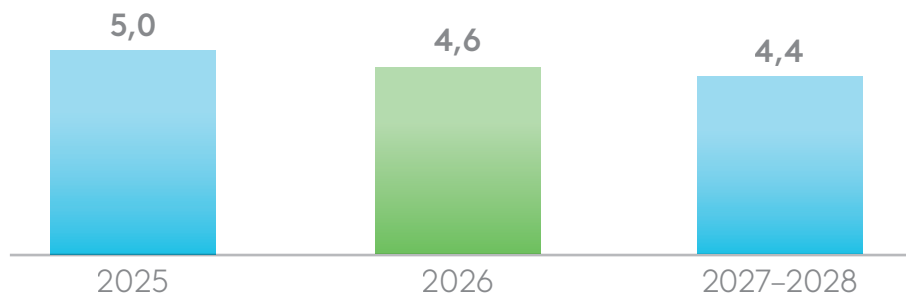
Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

↓ Рисунок 3. Средний рост ВВП еврозоны, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

↓ Рисунок 4. Средний рост ВВП Китая, %



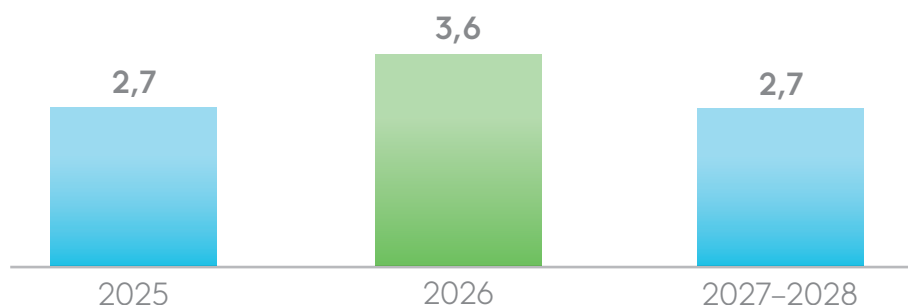
Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем, что в 2026 г. рост ВВП США замедлится до 1,7% с 2,1% в 2025 г. В дальнейшем рост экономики ускорится до 1,8% и 2,0% в 2027 и 2028 гг. соответственно (таблица 2). Экономическую динамику поддержат бюджетные расходы и приток инвестиций в нефтегазовый сектор. Тарифная политика может временно поддерживать внутренний спрос на продукцию американских производителей, но одновременно повышает издержки и инфляционные риски.

Еврозона остается особенно чувствительной к энергетическому шоку из-за высокой зависимости от импорта энергоресурсов, слабой внутренней динамики спроса и ограниченного пространства для компенсации роста издержек. Рост ВВП может снизиться до 0,9% в 2026 г. после 1,4% в 2025 г., затем восстановиться до 1,1% в 2027 г. и до 1,3% в 2028 г. Давление окажут дорогие энергоресурсы и тарифы США. Увеличение государственных расходов сможет компенсировать влияние неблагоприятных факторов лишь частично.

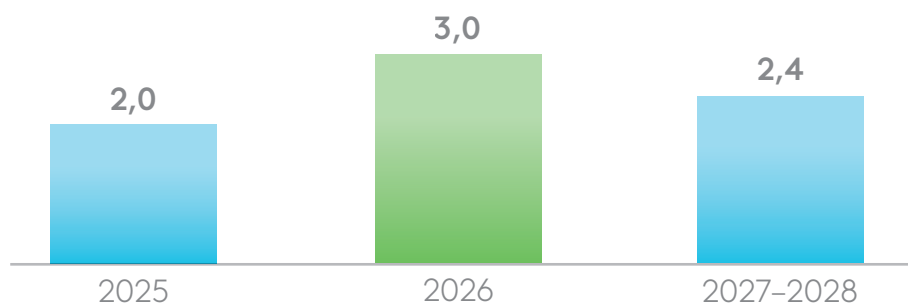
Прогнозируем рост экономики Китая на 4,6% в 2026 г. после 5,0% в 2025 г. (таблица 2). Экономическую динамику поддержат меры бюджетной политики, рост инвестиций, связанных с развитием искусственного интеллекта, и расширение экспорта электроники. Дополнительным фактором может стать повышение внешнего спроса на продукцию зеленых технологий на фоне высоких мировых цен на энергоносители.

↓ Рисунок 5. Инфляция в США, % г/г



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

↓ Рисунок 6. Инфляция в еврозоне, % г/г



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

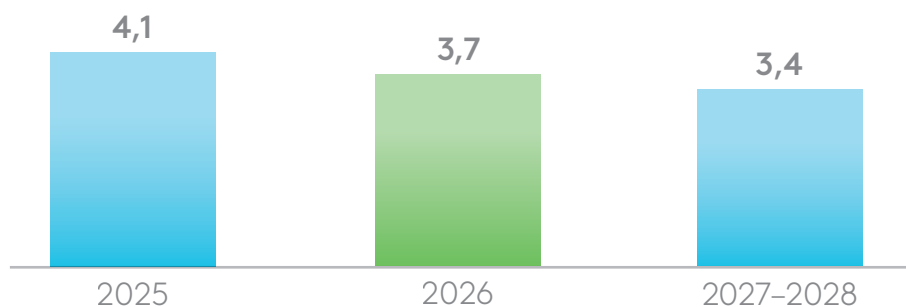
В США рост потребительских цен в апреле 2026 г. достиг 3,8% г/г — максимума почти за три года — после 2,4% г/г в январе и феврале. Базовая инфляция по-прежнему устойчиво выше цели: по итогам апреля 2026 г. — 2,8% г/г. По нашей оценке, инфляция может достичь 3,6% на конец 2026 г. (таблица 2).

В еврозоне инфляция ускорилась до 3,0% г/г в апреле 2026 г. Во второй половине 2025 г. показатель находился вблизи целевых 2%. Базовая инфляция составила 2,2% г/г против 2,3% на конец 2025 г., что отражает слабую экономическую активность.

Для еврозоны ключевые риски связаны с ростом мировых цен на энергоносители и продовольствие. По нашей оценке, инфляция может остаться на уровне 3,0% по итогам 2026 г. (таблица 2).

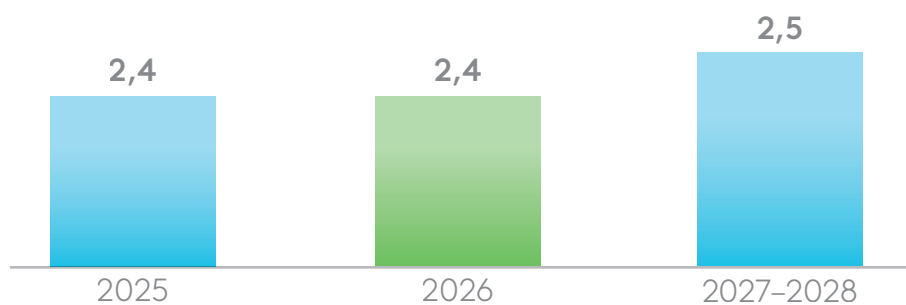
Эффект нефтяного шока частично сохранится до конца прогнозного периода. Замедлению инфляции будут препятствовать повышенные инфляционные ожидания и рост издержек, в том числе из-за торговых тарифов. К концу 2028 г. инфляция может снизиться до 2,6% в США и 2,2% в еврозоне, но останется выше цели (таблица 2).

↓ Рисунок 7. Средняя ключевая ставка ФРС, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

↓ Рисунок 8. Средняя ключевая ставка ЕЦБ, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

ФРС, вероятно, сохранит осторожную позицию. Снижение ставок возможно только при подтверждении устойчивого замедления инфляции. Поэтому денежно-кредитные условия в США останутся относительно жесткими на протяжении большей части прогнозного периода. Средняя ставка может составить 3,7% в 2026 г., 3,5% в 2027 г. и 3,3% в 2028 г. Ожидаем ставку на конец 2027 г. около 3,5%, на конец 2028 г. — около 3,25%.

ЕЦБ может перейти к повышению ставок, если рост цен на энергоносители начнет закрепляться в инфляционных ожиданиях и базовой инфляции. Ожидаем, что ставка рефинансирования европейского регулятора достигнет около 2,5% на конец 2026 г. и составит в среднем 2,6% в 2027 г. ([таблица 2](#)).

Влияние на страны региона операций ЕАБР

Страны — участницы ЕАБР по-разному ощутят последствия конфликта на Ближнем Востоке. Эффект будет определяться двумя ключевыми факторами: позицией стран как нетто-экспортеров или нетто-импортеров энергоресурсов и степенью их зависимости от изменения стоимости международной логистики и динамики мировых продовольственных цен.

Для России и Казахстана рост цен на энергоресурсы в краткосрочной перспективе поддержит экспортную выручку и бюджетные поступления. Повышенные цены на нефть и газ обеспечат **более крепкие курсы** рубля и тенге в 2026 г. Вместе с тем эффект для стран-экспортеров не будет однозначным. Возможное укрепление национальных валют будет сдерживать импортную инфляцию, но может снижать тенговый или рублевый эквивалент части экспортных доходов. Дополнительные риски связаны с логистическими и производственными ограничениями, а для России — с санкционным режимом экспорта нефти.

Улучшаются перспективы поставок отдельных сырьевых товаров, прежде всего удобрений. Например, для Беларуси рост мирового спроса на удобрения может создать дополнительные возможности для расширения экспорта калийных и азотных удобрений. По металлам эффект будет более неоднозначным: краткосрочное давление может идти со стороны слабого промышленного спроса, а среднесрочную поддержку может дать развитие энергетической и сетевой инфраструктуры.

Остальные страны операций Банка, являясь нетто-импортерами энергоресурсов, столкнутся прежде всего с инфляционными рисками. Это будет связано с возросшими ценами на нефть и продовольствие. Следствием может стать сохранение повышенных проинфляционных рисков.

Врезка 1. Экономические последствия конфликта на Ближнем Востоке

Конфликт на Ближнем Востоке и закрытие Ормузского пролива стали причинами резкого нарушения цепочек поставки энергоресурсов. Через пролив проходит около 25% объемов мировой торговли нефтью и около 20% СПГ. По оценке МЭА, последние события привели к крупнейшему сбою поставок нефти в истории мирового рынка.

Глобальное предложение нефти сократилось более чем на 8–10 млн барр./сут. Повреждения получили более 60 ключевых энергетических объектов региона. Снижение добычи в странах Персидского залива было частично компенсировано запасами, обходными маршрутами и поставками из других регионов. Поэтому чистое сокращение предложения на мировом рынке оценивается ниже, чем падение региональной добычи.

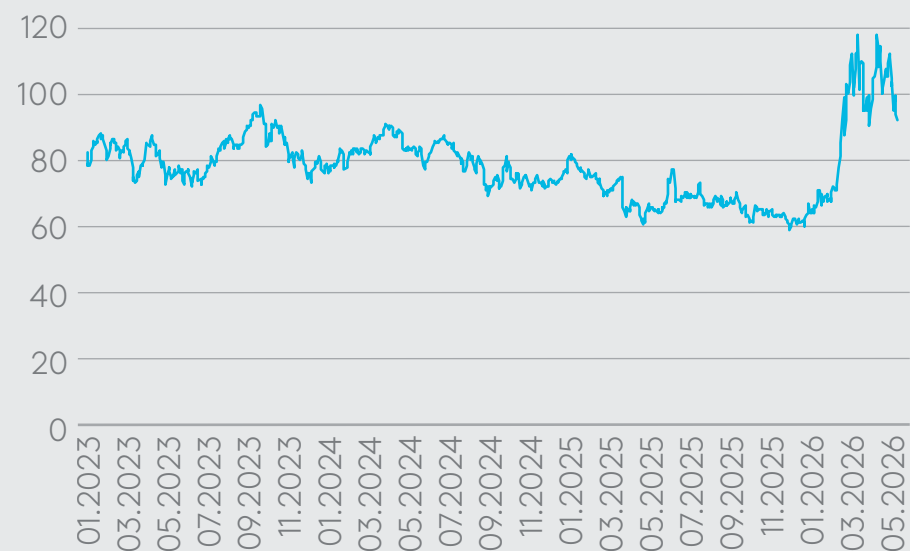
Серьезный удар пришелся и на газовую инфраструктуру. Среди пострадавших объектов — комплекс Рас-Лаффан в Катаре, на который приходится около 93% объемов производства СПГ в Заливе. Примерно 80% этих поставок направляется в Азиатско-Тихоокеанский регион. Восстановление поврежденной инфраструктуры может занять несколько лет.

На этом фоне цена нефти Brent выросла примерно с 70 долл./барр. в феврале до пиковых 115 долл./барр. в мае. Наряду с высокой волатильностью цены большую часть

времени превышали отметку 100 долл./барр. в марте — начале мая. Одновременно были повышены и долгосрочные прогнозы цен на нефть.

Даже при деэскалации возврат цен к докризисным уровням может быть небыстрым, если сохранятся инфраструктурные ограничения, повышенные страховые премии и спрос на нефть на фоне необходимости восполнения запасов. Инфраструктурный ущерб уже нанесен. Многие страны столкнулись с дефицитом нефтепродуктов, дизельного топлива и авиационного керосина.

↓ Рисунок 9. Цены на нефть Brent (ICE), долл./барр.

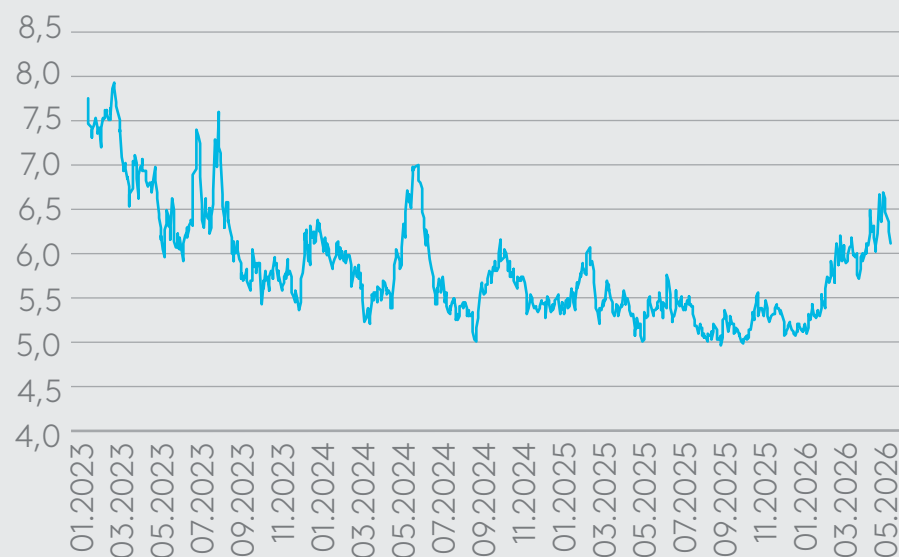


Источник: Bloomberg.

Заметно выросли и цены на СПГ. На азиатских рынках спотовые цены удвоились. Европа оказалась в ситуации энергетического шока с низкими запасами газа — около 30% на конец зимы 2025/2026 — и в условиях высокой конкуренции за СПГ с азиатскими покупателями.

Шок не ограничился рынком энергоносителей. Ормузский пролив обеспечивает транзит порядка 20–30% мировой торговли удобрениями — аммиаком, мочевиной, серой и фосфатами.

↓ Рисунок 10. Цены на пшеницу (CME), долл./бушель



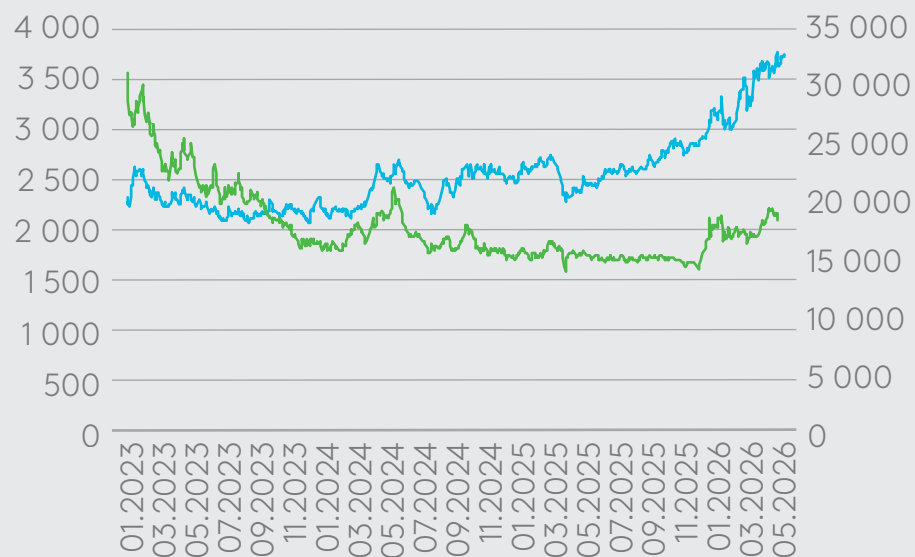
Источник: Bloomberg.

Совпадение конфликта с началом посевного сезона в Северном полушарии усилило давление на аграрный сектор. Цены на азотные удобрения выросли в полтора раза, до 690 долл./тонна на конец апреля. По оценке ООН, общий рост цен на удобрения может достичь 35% по итогам 2026 г.

Риски ускорения продовольственной инфляции заметно возросли. Дефицит удобрений может сказаться на урожае 2026 г. Особенно пострадают страны, где продовольствие формирует около 60% потребительских расходов.

Нарушение цепочек поставок сформировало условия для роста цен и на другие виды сырья. Алюминий на пике прибавил около 16%. Индонезия, на которую приходится около 50% мировой добычи никеля, столкнулась с дефицитом серы, необходимой для переработки руды.

↓ Рисунок 11. Цены на алюминий и никель (ICE), долл./тонна



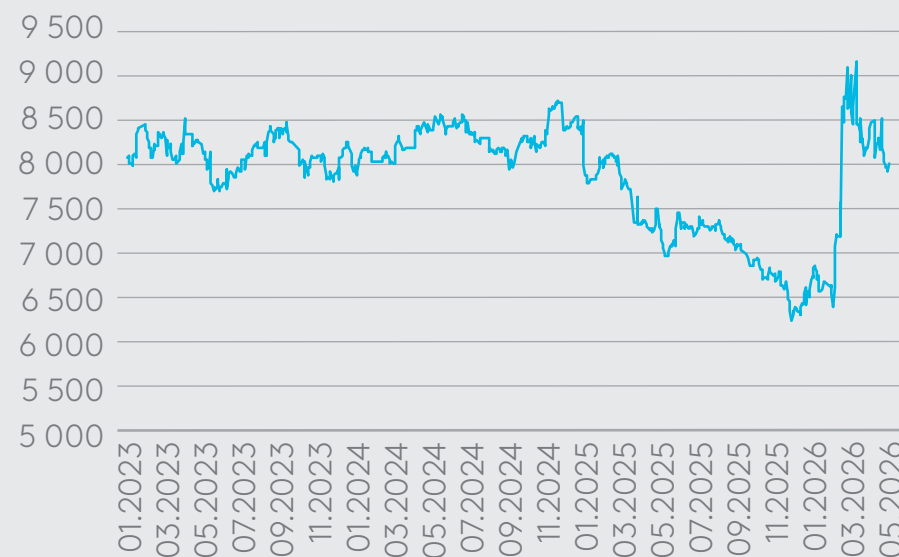
— Алюминий (левая ось) — Никель (правая ось)

Источник: Bloomberg.

Пострадала и нефтехимия. Из глобальных цепочек поставок выпало около 12% мирового производства этилена. На этом фоне цены на полиэтилен в Азии выросли на 40–50%.

Удорожание нефтехимического сырья может затронуть широкий круг товаров. Речь идет не только о пластике, но и о промышленной и потребительской продукции, в себестоимости которой велика доля полимеров.

↓ Рисунок 12. Цены на полиэтилен (1 М, Далянь), долл./тонна



Источник: Bloomberg.

Расширение проинфляционных процессов может идти по трем каналам.

1. **Энергетический шок.** Рост цен на нефть, газ и нефтепродукты создает первичный инфляционный импульс. Удорожание топлива транслируется в цены через энергоемкое производство, электроэнергетику и сельское хозяйство. В зависимости от доступа к энергоресурсам прямой эффект для мировой экономики оценивается в 0,7–1,5 п.п. дополнительной инфляции.

2. **Логистический канал.** Ставки фрахта танкеров утроились. Цены на авиаперевозки по отдельным направлениям выросли в два-три раза. На этом фоне рост мировой торговли товарами может замедлиться до 1,9% в 2026 г. после 4,6% в 2025 г. Рост транспортных издержек будет повышать себестоимость импортных товаров.

3. **Инфляционные ожидания.** Краткосрочные ожидания усилились как в США, так и в еврозоне. Если домохозяйства и бизнес начнут закладывать устойчивый рост цен в контракты и ценовые решения, инфляция может закрепиться на более высоком уровне.

Если рост цен начнет закрепляться в инфляционных ожиданиях и контрактах, **центральным банкам может потребоваться более жесткая политика.** Часть регуляторов может ограничиться более длительным сохранением ставок на повышенном уровне.

Полные последствия энергетического шока станут понятнее после восстановления логистики через Ормузский пролив. Однако уже сейчас его влияние существенно и для мировых цен, и для глобальной экономики.

В рисковом сценарии **сохранение цен на нефть около 100 долл./барр. до конца 2026 г. может привести к замедлению роста мировой экономики ниже 2%**, что соответствует зоне глобальной рецессии. Такой сценарий становится возможным, если закрытие Ормузского пролива продлится до сентября, а восстановление поставок после его открытия будет медленным или неполным.

Даже при открытии пролива в сентябре нефтяные цены могут остаться повышенными до конца года. На нормализацию поставок может потребоваться до трех месяцев из-за накопившихся логистических сбоев и скопления танкеров. Дополнительные риски связаны с частичным открытием пролива, сохранением ограничений для транспортировки нефти, а также накопленными повреждениями нефтяной инфраструктуры в странах Залива.

Врезка 2. Рисковый сценарий: долгосрочное снижение цен на нефть с 2027–2028 гг.

Один из значимых рисков ближайших лет для экономик региона операций ЕАБР связан с возможным переходом нефтяного рынка от шока дефицита к долгосрочному избытку предложения, не предусмотренным базовым сценарием. После периода высоких цен на нефть могут сформироваться условия для более низкого ценового режима за счет адаптации спроса и наращивания предложения производителями.

↓ Рисунок 13. Каналы влияния высоких цен на долгосрочный баланс рынка



Источник: оценки аналитиков ЕАБР.

После открытия Ормузского пролива первоначальный шок дефицита может постепенно исчерпаться, а восстановление поставок и ослабление координации между производителями могут усилить риск долгосрочного снижения цен на нефть (рисунок 13).

Первый канал — снижение спроса. Высокие цены на энергоресурсы ухудшают положение домохозяйств, промышленности, торговли и транспорта. Потребители сокращают часть расходов на топливо, компании пересматривают логистику, а страны — импортеры нефти усиливают меры энергосбережения. Если одновременно замедляется мировая экономика, то давление на спрос становится более устойчивым: оно формируется уже не только через ценовой фактор, но и через снижение деловой активности.

Второй канал — рост предложения. Высокие цены повышают привлекательность инвестиций в добычу и стимулируют производителей наращивать физические объемы поставок. Это касается как стран с резервными мощностями, прежде всего отдельных стран Персидского залива и участников ОПЕК+, так и независимых производителей, не связанных квотами альянса, включая США. При ослаблении дисциплины внутри группы часть стран может стремиться компенсировать снижение доходов наращиванием экспорта. Выход ОАЭ из ОПЕК в этом контексте можно рассматривать как сигнал риска ослабления прежней координации предложения.

Третий канал — структурная трансформация потребления энергии. Высокие цены ускоряют переход к более экономичным автомобилям, электрификации транспорта, общественному транспорту, железнодорожной логистике и частичному замещению нефтепродуктов в промышленности. Поэтому часть спроса может не восстановиться в полном объеме даже после стабилизации цен. Этот эффект развивается медленнее, чем циклическое снижение спроса, но именно он повышает риск более продолжительного периода низких цен.

Исторический опыт конца 1970-х — середины 1980-х годов показывает, как период высоких цен может создать предпосылки для будущего избытка нефти. Одним из ключевых триггеров стал спад добычи в Иране после революции 1979 г. примерно на 4,8 млн барр./сут., что составляло около 7% мировой добычи. После нефтяного шока цены почти утроились: примерно с 13 долл./барр. в 1978 г. до примерно 36 долл./барр. в 1980 г. ([рисунок 14](#)).

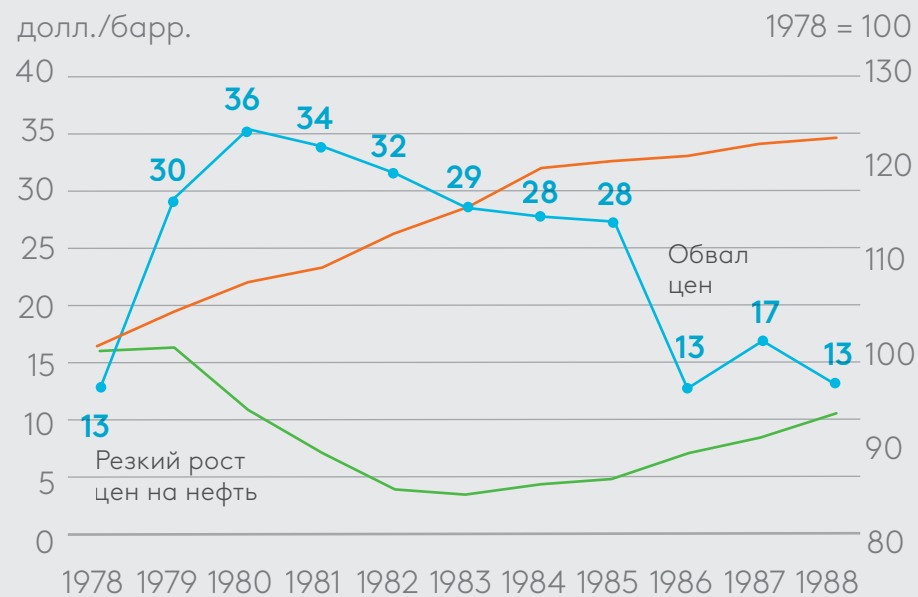
Высокие цены стимулировали рост предложения за пределами ОПЕК. В 1980–1985 гг. поставки из стран, не входящих в картель, продолжали увеличиваться примерно на 1 млн барр./сут. в год, тогда как добыча стран организации резко снижалась. Саудовская Аравия сократила добычу примерно с 9,9 млн барр./сут. в 1980 г. до 3,4 млн барр./сут. в 1985 г., пытаясь поддержать цены.

Одновременно в первой половине 1980-х высокие цены запустили адаптацию спроса. Потребители и компании сокращали использование нефтепродуктов, повышали топливную эффективность и переходили на альтернативные источники энергии.

С 1986 г. страны ОПЕК отказались от политики ограничения добычи. Предложение нефти на рынке резко выросло, ее цена обвалилась более чем на 50%: с 28 долл./барр. до 13 долл./барр. После этого **цены оставались существенно ниже** уровней начала 1980-х годов **более десятилетия.**

↓ Рисунок 14. Последствия нефтяного шока 1980-х гг. для рынка нефти

- ! Иран (7% мировой добычи): -4,8 млн барр./сутки
- Цены более чем удвоились
- 1985-1986: снижение цен на 50%



- Цена нефти (долл./барр.)
- Добыча вне ОПЕК (1978 = 100, прав. ось)
- Потребление нефти странами ОЭСР (1978 = 100, прав. ось)

Источник: ОПЕК, МЭА, МВФ.

Текущая ситуация отличается от начала 1980-х гг. Средняя цена Brent в марте — мае 2026 г. составляла около 102 долл./барр. и не выходила за пределы диапазона колебаний последних лет. В начале 1980-х гг. нефтяной шок был значительно сильнее: цены выросли примерно втрое к уровню 1978 г. Однако сочетание высоких цен, ограничения добычи ОПЕК и возможного ослабления координации между производителями сохраняет риск перехода рынка к избытку предложения и более низкому ценовому режиму.

Для стран — экспортеров нефти, включая Казахстан и Россию, ключевой риск состоит не только в самом снижении цены, но и в длительности нового ценового режима. Краткосрочная коррекция может быть частично сглажена бюджетными правилами и резервами. Но если низкие цены сохраняются продолжительное время, то влияние постепенно переходит от внешней торговли к бюджету, валютному курсу, инфляции, инвестициям и экономическому росту. Для обеих экономик снижение нефтяных цен означает ухудшение внешних условий, давление на экспортную выручку, риски ослабления национальных валют и ускорение инфляции. При этом для России шок может быть сильнее из-за санкционных ограничений, потолка цен и риска сохранения дисконта российских сортов нефти к Brent. Казахстан имеет значительный резервный буфер: активы Национального фонда на конец I квартала 2026 г. составляли около 24% ВВП.

РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ



РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ

Рост ВВП Армении прогнозируется на уровне 6,0% в 2026 г. Инфляция по итогам 2026 г. составит 4,4% в условиях внешнего ценового давления и высокого внутреннего спроса. Превышение инфляцией целевого диапазона станет фактором повышения ставки рефинансирования. В прогноз на 2026–2028 гг. заложено умеренно сдерживающее влияние бюджетной политики на экономику.

Текущая ситуация

Экономика Армении сохранила высокие темпы роста в начале 2026 г. По итогам января — апреля экономическая активность выросла на 6,9% г/г благодаря сильному внутреннему спросу. Основными факторами стали высокие темпы кредитования населения (15,5% г/г в апреле) и увеличение денежных переводов домашним хозяйствам (17,3% г/г в январе — апреле). Драйверами роста выступили сектор услуг (7,6% г/г) и строительство (22,9% г/г). Ускорению экономического роста в последние два квартала способствовала и сильная динамика в секторе промышленности (13,0% г/г в январе — апреле).

↓ Таблица 3. Основные макроэкономические показатели Армении (базовый сценарий)

Показатель	2024	2025	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	5,9	7,2	6,0	5,7	5,3
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	1,5	3,3	4,4	3,9	3,5
Ставка рефинансирования (% в среднем за год)	8,0	7,0	7,2	7,5	6,5
Курс армянского драма к доллару (в среднем за год)	392	387	376	384	392

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Инфляция превысила целевой диапазон ЦБ РА (3±1%).

В апреле инфляция в Армении ускорилась до 5,3% г/г после 4,5% г/г и 4,2% г/г в феврале и марте соответственно. Базовая инфляция также оставалась повышенной — 4,9% г/г в апреле после 4,7% г/г в феврале и марте. Повышенная инфляция обусловлена преимущественно ростом стоимости продуктов питания (9,5% г/г в апреле после 7,8% г/г в марте). Динамика базовой инфляции указывает и на повышенный уровень спроса. Рост цен на непродовольственные товары также усилился — до 1,5% г/г с 0,8% г/г, тогда как инфляция в сегменте услуг стабилизировалась на уровне 2,6% г/г.

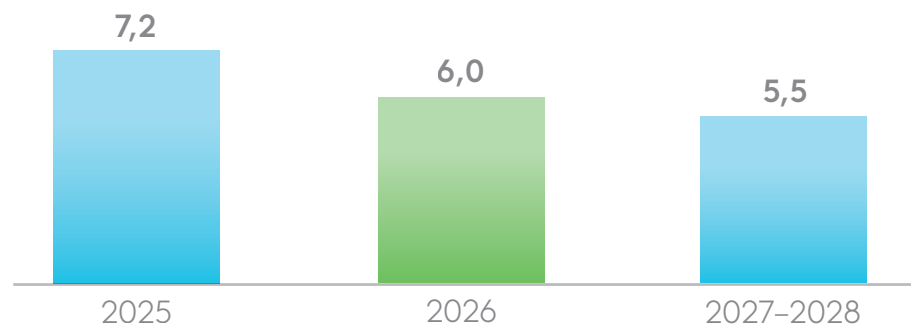
Дефицит внешней торговли сохранился на прошлогоднем уровне: в январе — апреле 2026 г. составил 1,6 млрд долл. (1,5 млрд долл. в январе — апреле 2025 г.). Динамика внешней торговли была разнонаправленной: импорт увеличился на 2,5% г/г, а экспорт сократился на 3,3% г/г.

ЦБ РА сохранял ставку рефинансирования на уровне 6,5% на трех последних заседаниях с начала текущего года. Учитывались в том числе риски замедления мировой экономики и снижения премии за риск Армении, предполагающие более низкую траекторию ставок.

Бюджетная позиция улучшилась. В январе — апреле 2026 г. бюджет был исполнен с профицитом на уровне 1,1% ВВП. При росте налоговых доходов на 13,7% г/г расходы увеличились на 7,6% г/г, что и позволило сформировать профицит.

Прогноз

↓ Рисунок 15. Средний рост ВВП Армении, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем увеличение ВВП Армении на 6,0% в 2026 г. и стабилизацию роста на уровне 5,5% в 2027–2028 гг. Этому будут способствовать несколько факторов.

Высокий внутренний спрос продолжит поддерживать рост экономики Армении. Основной вклад в расширение ВВП будет обеспечивать потребление домашних хозяйств на фоне активного кредитования и высокого уровня накоплений.

Инвестиционная активность останется одним из ключевых факторов экономического роста. Вложения в основной капитал увеличились на 7,2% г/г в I квартале 2026 г., а их объем сохранялся вблизи максимальных уровней — 21% ВВП в 2025 г. против 19% ВВП в среднем за последние 10 лет. Полагаем, что приток капитала в Армению

продолжит расти на фоне снижения страновой премии за риск и улучшения суверенных рейтингов.

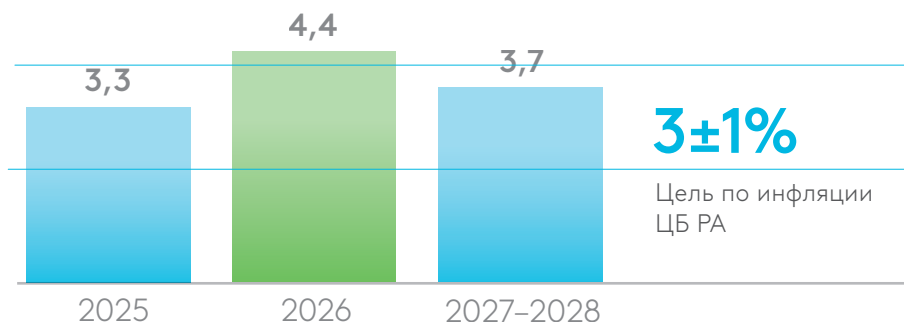
Государственные инвестиции будут способствовать повышению потенциального роста экономики. Сохранение капитальных расходов бюджета на уровне 5,7% ВВП в 2026–2028 гг. повысит общую производительность и окажет положительное влияние на темпы потенциального роста экономики.

Восстановление роста экономической активности в России положительно скажется на внешнем спросе, поддерживая объемы экспортных поступлений и денежных переводов в Армению.

Сохранение высоких темпов роста экономики в 2026 г.

Бюджетная политика станет менее стимулирующей по сравнению с 2025 г. за счет сокращения дефицита. Правительство РА, согласно бюджетному посланию на 2026 г., планирует снизить уровень дефицита бюджета в ВВП в 2026 г. Это будет обеспечено сокращением расходов до 30,4% ВВП в 2026 г. и до 28,7% ВВП в 2027–2028 гг. при сохранении доходов около 26% ВВП.

↓ Рисунок 16. Инфляция в Армении, % г/г



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Ожидаем повышения инфляции в Армении до 4,4% г/г в 2026 г. после 3,3% г/г в 2025 г. После пика в первом полугодии инфляция может постепенно замедлиться к концу 2026 г. Этому будут способствовать крепкий драм и ожидаемое ужесточение денежно-кредитных условий.

Продовольственная инфляция останется одним из основных факторов роста цен в 2026 г. Давление будет формироваться за счет удорожания импортируемых продуктов питания, доля которых в потребительской корзине составляет около 16%.

Повышение цен на нефть и геополитические риски усилят инфляционное давление. Стоимость Brent выше 80 долл./барр. в среднем за 2026 г. и возможные нарушения цепочек поставок в мире станут одним из факторов давления на рост издержек.

Высокий уровень спроса будет сдерживать замедление инфляции. Расходы домашних хозяйств увеличились на 10,7% г/г, а приток туристов в страну — на 17,2% г/г в I квартале 2026 г. Сохранение высокой потребительской активности населения и туристов продолжит выступать проинфляционным фактором.

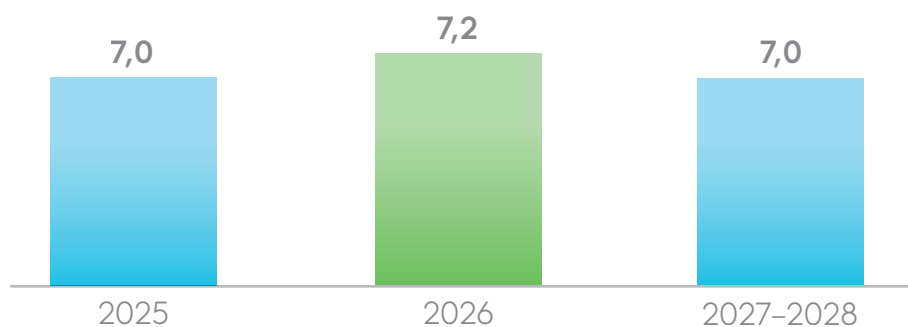
Замедление инфляции до 4,4% к концу 2026 г. после пика в первом полугодии

Прогнозируем снижение инфляции до 3,9% г/г на конец 2027 г. и до 3,5% — на конец 2028 г. Возвращению показателя в целевой диапазон ЦБ РА 3±1% будут способствовать ожидаемое ужесточение денежно-кредитной политики (ДКП) и сохранение крепкого драма.

Прогнозируемое повышение ставки рефинансирования окажет дезинфляционное влияние. Ужесточение денежно-кредитных условий во втором полугодии 2026 г. будет ограничивать рост потребительских цен.

Крепкий драм продолжит сдерживать инфляционное давление. Средний курс в январе — мае 2026 г. составил 376 драмов/долл., укрепившись на 4,4% г/г.

↓ Рисунок 17. Средняя ставка рефинансирования, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

В базовом сценарии ожидаем повышение ставки рефинансирования до 7,5% к концу 2026 г., если ценовое давление и инфляция сохранятся выше целевого диапазона. При более быстром снижении инфляции и сохранении крепкого драма ЦБ РА может ограничиться более мягкой траекторией ставки.

Усиление внешнего инфляционного давления создаст предпосылки для ужесточения ДКП. Рост мировых цен на сырье и продовольствие, а также риски увеличения логистических и транспортных издержек могут ускорить рост потребительских цен.

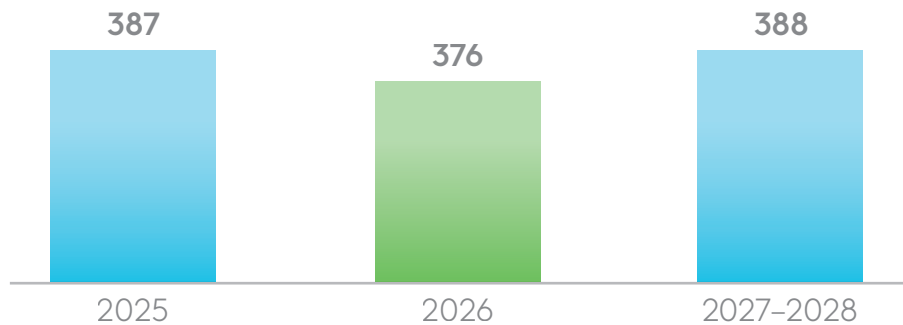
Высокий спрос будет аргументом и в пользу повышения ставки. Активное потребление со стороны населения и туристов, расширение кредитования — факторы, которые могут привести к перегреву спроса.

Ставка рефинансирования — около 7,5% на конец 2026 г.

Снижение странового риска Армении будет ограничивать уровень ставки рефинансирования. Уменьшение премии за риск предполагает более низкую траекторию нейтральной ставки и расширяет пространство для смягчения денежно-кредитных условий в будущем.

Стабилизация инфляции в целевом диапазоне ЦБ РА создаст условия для перехода к более мягкой ДКП в 2028 г. По мере ослабления ценового давления прогнозируем постепенное снижение ставки. Ожидаем ставку на уровне 6,5% в 2028 г.

↓ Рисунок 18. Средний обменный курс, драм/долл.



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем среднегодовой курс драма к доллару на уровне 376 в 2026 г. В текущем году будут преобладать факторы в пользу более крепкого курса драма: например, восстановление экспорта и высокая туристическая активность.

Высокий уровень международных резервов и снижение страновой премии за риск укрепляют внешнюю устойчивость экономики и снижают вероятность резкой курсовой волатильности. Международные резервы Армении достигли рекордных 5,5 млрд долл. в марте 2026 г.

Повышение процентных ставок также станет фактором поддержки драма. Рост ставки рефинансирования и других ставок финансового рынка Армении будет повышать привлекательность активов, номинированных в национальной валюте, и поддерживать спрос на драм.

Высокие объемы денежных переводов поддержат курс драма. В январе — апреле 2026 г. приток денежных переводов в Армению в расширенном определении¹ увеличился на 17,2% г/г, до 2,0 млрд долл. В среднесрочной перспективе ожидаем дальнейшего увеличения объема переводов на фоне восстановления темпов роста экономики России, что может поддержать курс драма.

Ожидаем сохранение крепкого курса драма в 2026 г. — в среднем 376 драмов/долл.

В 2027–2028 гг. среднегодовой курс составит около 388 драмов/долл. Умеренное ослабление курса драма будет происходить под влиянием двух основных факторов:

- 1) повышение мировых цен** на продовольствие и сырье увеличит стоимость зарубежных поставок и, как следствие, **спрос на иностранную валюту**;
- 2) высокий спрос на импорт** станет дополнительным фактором ослабления курса. Рост потребления и инвестиционной активности будет поддерживать импорт товаров и услуг, что повысит потребность экономики в иностранной валюте.

¹ Включает все перечисления физических лиц (в том числе индивидуальных предпринимателей), осуществленные через банковскую систему РА, вне зависимости от их назначения, а также по всем платежным системам.

Риски

Риски ускорения инфляции и замедления внешнего спроса. Продолжение конфликта на Ближнем Востоке может привести к сбоям в региональных цепочках поставок и усилить инфляционное давление. Высокая геополитическая напряженность также способствует сохранению повышенных цен на нефть. Рост мировых цен на продовольствие, энергоносители и логистические услуги может усилить импортируемую инфляцию и повысить издержки в перерабатывающей промышленности, внешней торговле и транспортном секторе. Одновременно сохраняется риск замедления экспорта из Армении из-за ухудшения экономической ситуации в странах Ближнего Востока, которые являются важными торговыми партнерами РА.

Снижение цен на нефть относительно базового сценария несет риски для экономики Армении. Основным каналом воздействия может стать ослабление внешнего спроса со стороны России на экспорт Армении. Вместе с тем более низкие цены на энергоносители могут снизить производственные и транспортные издержки.

РЕСПУБЛИКА
БЕЛАРУСЬ



РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

Прогнозируем рост экономики Беларуси на 1,3% в 2026 г. Потребительская и инвестиционная активность поддержит рост внутреннего спроса. Инфляция, по нашим оценкам, продолжит замедляться и не превысит уровень цели 7% в 2026 г. Ожидаем ставку рефинансирования около 9,25% на конец 2026 г., при этом денежно-кредитные условия продолжат регулироваться макропруденциальными мерами.

Текущая ситуация

В начале 2026 г. в экономике Беларуси наблюдались признаки охлаждения деловой активности. ВВП вырос на 0,2% г/г в январе — апреле после роста на 1,3% г/г по итогам 2025 г. Ключевым фактором замедления стало сокращение промышленного производства на 2,5% г/г в условиях охлаждения спроса на рынке основного торгового партнера — России. Дополнительное влияние оказали аномально низкие температуры в январе — феврале: они ограничили строительство и привели к сокращению объема подрядных работ на 2,8% г/г в целом за январь — апрель.

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

Показатель	2024	2025	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	4,3	1,3	1,3	1,6	1,9
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	5,2	6,8	5,8	5,5	5,0
Ставка рефинансирования (% в среднем за год)	9,5	9,6	9,5	9,0	8,5
Курс белорусского рубля к доллару (в среднем за год)	3,25	3,01	3,00	3,10	3,30

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Положительный вклад формировали ИТ-сектор и услуги транспорта. ИТ-сектор продолжил восстанавливаться: услуги информации и связи выросли на 6,1% г/г и обеспечили 0,3 п.п. роста ВВП. Объем транспортно-логистических услуг увеличился на 3,8% и добавил еще 0,2 п.п. к динамике экономики.

Потребительская активность продолжила поддерживать экономику. Розничный товарооборот вырос на 6,2% г/г на фоне увеличения заработных плат на 7% г/г в реальном выражении.

Инвестиционная активность начала восстанавливаться после слабого начала года. В марте — апреле темпы роста инвестиций были около 5% г/г после снижения на 11,6% г/г в январе и на 3,9% г/г в феврале. Этому во многом способствует расширение в 2,2 раза г/г в январе — марте 2026 г. льготного кредитования для финансирования инвестиций.

В январе — апреле продолжилось замедление инфляционных процессов. Рост потребительских цен снизился до 5,4% г/г в апреле 2026 г. после 6,8% г/г в декабре 2025 г. Основной вклад внесло замедление роста цен на продовольственные товары — до 6,3% г/г с 9% г/г в декабре. На фоне укрепления белорусского рубля к доллару на 11,1% г/г за январь — апрель 2026 г. сохранился тренд на замедление роста цен на товары. Инфляция в услугах ускорилась до 8,4% г/г после 8% г/г в условиях индексации тарифов на услуги ЖКХ. Темпы роста цен в апреле сохранились на уровне марта после снижения на протяжении четырех месяцев подряд. С учетом замедления базовой инфляции до 5,9% г/г в апреле 2026 г. (после 7,3% г/г в декабре 2025 г.) можно говорить об устойчивости дезинфляционных процессов.

Национальный банк принял решение о снижении ставки рефинансирования на 0,5 п.п., до уровня 9,25%, с 1 июня 2026 г. Решение принято в условиях устойчивого замедления инфляции. Регулятор отмечает сохранение высокой сберегательной активности граждан и оценивает воздействие внутренней экономики на рост цен как нейтральное.

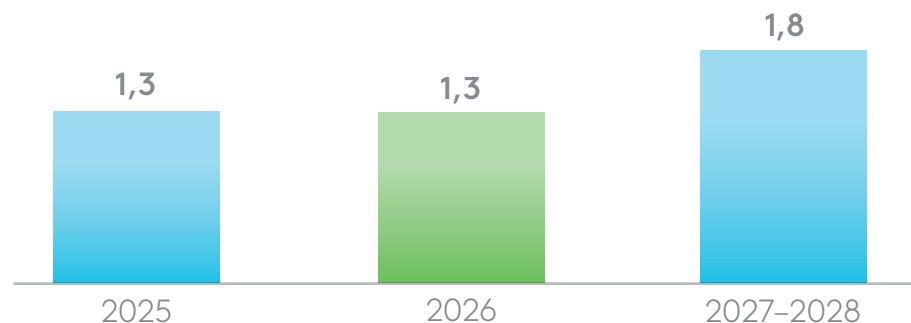
Состояние внешней торговли товарами и услугами улучшилось за счет опережающего роста экспорта и сильной динамики услуг. За январь — март 2026 г. дефицит внешней торговли товарами и услугами сократился до 224 млн долл. по сравнению с 658,1 млн долл. годом ранее. Отрицательное сальдо торговли товарами составило 1 401,1 млн долл., сохранившись на уровне прошлого года. Экспорт товаров вырос на 10,9% г/г, тогда как импорт — на 9,4% г/г. Более благоприятные ценовые условия стали фактором опережающих темпов роста экспорта.

Профицит торговли услугами растет на фоне сильного экспорта. Экспорт услуг увеличился на 28,2% г/г при росте импорта на 15,2%, что привело к расширению профицита торговли услугами на 58,3%, до 1 177,1 млн долл. Рост наблюдался в следующих категориях: туристические услуги (+13,6% г/г), транспортные и логистические (+26% г/г), строительные (+22,1% г/г), а также компьютерные и информационные (+18,4% г/г).

Золотовалютные резервы сохранили тенденцию к росту. За январь — апрель их объем увеличился на 843 млн долл. и достиг 15,3 млрд долл. на начало мая. Повышение цен на золото на 5,6% с начала года обеспечило прирост его стоимости в структуре резервов на 519 млн долл. Одновременно резервы в иностранной валюте увеличились на 322 млн долл. на фоне сохранения ее чистого предложения на внутреннем рынке. Уровень резервов превышает трехмесячный объем импорта и обеспечивает покрытие около 90% внешнего государственного долга.

Прогноз

↓ Рисунок 19. Средний рост ВВП Беларуси, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем ускорение роста ВВП во втором полугодии 2026 г. и расширение выпуска в 2027–2028 гг. Поддержку экономике окажут рост реальных доходов населения, положительная динамика инвестиций, постепенное смягчение кредитных условий и расширение экспорта услуг.

Рост доходов населения поддержит потребительский спрос. Индексация заработных плат более чем на 14% при более низкой инфляции поддержит рост реальных доходов работников бюджетного сектора. В частном секторе зарплаты продолжат расти на фоне дефицита работников.

Улучшение условий внешней торговли будет способствовать восстановлению темпов роста экономики. Рост мировых цен поможет нарастить стоимостной объем сырьевого экспорта Беларуси.

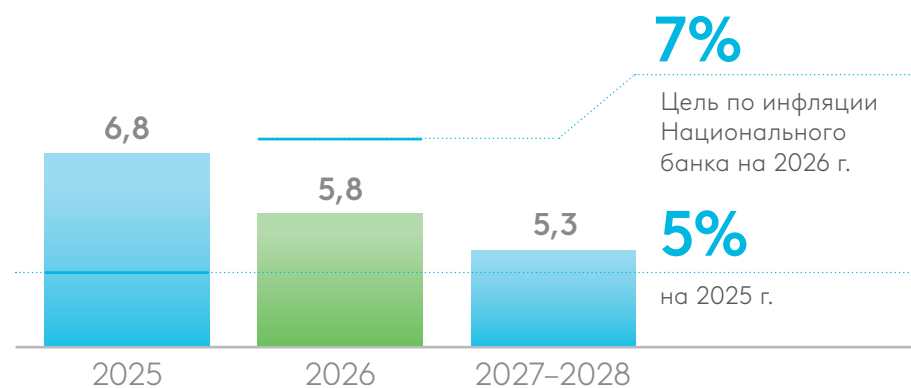
Сохранится положительная динамика инвестиций. Важным фактором станет расширение инвестиционного кредитования на фоне смягчения требований Национального банка. Дополнительную поддержку окажет упрощение строительных норм (РБ, 2025). Нарращиванию вложений будет способствовать и госпрограмма строительства в сельском хозяйстве, включая реконструкцию более 70 молочно-товарных ферм (РБ, 2026).

Снижение ставки рефинансирования может поддержать экономическую активность, однако основной канал смягчения условий кредитования будет зависеть от ликвидности банков, макропруденциальных мер и параметров льготного кредитования.

Ускорение темпов роста ВВП во втором полугодии 2026 г.

Расширение экспорта услуг поддержит белорусскую экономику. В январе — марте 2026 г. экспорт информационных и компьютерных услуг ускорил рост до 18,4% г/г после 7,9% по итогам 2025 г., что отражает сохранение внешнего спроса на белорусские **ИТ-услуги**, прежде всего со стороны российского рынка. Дополнительную поддержку обеспечит въездной **туризм**: экспорт туристических услуг вырос на 13,6% г/г за январь — март 2026 г.

↓ Рисунок 20. Инфляция в Беларуси, % г/г



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем замедление инфляции в 2026 г. до 5,8% после 6,8% в 2025 г. и ее дальнейшее снижение до 5,5% г/г на конец 2027 г. и до 5% на конец 2028 г. Замедление инфляции отражает сочетание крепкого белорусского рубля и административного регулирования цен. При этом рост заработных плат сохраняет проинфляционные риски.

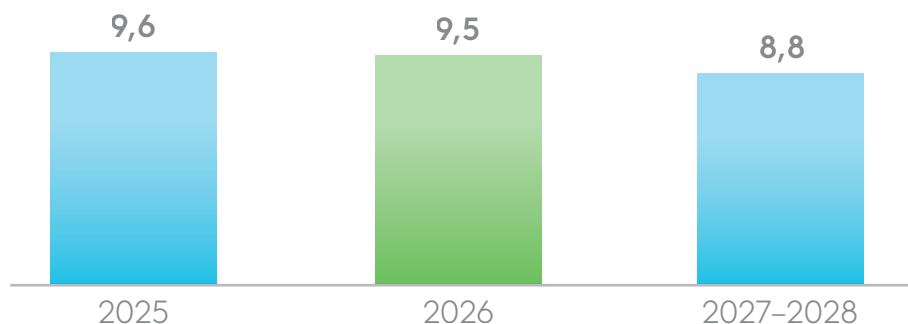
Административное регулирование продолжит ограничивать рост цен. При этом такие меры могут создавать отложенное ценовое давление и влиять на финансовые результаты отдельных отраслей. **Крепкий курс белорусского рубля в 2026 г.** будет способствовать сдерживанию роста цен на непродовольственные товары и снижению инфляционных ожиданий.

Замедление инфляции до 5% на конец 2028 г.

Устойчивый рост заработных плат продолжит оказывать инфляционное давление через повышение издержек и расширение внутреннего спроса.

Замедление темпов роста цен у ключевого торгового партнера — России — будет способствовать дальнейшему снижению импортируемой инфляции. При этом ожидаемое умеренное ослабление белорусского рубля в 2027–2028 гг. может ограничить скорость замедления инфляции.

↓ Рисунок 21. Средняя ставка рефинансирования, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем ставку рефинансирования около 9,25% на конец 2026 г. Полагаем, что данный уровень ставки будет способствовать поддержанию финансовой и макроэкономической стабильности.

Сохранение проинфляционного давления со стороны активного внутреннего спроса будет требовать осторожного подхода к снижению ставки. Рост заработных плат и расширение кредитования в национальной валюте (+11,5% г/г в марте 2026 г.) продолжат поддерживать рост потребления.

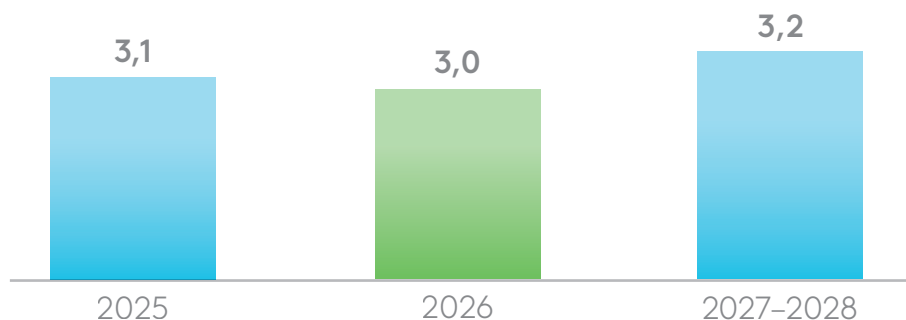
Низкие ставки на рынке межбанковского кредитования (около 4%) будут ограничивать пространство для снижения ставки рефинансирования.

Ставка рефинансирования около 9,25% на конец 2026 г.

Льготные условия кредитования обеспечат возможности для дальнейшего расширения инвестиционного кредитования без более активного снижения ставки. Это позволяет сохранять доступность кредитных ресурсов для реального сектора экономики.

В 2027–2028 гг. прогнозируем дальнейшее снижение ставки, при этом Национальный банк продолжит дополнительно регулировать денежно-кредитные условия макропруденциальными мерами.

↓ Рисунок 22. Средний обменный курс, руб./долл.



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем курс около 3 бел. руб./долл. в среднем в 2026 г. с дальнейшим плавным ослаблением к уровням около 3,3 в 2028 г.

Рост внутреннего спроса через повышение спроса на импорт будет формировать умеренное давление на курс белорусского рубля. Повышение реальных доходов населения, снижение ставки рефинансирования и расширение кредитования поддержат потребительскую и инвестиционную активность. Это может привести к росту импорта товаров и услуг и, как следствие, увеличить спрос на иностранную валюту в 2027–2028 гг.

Плавное ослабление российского рубля может способствовать умеренному снижению стоимости белорусского рубля. Это объясняется тесной корреляцией стоимости белорусской валюты с курсом российского рубля, что обусловлено высокой долей внешнеторговых операций с Россией.

Сохранение стабильного курса белорусского рубля в 2026 г.

Повышение цен на экспортируемые товары станет фактором поддержки курса рубля вследствие увеличения предложения иностранной валюты.

Рост экспорта услуг, в первую очередь транспортных, информационных, туристических и строительных, **также ограничит ослабление национальной валюты**, увеличивая поступление экспортной выручки.

Сохранение высоких ставок по срочным депозитам населения — около 6% в реальном выражении — поддержит сберегательное поведение и ограничит спрос на валюту.

Сохранение чистого предложения иностранной валюты на внутреннем рынке, в том числе за счет операций населения, также окажет поддержку белорусскому рублю.

Риски

Риск замедления роста экономики России. Синхронизация бизнес-цикла с Россией определяет высокую зависимость белорусской экономики от российской. Сильное охлаждение потребительского и инвестиционного спроса у ключевого партнера может привести к сокращению поставок белорусской продукции и промышленного производства из-за ограниченных возможностей переориентации на другие рынки. Снижение доходов в России также способно ослабить спрос на туристические и гостиничные услуги в Беларуси. В совокупности эти факторы могут сдержать внутренний спрос и ограничить рост ВВП.

Риск ускорения инфляционных процессов. Рост мировых цен на удобрения и топливо может вызвать удорожание продовольствия на внешних рынках. Для Беларуси это создает риск ускорения продовольственной инфляции и усиления общего ценового давления, что способно замедлить рост реальных доходов и потребления. Дополнительным ограничением может стать необходимость ужесточения денежно-кредитных условий: повышение ставки рефинансирования будет сдерживать потребительскую и инвестиционную активность.

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН



РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

Прогнозируем устойчивый рост экономики Казахстана вблизи 5,5% в 2026–2028 гг. Одним из ключевых источников поддержки ВВП станет расширение выпуска в обрабатывающей промышленности наряду со строительством, транспортом и торговлей. Инфляция будет снижаться и приблизится к целевому ориентиру 5% в 2028 г. Ожидаем снижения ставки до 16% к концу 2026 г.

Текущая ситуация

Экономика Казахстана вошла в 2026 г. с более умеренной динамикой после высокого роста в 2025 г. По оперативным данным, рост ВВП по итогам января — апреля 2026 г. составил 3,6% г/г. Главным сдерживающим фактором стала слабая динамика горнодобывающего сектора, прежде всего нефтегазового сегмента. Добыча нефти и газового конденсата составила 28,3 млн тонн, или 86,2% к соответствующему периоду 2025 г. По данным Минэнерго, снижение показателей нефтегазовой отрасли связано с ситуацией на КТК и месторождении Тенгиз.

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

Показатель	2024	2025	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	5,0	6,5	5,5	5,5	5,5
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	8,6	12,3	9,7	6,2	5,0
Базовая ставка (% в среднем за год)	14,7	16,6	17,3	12,7	9,1
Курс тенге к доллару (в среднем за год)	469	521	490	505	525

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Несырьевые отрасли продолжают поддерживать экономическую активность. По итогам января — апреля 2026 г. наиболее высокие темпы роста были зафиксированы в строительстве (+14,5% г/г), транспорте (+12,0% г/г), обрабатывающей промышленности (+9,9% г/г) и торговле (+5,1% г/г).

Инфляционное давление постепенно ослабевает, но остается повышенным. В апреле 2026 г. годовая инфляция снизилась до 10,6% после 11,0% в марте, а месячный прирост цен составил 0,8%. Продовольственные товары подорожали на 11,3% г/г, непродовольственные — на 11,7% г/г, платные услуги — на 8,9% г/г. Сдерживающее влияние на инфляцию оказывают жесткие денежно-кредитные условия и укрепление тенге. Годовая инфляция начала снижаться, однако текущая месячная динамика цен остается повышенной. Это указывает на сохранение инфляционного давления и требует осторожного подхода к снижению базовой ставки.

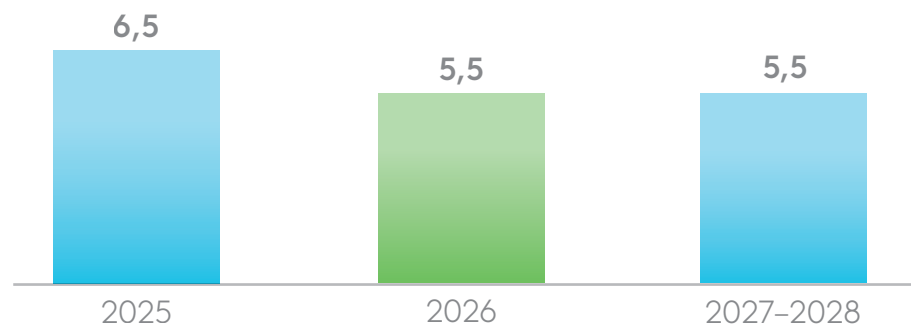
Тенге в январе — апреле 2026 г. укрепился относительно средних уровней прошлого года. Поддержку национальной валюте оказывают высокая базовая ставка и сохраняющаяся привлекательность тенговых активов для инвесторов. Вложения нерезидентов в ГЦБ РК увеличились на 21% с начала года.

Бюджетная ситуация в начале года была устойчивой. В январе — марте 2026 г. доходы государственного бюджета без учета трансфертов составили 6,4 трлн тенге и увеличились почти на 17% г/г. Республиканский бюджет исполнен на 102%, расходы государственного бюджета — на 94,3%. Исполнение бюджета остается устойчивым.

Торговый баланс сохранил положительное сальдо. В январе — марте 2026 г. экспорт товаров составил 18,0 млрд долл. (+9,4% г/г), импорт — 14,9 млрд долл. (+11,8% г/г). Профицит торгового баланса сложился на уровне около 3,1 млрд долл. Сохранение профицита создает предпосылки для поддержки валютных поступлений в оставшиеся месяцы 2026 г.

Прогноз

↓ Рисунок 23. Средний рост ВВП Казахстана, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем сохранение роста ВВП Казахстана около 5,5% в 2026–2028 гг. Такой прогноз предполагает ускорение экономической активности по мере нормализации ситуации в нефтегазовом секторе и сохранения высокой динамики несырьевых отраслей.

Промышленная политика государства будет поддерживать рост обрабатывающего сектора. В январе — апреле 2026 г. выпуск в отрасли увеличился на 9,9% г/г. Ожидаем сохранения повышенных темпов роста за счет запуска новых производств и выхода ранее начатых проектов на полную мощность. В течение 2026 г. Правительство РК планирует реализовать около 200 инвестиционных проектов общим объемом порядка 1,7 трлн тенге с созданием 19,1 тыс. постоянных рабочих мест ([Минпромстрой РК, 2026](#)). Эти меры сформируют предпосылки для

дальнейшей диверсификации экономики и расширения выпуска несырьевого сектора.

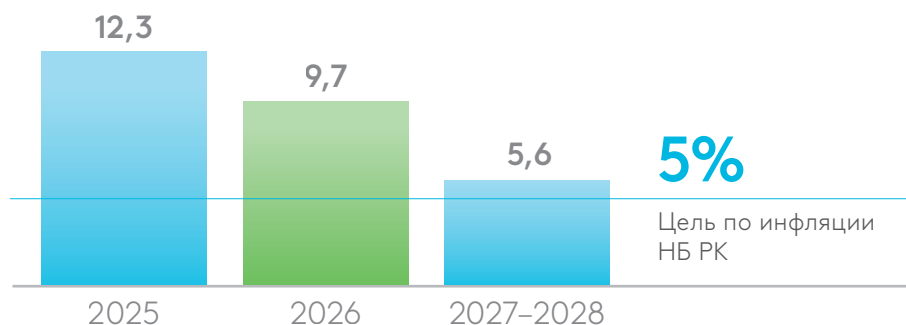
Реализация Национального инфраструктурного плана придаст импульс строительству и транспорту. К примеру, в январе — апреле 2026 г. строительный сектор вырос на 14,5% г/г, транспорт и складирование — на 12,0% г/г. Продолжение реализации инфраструктурных проектов в транспорте, энергетике, телекоммуникациях и жилищно-коммунальном хозяйстве будет стимулировать инвестиционную активность.

Нефтяной сектор также останется значимым фактором роста. В апреле 2026 г. цена Brent в среднем составила 120,4 долл./барр. — после 69 долл./барр. в 2025 г. Средняя цена Brent в 2026 г., в рамках базового сценария, составит около 82 долл./барр. Сохранение цен на повышенном уровне поддержит экспортную выручку, бюджетные поступления и деловую активность в связанных отраслях.

Сохранение устойчивого роста экономики на 5,5% в 2026–2028 гг.

Постепенное снижение базовой ставки будет способствовать устойчивому росту экономики. По мере замедления инфляции и прогнозируемого снижения базовой ставки денежно-кредитные условия станут менее жесткими. Поэтому снижение базовой ставки в 2027–2028 гг. поддержит экономическую активность и рост ВВП вблизи 5,5%.

↓ Рисунок 24. Инфляция в Казахстане, % г/г



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем снижение инфляции до 9,7% г/г на конец 2026 г. После 12,3% на конец 2025 г. это означает переход к дезинфляционной траектории. Замедлению инфляции продолжат способствовать жесткие денежно-кредитные условия, крепкий курс тенге, стабилизация потребительского спроса и меры по сдерживанию регулируемых цен. Благодаря этим факторам замедление роста цен продолжится: **в 2027 г. прогнозируем инфляцию 6,2% г/г, а в 2028 г. — около 5,0% г/г.**

Жесткие денежно-кредитные условия останутся главным фактором замедления роста цен. Высокая базовая ставка сохранит привлекательность сбережений в тенге и сдержит кредитную активность. Такие условия будут способствовать постепенному снижению инфляции в 2026 г.

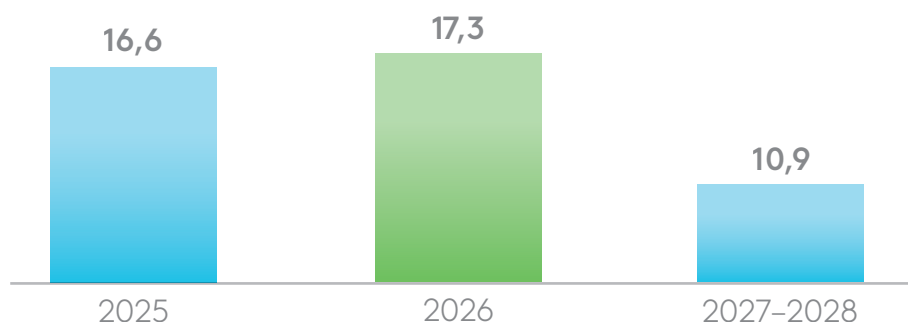
Более крепкий курс тенге в 2026 г. продолжит способствовать дезинфляционным процессам. Ожидаем, что сохранение относительно крепкого курса будет сдерживать стоимость ввозимых товаров, сырья и комплектующих. Это создаст условия для дальнейшего замедления роста цен.

Прогнозируем снижение инфляции до 9,7% на конец 2026 г.

Рост мировых цен замедлит снижение инфляции. Дополнительное давление будут создавать более высокие цены на продовольствие и удобрения. Это увеличит затраты в сельском хозяйстве, переработке и торговле, сдерживая замедление роста потребительских цен.

Повышенные инфляционные ожидания останутся дополнительным проинфляционным фактором. В апреле 2026 г. инфляционные ожидания населения на год вперед снизились до 12,4% с 14,6% в марте, однако остались выше среднего уровня 2017–2020 гг. в 10,9%.

↓ Рисунок 25. Средняя базовая ставка, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем снижение базовой ставки во второй половине 2026 г. при устойчивом замедлении инфляции и инфляционных ожиданий: к концу года ставка, по нашему прогнозу, составит около 16%.

Инфляционные ожидания ограничат пространство для дальнейшего снижения базовой ставки. Их повышенный уровень был среди факторов, из-за которых Национальный банк сохранял ставку на уровне 18,0% до июня 2026 г., когда она была снижена до 17,0%. В дальнейшем пространство для смягчения денежно-кредитной политики будет зависеть от устойчивости снижения инфляционных ожиданий.

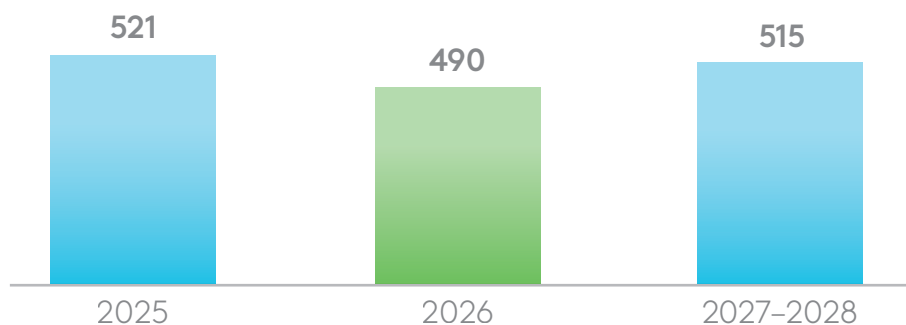
Сохраняются внешние проинфляционные риски. Рост цен на удобрения и международные транспортно-логистические издержки может увеличить затраты бизнеса, замедлить снижение инфляции и ограничить пространство для быстрого снижения ставки.

Структура кредитования будет оставаться более сбалансированной. К марту 2026 г. накопленный за 12 месяцев рост выдачи беззалоговых потребительских кредитов замедлился до 1,7% г/г. Такая динамика будет снижать давление со стороны потребительского спроса и позволит НБ РК перейти к снижению базовой ставки.

**Прогнозируем базовую ставку
вблизи 16% на конец 2026 г.**

В 2027–2028 гг. снижение ставки продолжится по мере приближения инфляции к цели. При отсутствии новых шоков и подтверждении устойчивого замедления инфляции денежно-кредитные условия будут постепенно смягчаться.

↓ Рисунок 26. Средний обменный курс, тенге/долл.



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем обменный курс около 500 тенге/долл. к концу 2026 г. Активность на валютном рынке сохранится высокой: объем торгов иностранными валютами на Казахстанской фондовой бирже за январь — апрель увеличился на 47,3% г/г. Высокая активность валютного рынка указывает на сохранение ликвидности, тогда как поддержку курсу будут оказывать высокая доходность тенговых инструментов, нефтяные цены и приток средств нерезидентов в ГЦБ.

Доходность инструментов в тенге останется важным каналом поддержки курса. Высокая базовая ставка сохранит привлекательность ГЦБ РК в тенге для инвесторов. По итогам апреля вложения нерезидентов в ГЦБ РК увеличились на 21% с начала года. Сохранение интереса к тенговым инструментам будет поддерживать спрос на национальную валюту.

Более высокие цены на нефть поддержат валютные поступления. В рамках базового сценария средняя цена Brent в 2026 г. составит 82 долл./барр. после 69 долл./барр. в 2025 г. Базовый сценарий предполагает, что после ценового всплеска во II квартале 2026 г. нефтяные котировки постепенно нормализуются, но останутся выше средних уровней 2025 г. Это будет поддерживать экспортную выручку и валютные поступления.

Прогнозируем средний курс 490 тенге/долл. в 2026 г.

В 2027–2028 гг. ожидаем умеренное ослабление тенге. Прогнозируем среднегодовой уровень около 505 тенге/долл. в 2027 г. и около 525 тенге/долл. в 2028 г. На курс будут влиять: снижение нефтяных цен относительно пиковых уровней первой половины 2026 г., постепенное смягчение ДКП и увеличение спроса на импорт при сохранении роста экономики. Это не предполагает резкого ослабления, но отражает нормализацию внешних и внутренних условий после сильной поддержки тенге в начале 2026 г.

Риски

Риски замедления экономической активности связаны прежде всего с внешним спросом и сырьевой конъюнктурой. Распространение торговых ограничений, ослабление роста в странах — торговых партнерах или более заметное снижение мировых цен на нефть могут привести к уменьшению экспортных доходов и бюджетных поступлений. В таком случае вклад нефтяного сектора, внешней торговли и связанных с ними отраслей в рост ВВП может оказаться ниже, чем в базовом сценарии.

Проинфляционные риски могут реализоваться через дальнейший рост мировых цен на продовольствие и логистические услуги. Дополнительным источником неопределенности остаются возможные вторичные эффекты через рост издержек бизнеса. В случае реализации этих рисков инфляция будет снижаться медленнее, а НБ РК может сохранить жесткие денежно-кредитные условия дольше, чем предполагается в базовом сценарии.

КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА



КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

Прогнозируем рост ВВП Кыргызской Республики выше 10% в 2026 г. Ключевой импульс будет задавать высокая инвестиционная активность. Инфляция, по нашим прогнозам, замедлится до 7% в 2028 г. после пика в 2026 г. Ожидаем сохранения учетной ставки на уровне 12% до 2028 г.

Текущая ситуация

Высокие обороты экономики поддерживаются внутренними источниками роста: ВВП прибавил 12,4% г/г в январе — апреле 2026 г. Как мы и предполагали, внутренний спрос остается сильным: торговля выросла на 11,6% г/г, а инвестиции — на 69,7% г/г (ЕАБР, 2025).

Дополнительным драйвером выступила промышленность со вкладом 2,86 п.п. за счет восстановления роста выпуска основных металлов. Сдерживающим фактором стало снижение экспорта.

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

Показатель	2024	2025	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	11,5	11,1	10,2	8,3	7,5
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	6,3	9,4	11,5	9,2	7,0
Учетная ставка (% в среднем за год)	10,5	9,3	11,8	12,0	12,0
Курс кыргызского сома к доллару (в среднем за год)	87	87	88	89	90

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Инфляция ускорилась выше цели. В апреле 2026 г. рост потребительских цен достиг 11,4% г/г после 9,4% в декабре 2025 г. Высокая стоимость продовольствия на мировых рынках транслируется во внутренние цены. Дополнительное инфляционное влияние оказывает сильный внутренний спрос, стимулируемый ростом потребительского кредитования (+27,1% г/г в январе — марте 2026 г.).

Тенденция сокращения экспорта товаров сохранилась

и в начале 2026 г.: стоимостной объем поставок за рубеж в январе — марте 2026 г. составил 86,5% от объема в аналогичном периоде годом ранее. Это связано со снижением экспорта машин и оборудования, а также основных металлов. Импорт снизился на 2,3% г/г.

НБ КР повысил учетную ставку на 100 б.п., до 12%, в феврале 2026 г., а в мае дополнительно повысил ставку по депозитам овернайт на 400 б.п., до 10%. Решение связано с устойчивым проинфляционным давлением. Среди ключевых факторов — рост мировых цен на продовольствие и сырье, высокая инфляция у торговых партнеров и ожидаемое повышение тарифов на электроэнергию.

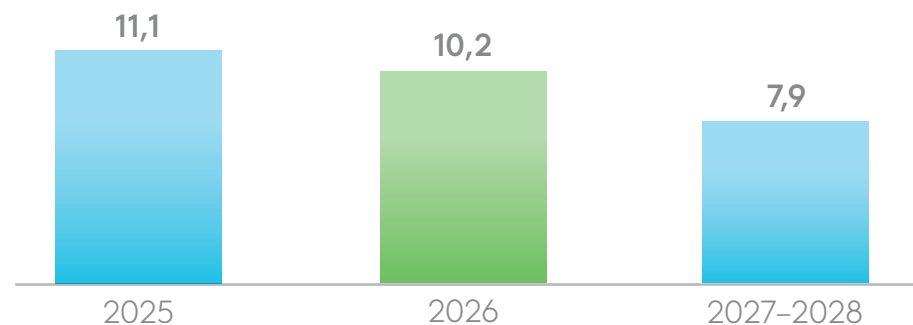
Решение связано с устойчивым проинфляционным давлением. Среди ключевых факторов — рост мировых цен на продовольствие и сырье, высокая инфляция у торговых партнеров и ожидаемое повышение тарифов на электроэнергию.

Устойчивость сектора госфинансов

обеспечила сохранение кредитного рейтинга Fitch на уровне «В» с прогнозом «стабильный». Решение обусловлено профицитом бюджета и уровнем государственного долга ниже, чем у стран с рейтингом «В».

Прогноз

↓ Рисунок 27. Средний рост ВВП Кыргызстана, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем сохранение высоких показателей роста ВВП на уровне 10,2% в 2026 г. Поддержку экономике окажут следующие факторы.

Импульс росту придаст программа государственных инвестиций. В 2025 г. привлечен рекордный за 12 лет объем суверенного финансирования — 981,3 млн долл. на реализацию долгосрочных инфраструктурных проектов (ЕФСР, 2026). Для сравнения: в 2014–2024 гг. среднегодовой объем средств от МФИ составлял 565 млн долл. Наряду с этим РКФР утвердил рекордный объем инвестиций на 2026 г. — более 200 млн долл. для укрепления производственной базы (РКФР, 2025).

Реализация инфраструктурных проектов правительства будет способствовать сохранению высоких темпов роста экономики. До 2030 г. правительство планирует реализовать 200 проектов в энергетике, туризме, промышленности, образовании и здравоохранении (KABAR 2026).

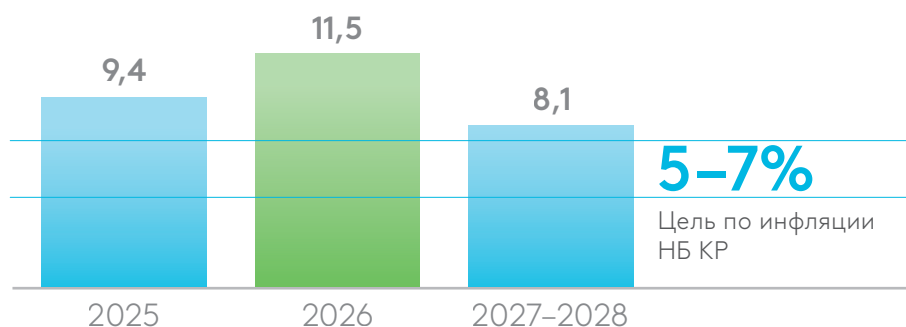
Ожидаем, что динамику роста продолжит поддерживать и госпрограмма «Мой Дом», предоставляющая механизмы льготного жилищного финансирования. Дополнительное влияние окажет строительство школ, реализуемое за счет средств Саудовского фонда.

Лидер по темпам роста ВВП в регионе — более 10% в 2026 г.

Двукратное повышение заработных плат медиков и работников образования (МЮ КР, 2026) (15% всей рабочей силы) позволит частично компенсировать слабую динамику притока денежных переводов (снижение на 7,5% г/г в январе — марте 2026 г.).

Сдерживающее влияние окажет снижение экспорта. Предполагаем, что в 2026 г. за рубеж будет поставляться ограниченный объем золота. Дополнительное сдерживающее влияние может оказать сокращение экспортных потоков отдельных технологических товаров и автомобилей из-за изменения внешнеторговых и регуляторных условий.

↓ Рисунок 28. Инфляция в Кыргызстане, % г/г



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

На конец 2026 г. ожидаем инфляцию на уровне 11,5%. Прогноз повышен на 3,2 п.п. в связи с новыми факторами. **Это усиление ценового давления на мировых рынках продовольствия** и рост мировых цен на нефть из-за осложнения логистики на фоне конфликта на Ближнем Востоке.

Повышение заработных плат в бюджетной сфере поддерживает располагаемые доходы домохозяйств и потребительский спрос. Это может замедлить возвращение инфляции к цели. Согласно планам правительства, расходы бюджета на увеличение заработной платы повысятся примерно на 50 млрд сомов (АКИpress, 2026), что соответствует примерно 3% ВВП.

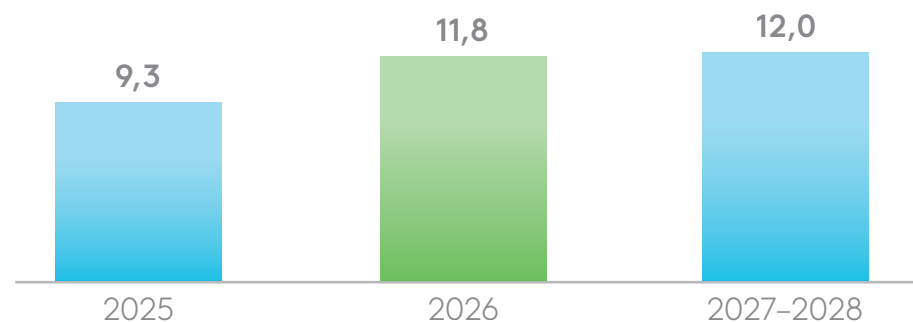
Проинфляционное давление продолжат оказывать **увеличение ставок акцизного налога на алкоголь** в период с 2026 по 2029 г. (МЭК КР, 2025) и **среднесрочная программа повышения тарифов** (МЮ КР, 2021). В мае 2026 г. тарифы на электроэнергию повышены в среднем на 11%, что, по нашей оценке, даст дополнительно 0,4–0,6 п.п. к росту инфляции.

Замедление инфляции после пика в 2026 г.

Ограничивать рост потребительских цен будет стабильность номинального обменного курса сома к доллару.

Инфляция войдет в целевой коридор в 2028 г. По нашим прогнозам, показатель замедлится до 9,2% на конец 2027 г. и до 7,0% на конец 2028 г. Возвращение инфляции к верхней границе целевого диапазона к 2028 г. предполагает постепенное ослабление внешнего ценового давления и фактическое ужесточение денежно-кредитных условий через рост межбанковских ставок.

↓ Рисунок 29. Средняя учетная ставка, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Ожидаем сохранения учетной ставки на уровне 12% на всем горизонте прогноза, поскольку инфляция находится выше цели в условиях высоких темпов потребительского кредитования.

Сохраняется актуальность стабилизации инфляционных ожиданий. Среднесрочная программа повышения тарифов и рост заработных плат в бюджетной сфере — факторы, которые способны повысить инфляционные ожидания.

Рост мировых цен на продовольствие и энергоресурсы ограничит пространство для снижения ставки. Поэтому сохранение учетной ставки на повышенном уровне позволит заякорить ожидания экономических агентов.

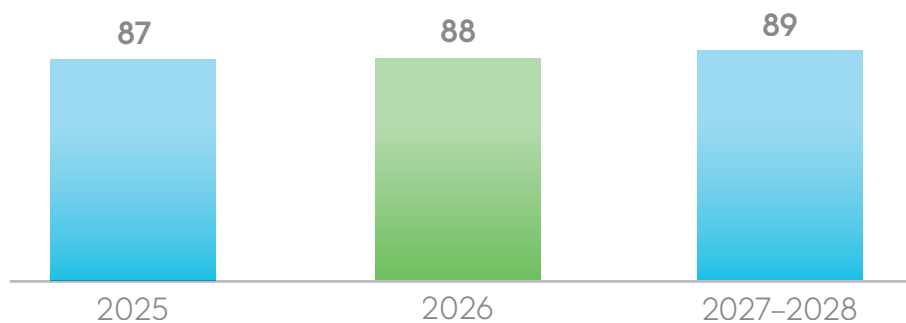
Прогнозируем учетную ставку вблизи 12% на конец 2026 г.

НБ КР сохранял асимметрию процентного коридора до конца мая 2026 г. В результате в среднем за январь — май 2026 г. ставка по депозитам овернайт составила 5,7%, а по кредитам овернайт — 13,6%. При этом ставка на межбанковском рынке РЕПО 7 дней² находилась вблизи стоимости инструментов изъятия, составив в среднем около 6% за указанный период.

В базовый прогноз заложено предположение о сохранении учетной ставки на уровне 12% на всем прогнозном периоде. Мы ожидаем, что выход из мягких денежно-кредитных условий будет осуществлен за счет повышения межбанковской ставки к уровню учетной. Полагаем, что такое **ужесточение денежно-кредитных условий позволит вернуть инфляцию в целевой диапазон 5–7%.**

² Динамика межбанковской эталонной процентной ставки BIR в открытых источниках не представлена.

↓ Рисунок 30. Средний обменный курс, сомов/долл.



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Ожидаем стабильной динамики курса кыргызского сома, который, по нашим оценкам, **в среднем составит 88 сомов/долл. в 2026 г.**

Давление со стороны дефицита торгового баланса на курс сома из-за расширения импорта будет ограниченным. Полагаем, что рост импорта в прогнозном периоде будет связан с реализацией программы государственных инвестиций, финансирование которой осуществляется преимущественно за счет валютных поступлений от МФИ.

Национальный банк продолжит сглаживать резкие колебания на внутреннем валютном рынке. В январе – апреле 2026 г. объем чистых продаж иностранной валюты составил рекордные 893 млн долл. (для сравнения: за весь 2025 г. – 853 млн долл.). При этом уровень валютных резервов благодаря накоплению золота достиг исторического максимума, покрывая 7 месяцев импорта. Это дает дополнительное пространство для сглаживания резких колебаний в динамике валютного курса сома.

Прогнозируем стабильность курса сома в 2026 г.

Высокие мировые цены на золото увеличат стоимостной объем золотовалютных резервов НБ КР за счет переоценки, что дополнительно расширит возможности регулятора.

Кроме того, в нашем **прогнозе закладываем ужесточение ДКП посредством повышения межбанковской ставки**, что также окажет поддержку курсу сома.

Риски

Основным риском является переход конфликта на Ближнем Востоке в затяжную фазу. Это может привести к более заметному, чем в базовом сценарии, **росту издержек производителей продовольствия из-за удорожания нефтепродуктов и удобрений**. С учетом того, что продукты питания формируют около 40% потребительской корзины в Кыргызстане, инфляция в рисковом сценарии может оставаться повышенной дольше. Усиление ценового давления повысит неопределенность при планировании затрат и может ослабить инвестиционную активность, сдерживая общий экономический рост.

Дополнительным последствием затяжного конфликта может стать **замедление мировой экономики**. Для Кыргызской Республики это создает риск сокращения экспортной выручки и ослабления внутреннего спроса. Давление на сом способно усилить импортируемую инфляцию. В этих условиях НБ КР может ужесточить денежно-кредитные условия, что станет дополнительным фактором ограничения экономической активности.

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ



РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Прогнозируем рост экономики России около 1% в 2026 г. Улучшение конъюнктуры внешней торговли придаст импульс росту за счет увеличения экспортной выручки. Инфляция продолжит замедляться, но сохранится выше цели из-за сочетания повышенных инфляционных ожиданий, роста регулируемых тарифов и давления со стороны заработных плат. Ожидаем ключевую ставку около 12% на конец 2026 г.

Текущая ситуация

Экономика России в начале 2026 г. демонстрирует признаки охлаждения. ВВП снизился на 0,2% г/г в январе — марте после роста на 1,0% г/г по итогам 2025 г. Частично это связано с календарным фактором: в январе — феврале было меньше рабочих дней, чем годом ранее. Дополнительное давление оказали рекордно низкие температуры, которые осложнили строительные работы. В результате выпуск строительного сектора сократился на 10% г/г за январь — март. Более устойчивое давление на деловую активность оказали жесткие условия кредитования и адаптации бизнеса к повышению налоговой нагрузки.

↓ Таблица 7. Основные макроэкономические показатели России (базовый сценарий)

Показатель	2024	2025	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	4,9	1,0	1,0	1,5	1,8
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	9,5	5,6	5,3	4,9	4,4
Ключевая ставка (% в среднем за год)	17,5	19,2	13,6	10,5	9,5
Курс российского рубля к доллару (в среднем за год)	92,4	83,4	76	84	94

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Промышленность замедлила рост выпуска до 0,7% г/г в январе — апреле 2026 г. в результате снижения темпов роста производства в обрабатывающих отраслях до 0,7% г/г.

Такая динамика связана с ослаблением инвестиционного спроса в условиях сохранения повышенных процентных ставок. Вместе с тем деловая активность начала восстанавливаться со II квартала: индикатор бизнес-климата Банка России улучшился до 2 п. в среднем в апреле — мае после минус 0,1 п. в марте, достигнув максимальных значений с начала года.

Ценовое давление ослабевает. В апреле 2026 г. потребительские цены выросли на 5,6% г/г после 5,9% г/г в марте 2026 г. Инфляция замедляется после некоторого ускорения в январе, обусловленного разовыми факторами, включая повышение налогов и индексацию тарифов. При этом месячная базовая инфляция с устранением сезонного фактора в пересчете на год снизилась ниже 3% в апреле после 5,4% в декабре. Это указывает на постепенное возвращение инфляции к траектории замедления. Дополнительным сигналом стало снижение инфляционных ожиданий населения — с 13,7% в декабре до 13% в мае (минимальный уровень с октября 2025 г.).

Потребительская активность продолжила поддерживать экономику. Оборот розничной торговли и платных услуг увеличился на 3,5% г/г в I квартале 2026 г. Этому способствовал высокий рост реальных заработных плат: 8,9% г/г за январь — февраль.

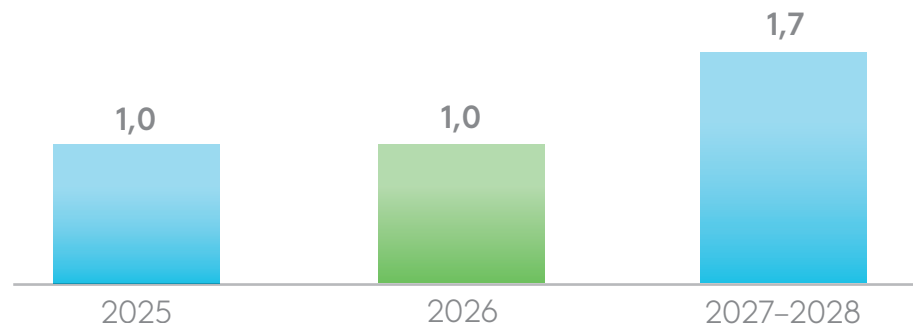
Банк России продолжил снижение ключевой ставки. На конец апреля ее значение составило 14,5% после трех последовательных снижений по 0,5 п.п. Регулятор смягчает денежно-кредитные условия на фоне замедления потребительского спроса, сдержанной инвестиционной активности и постепенного ослабления напряженности на рынке труда (доля предприятий, испытывающих дефицит кадров, сократилась до минимальных с середины 2023 г. значений).

Профицит текущего счета заметно сократился. За январь — март 2026 г. он уменьшился до 12,2 млрд долл. по сравнению с 18,4 млрд долл. годом ранее. Главной причиной стало снижение положительного сальдо торговли товарами на 5,4 млрд долл., до 25,3 млрд долл. Экспорт вырос на 1,2% г/г, низкие темпы роста во многом обусловлены временным падением экспортных цен на нефть на 13,7% г/г. Импорт увеличился на 9,9% г/г на фоне устойчивого потребительского спроса и укрепления реального эффективного курса рубля на 16,4% г/г за январь — март. Более высокие экспортные цены создают предпосылки для расширения профицита внешней торговли в оставшиеся месяцы 2026 г.

Дефицит федерального бюджета расширился в январе — апреле 2026 г. Он составил 5,9 трлн рублей, или 2,5% ВВП, по сравнению с 2,9 трлн рублей (1,4% ВВП) годом ранее. Основной причиной стало сокращение нефтегазовых доходов на 38,3% г/г. В результате общие доходы бюджета снизились на 4,5% г/г, несмотря на рост ненефтегазовых поступлений на 10,2% г/г. Расходы увеличились на 15,7%, в том числе из-за роста ассигнований на государственные закупки на 41,4%.

Прогноз

↓ Рисунок 31. Средний рост ВВП России, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем восстановление роста ВВП во втором полугодии 2026 г. и его ускорение в 2027–2028 гг. Этому будет способствовать целый ряд факторов.

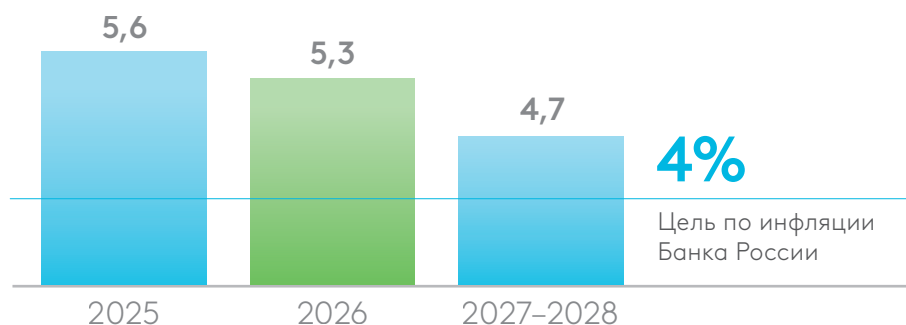
Улучшение внешнеэкономической конъюнктуры поддержит экспортную выручку. Это создаст условия для восстановления деловой активности. Экспортная цена российской нефти в апреле 2026 г. выросла на 73,2% г/г, до 94,9 долл./барр. по сравнению с 42,8 долл./барр. в среднем за январь — февраль. В рамках базового сценария в оставшиеся месяцы 2026 г. экспортные цены на нефть сохранятся выше 70 долл./барр. Дополнительным фактором может стать рост российской квоты на добычу нефти в рамках ОПЕК+. Это увеличит экспортную выручку, бюджетные поступления и поддержит деловую активность в связанных отраслях.

Восстановление роста во втором полугодии 2026 г. с ускорением до 1,8% в 2028 г.

Прогнозируемое снижение ключевой ставки поддержит кредитование и инвестиции. Высокие ставки сдерживают капитальные вложения с 2025 г., когда начали фиксировать сокращение. Поэтому накопился инвестиционный спрос, который может реализоваться по мере удешевления заемных средств. Основной эффект в экономике проявится в 2027–2028 гг.

Бюджетная политика остается фактором поддержки спроса в 2026 г., прежде всего за счет опережающего финансирования расходов в начале года. Масштаб чистого бюджетного импульса во втором полугодии будет зависеть от динамики нефтегазовых доходов и темпов исполнения расходов.

↓ Рисунок 32. Инфляция в России, % г/г на конец года



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Ожидается, что инфляция в России продолжит снижаться в 2026 г. Жесткие денежно-кредитные условия и крепкий рубль остаются основными факторами дезинфляции.

Повышенная ключевая ставка в 2026 г. сохранит привлекательность рублевых сбережений и будет сдерживать кредитную активность, ограничивая тем самым избыточное расширение внутреннего спроса.

Крепкий рубль в 2026 г. продолжит способствовать замедлению роста цен и снижению инфляционных ожиданий населения и бизнеса. Даже при прогнозируемом ослаблении рубля мы не ожидаем заметного ускорения инфляции за счет курса.

Индексация тарифов, повышение налогов и сборов будут замедлять дезинфляцию. Повышение тарифов на ЖКУ на 8–12% (РФ, 2025а) с 1 октября 2026 г. приведет

к росту цен на регулируемые услуги. Ожидаемое введение специального технологического сбора с 1 сентября повысит стоимость товаров с электронными компонентами (РФ, 2025б). Планы правительства по введению НДС на импортные товары, приобретаемые через маркетплейсы, с 2027 г. могут стать причиной дополнительного повышения цен.

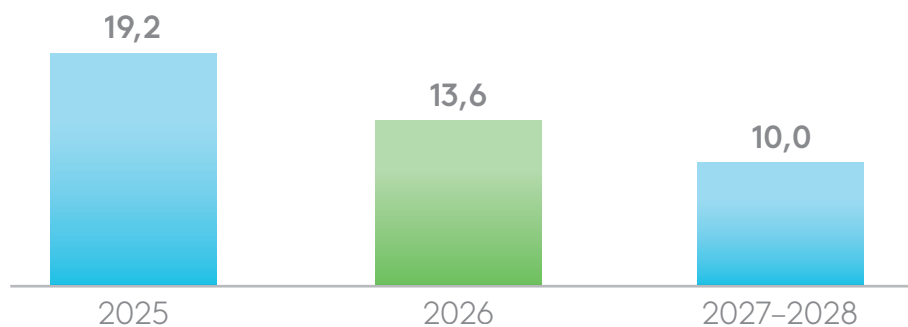
Постепенное замедление инфляции до 5,3% по итогам 2026 г. после пика в начале года

Повышенные инфляционные ожидания останутся проинфляционным фактором. Несмотря на снижение до 13% в мае 2026 г., их уровень заметно превышает средний показатель 2018–2019 гг. — 9,3%. Это также может замедлять возвращение инфляции к цели, поскольку ожидания населения и бизнеса влияют на цены и договорные условия.

Дополнительное расширение дефицита бюджета в 2026 г. может усилить инфляционное давление. Рост бюджетных расходов поддерживает внутренний спрос и остается проинфляционным фактором.

Инфляция приблизится к цели в 2028 г. Консервативная ДКП в 2027–2028 гг. закрепит дезинфляционную траекторию. При этом ослабление рубля и индексация тарифов ограничат скорость снижения инфляции. Прогнозируем снижение инфляции до 4,9% на конец 2027 г. и до 4,4% на конец 2028 г.

↓ Рисунок 33. Средняя ключевая ставка, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Ожидаем, что Банк России продолжит цикл снижения ключевой ставки. Стабилизация инфляции на фоне постепенного охлаждения внутреннего спроса создает условия для дальнейшего снижения процентных ставок. Однако для обеспечения устойчивости замедления роста цен при наличии проинфляционных рисков денежно-кредитные условия будут оставаться умеренно жесткими.

Снижение напряженности на рынке труда замедлит рост издержек. Компании планируют более умеренную индексацию заработных плат в 2026 г. по сравнению с 2023–2025 гг., что может привести к постепенному замедлению их роста (Банк России, 2026a). Это снизит давление на инфляцию.

Сберегательное поведение населения становится дополнительным дезинфляционным фактором, поскольку ограничивает потребительскую активность и способствует снижению инфляционного давления. Склонность к сбережению остается повышенной — около 16% в IV квартале 2025 г.³ при среднем уровне около 10% в 2018–2021 гг. (Банк России, 2026b).

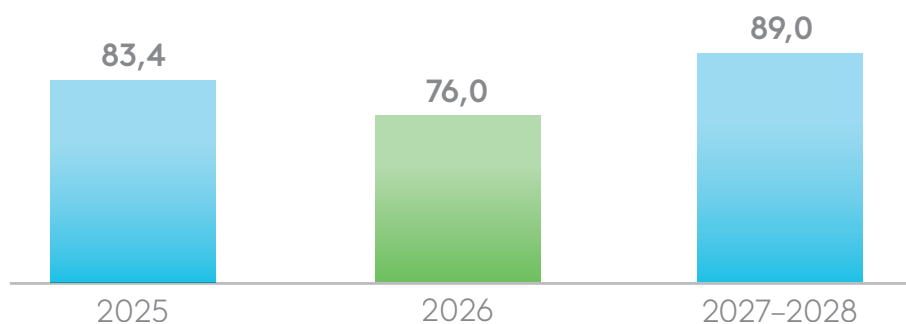
Прогнозируем ключевую ставку вблизи 12% на конец 2026 г.

Повышенные инфляционные ожидания могут ограничить скорость снижения ключевой ставки. Банк России сохранит осторожный подход, чтобы не допустить повторного ускорения инфляции.

В 2027–2028 гг. ключевая ставка может по-прежнему снижаться. По мере замедления инфляции и консолидации бюджета регулятор продолжит смягчать денежно-кредитные условия. Прогнозируем ключевую ставку около 9,5% в среднем в 2028 г.

³ С учетом сезонной корректировки.

↓ Рисунок 34. Средний обменный курс, руб./долл.



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Ожидаем умеренного ослабления курса российского рубля примерно до 79 руб./долл. к концу 2026 г. и отмечаем риск сохранения рубля более крепким. Стабильность российского рубля в январе — феврале 2026 г. поддерживалась продажами валюты в рамках бюджетного правила. Приостановка его действия в марте — апреле на фоне роста цен на нефть привела к росту волатильности обменного курса.

Возобновление действия механизма покупки-продажи валюты в рамках бюджетного правила будет одним из факторов умеренного ослабления обменного курса. Превышение ценой нефти уровня отсечения и реализация отложенных покупок валюты за март — апрель обеспечат дополнительный спрос на валютном рынке со стороны Минфина.

Снижение ключевой ставки также ослабит поддержку рубля. Более низкая доходность рублевых активов снизит их привлекательность и увеличит предложение рублевой ликвидности.

Смягчение денежно-кредитных условий поддержит спрос на импорт товаров, стоимость которого не растет последние три года. Рост внутреннего спроса увеличит потребность в импортных товарах и, соответственно, спрос на иностранную валюту.

Умеренное ослабление курса российского рубля до 79 руб./долл. в 2026 г.

Высокие цены на нефть и другие экспортные позиции будут способствовать укреплению рубля. Рост экспортной выручки поддержит валютные поступления и снизит давление на рубль. Поэтому базовый сценарий не предполагает резкого ослабления курса.

Риски

В рисковом сценарии затяжной конфликт на Ближнем Востоке может привести к замедлению мировой экономики, вплоть до рецессии. При снижении темпов глобального роста до 2% и ниже в 2027 г. возможно устойчивое ослабление спроса на сырьевые товары. В таком случае цены на нефть, газ и металлы могут перейти к снижению под давлением ухудшения внешнего спроса. Дополнительное давление на рынок может возникнуть при ослаблении координации внутри ОПЕК+, если отдельные экспортеры начнут наращивать добычу для компенсации выпадающих доходов и защиты рыночной доли. Дополнительным фактором станет ускоренная электрификация транспорта: продажи электромобилей в ЕС уже выросли более чем на 40% г/г в марте — апреле 2026 г. Кроме того, высокие цены весны 2026 г. и перебои с поставками будут стимулировать меры экономии топлива.

Для России это означает риск сокращения экспортной выручки, бюджетных доходов, что трансформируется в ослабление внутреннего спроса. Давление на рубль в рисковом сценарии может усилить импортируемую инфляцию. В этом случае Банк России будет вынужден дольше сохранять жесткие денежно-кредитные условия или даже вернуться к повышению ключевой ставки, что станет дополнительным фактором замедления экономической активности.

РЕСПУБЛИКА
ТАДЖИКИСТАН



РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН

Прогнозируем высокие темпы роста экономики Таджикистана: более 8% в 2026 г. Этому будут способствовать сильная потребительская и инвестиционная активность на фоне благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры. Инфляция в целевом интервале НБТ (5±2%) на всем прогнозном периоде. Ожидаемое умеренное повышение ставки рефинансирования позволит ограничить риск выхода инфляции за верхнюю границу цели.

Текущая ситуация

Экономика сохраняет высокие темпы роста. Реальный ВВП увеличился на 8,0% г/г в январе — марте 2026 г. после 8,4% г/г в 2025 г. Рост обеспечили все основные сектора: промышленность расширила выпуск на 14,0% г/г, сельское хозяйство — на 8,0% г/г, торговля (оптовая и розничная) — на 22,1% г/г, грузооборот транспорта — на 19,1% г/г.

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

Показатель	2024	2025	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	8,4	8,4	8,3	7,7	7,1
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	3,6	3,5	4,7	4,9	5,0
Ставка рефинансирования (% в среднем за год)	9,3	8,2	7,2	7,5	8,0
Курс сомони к доллару (в среднем за год)	10,8	10,0	9,5	9,9	10,3

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Роль локомотива в развитии промышленности переходит от добычи к выплавке металлов. В январе — марте в стране добыли руд на 0,6% меньше, чем за тот же период прошлого года, тогда как в 2025 г. горнорудная отрасль выросла на 36%. При этом металлургия за три месяца 2026 г. увеличила выпуск на 26% г/г — после его повышения на 6,5% в 2025 г. Таким образом, экономика Таджикистана растет, развивая не только добычу и экспорт сырья, но и его переработку.

Инфляция остается самой низкой в регионе операций ЕАБР. В апреле 2026 г. рост потребительских цен составил 3,6% г/г после 3,5% г/г на конец 2025 г. Инфляцию сдерживает курс сомони: по итогам апреля национальная валюта укрепилась к доллару на 11% г/г.

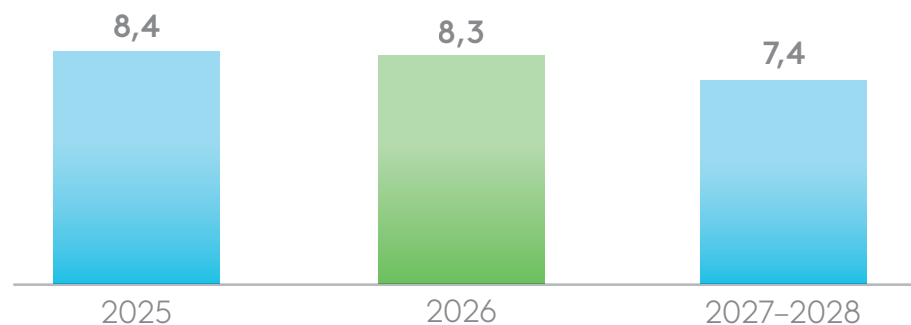
Торговый баланс характеризуется дефицитом, который устойчиво финансируется притоком денежных переводов и инвестиций. Отрицательное сальдо торговли товарами составило 1,6 млрд долл., или 43% ВВП, по итогам января — марта 2026 г. Годом ранее эти показатели составляли 1,3 млрд долл. и 48% ВВП. Сокращение торгового дефицита относительно ВВП объясняется тем, что экономика растет быстрее, чем сам дефицит.

Национальный банк смягчил ДКП. В 2025 г. ставка рефинансирования была снижена на 2 п.п., до 7,5%. В феврале 2026 г. ставку снизили еще на 0,5 п.п., до 7,0%. Эти решения объясняются тем, что инфляция с конца 2023 г. остается ниже середины целевого интервала Национального банка (5±2%).

Бюджет исполняется с профицитом. В январе — марте 2026 г. профицит государственного бюджета составил 2,8 млрд сомони (7,9% ВВП), увеличившись в 2,5 раза по сравнению с январем — мартом 2025 г. Доходы выросли на 28,8% г/г на фоне экономического роста, расходы — на 14,5% г/г.

Прогноз

↓ Рисунок 35. Средний рост ВВП Таджикистана, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Сильный потребительский и инвестиционный спрос продолжит поддерживать экономическую активность.

Розничные продажи увеличились на 23,3% г/г, а инвестиции — на 33,2% г/г в январе — феврале 2026 г. Ожидаем, что высокая динамика внутреннего спроса сохранится в оставшиеся месяцы 2026 г.

Прогнозируем рост ВВП на 8,3% в 2026 г. Ожидаем сохранения высоких темпов роста экономики в 2027–2028 гг. — около 7–8%.

Рост заработных плат и приток переводов поддерживают потребление. В условиях профицита бюджета власти продолжат повышать заработные платы в государственном секторе — запланированный рост составит 20–25% в 2026 г.

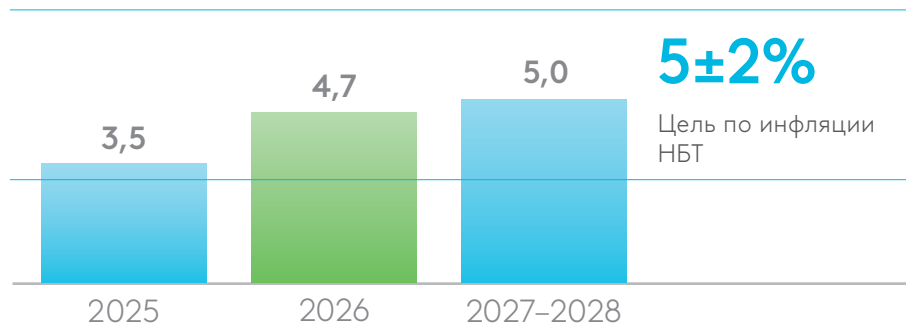
Поддержку спросу окажет и приток денежных переводов в страну на фоне укрепления валют региона.

Государственная политика по-прежнему будет стимулировать инвестиционный спрос. Реализация государственных программ развития продолжится на всем прогнозном горизонте. Наибольшие вложения можно ожидать в энергетике: крупнейшими проектами в Таджикистане остаются строительство Рогунской ГЭС (больше 1 млрд долл. в 2026 г.), а также модернизация Нурекской ГЭС.

Прогнозируем сохранение темпов роста экономики выше 8% в 2026 г.

Внешнеторговая конъюнктура останется благоприятной для Таджикистана. Средняя цена на золото — основной экспортный товар страны — составила 4 873 долл./тр. унц. по итогам I квартала 2026 г. Это максимальная среднеквартальная цена на золото за всю историю. Рост стоимостного объема экспорта золота, а также минеральной продукции, текстиля и сельскохозяйственной продукции способствовал тому, что общая стоимость экспорта увеличилась на 28% г/г по итогам 2025 г. Ожидаем, что экспорт сохранит положительную динамику в условиях высоких цен на золото и цветные металлы в 2026–2028 гг.

↓ Рисунок 36. Инфляция в Таджикистане, % г/г



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

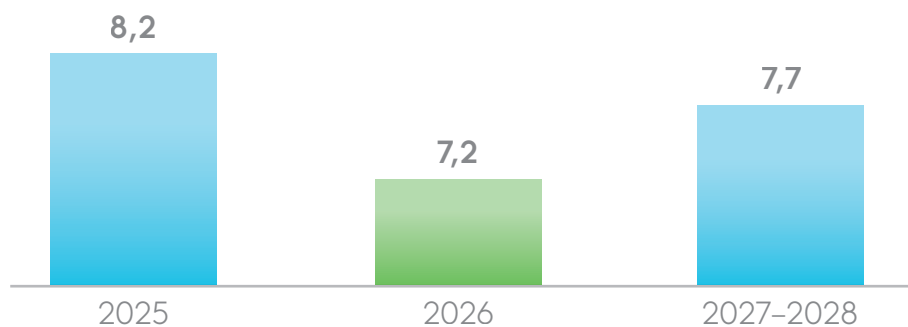
Прогнозируем, что инфляция составит 4,7% в 2026 г. В 2027–2028 гг. рост потребительских цен закрепится вблизи середины целевого интервала Национального банка.

Мягкие денежно-кредитные условия не будут препятствовать постепенному возвращению инфляции к середине целевого интервала НБТ. Текущий уровень ставки рефинансирования НБТ — самый низкий с 2015 г. Ожидаемое умеренное повышение ставки в 2026–2028 гг. поможет ограничить риск выхода инфляции за верхнюю границу цели.

В текущем году рост мировых цен на сырье и продовольствие внесет вклад в повышение инфляции. Таджикистан закупает на внешних рынках нефть, нефтепродукты и природный газ. Другой крупной статьёй импорта остается продовольствие. Повышение международных цен на товары, импорт которых в сумме превышает 15% ВВП, может оказать давление на рост цен в стране.

Инфляция закрепится в середине целевого интервала ($5 \pm 2\%$)

↓ Рисунок 37. Средняя ставка рефинансирования, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Ожидаем повышения ставки рефинансирования НБТ до 7,5% к концу 2026 г. В 2027–2028 гг. ставка продолжит увеличиваться. Смена тренда в области ДКП в результате последовательного снижения ставки в 2023–2025 гг. обусловлена необходимостью сдерживания внешних рисков.

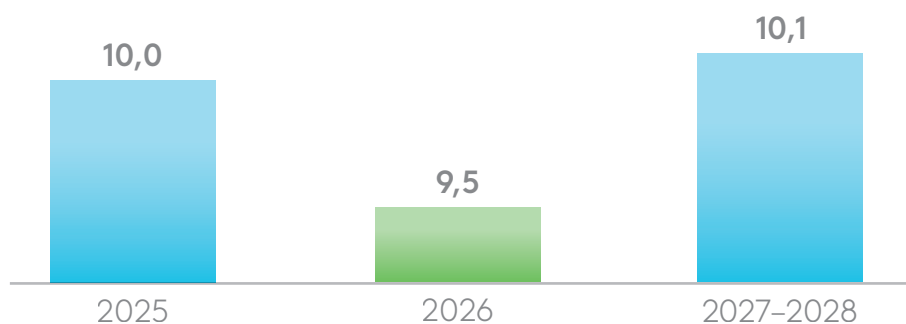
Рост цен на импорт станет одним из факторов повышения ставки рефинансирования. Ожидаем, что НБТ может повысить ставку, чтобы импульс со стороны внешних рынков энергоносителей и продовольствия не привел к выходу инфляции за верхнюю границу целевого интервала.

Стабильность курса сомони создает условия для поддержания мягких денежно-кредитных условий. Расширение экспортной выручки, высокие объемы денежных переводов и повышенные цены на золото будут увеличивать предложение иностранных валют. Это окажет поддержку курсу сомони к доллару и поможет сдерживать рост цен на импортируемые товары.

Считаем, что повышение ставки в 2027–2028 гг. до 8% обеспечит приближение инфляции к 5% в среднесрочной перспективе и позволит ограничить риск выхода инфляции за верхнюю границу цели.

Прогнозируем ставку рефинансирования вблизи 7,5% на конец 2026 г.

↓ Рисунок 38. Средний обменный курс, сомони/долл.



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем курс национальной валюты в среднем 9,5 сомони/долл. в 2026 г. Рост экспортной выручки на фоне высоких цен на золото, как и дальнейшее увеличение денежных переводов, будут поддерживать сомони. В то же время расширение импорта может оказывать давление на курс сомони.

Рост спроса на импорт приведет к повышению спроса на иностранную валюту. По итогам января — марта 2026 г. расходы субъектов экономики Таджикистана на приобретение товаров и услуг за рубежом увеличились на 17% г/г. Мы ожидаем, что импорт продолжит расширяться в среднесрочной перспективе. Это будет способствовать росту спроса на иностранную валюту и, как следствие, выступит фактором ослабления курса.

Динамика мировых цен на энергоносители и продукцию сельского хозяйства может стать фактором некоторого ослабления сомони. Повышенные цены на нефть и газ и рост цен на продовольствие приведут к увеличению потребности страны в иностранной валюте.

Ослабление курса российского рубля к доллару может снизить долларовой эквивалент денежных переводов и экспортных поступлений, связанных с российским рынком. Это станет одним из факторов давления на сомони в среднесрочной перспективе.

Ожидаем устойчивости курса сомони к доллару в 2026 г.

Повышенные цены на золото и высокий объем денежных переводов продолжают поддерживать предложение иностранной валюты. Физические лица перечислили в страну 9,5 млрд долл. в 2025 г. — это на 53% больше, чем в 2024 г. Ожидаем сохранения дальнейшего роста объемов денежных переводов и в 2026 г.

Риски

Риски ухудшения торгового баланса и роста транспортных издержек. На фоне кризиса на рынке нефти дефицит внешней торговли Таджикистана может увеличиться из-за удорожания импорта нефтепродуктов и природного газа. Рост мировых цен на транспортные услуги также усилит давление на экономику. Из-за внутриконтинентального положения и высокой вовлеченности в торговлю и миграционные потоки Таджикистан чувствителен к стоимости грузовых и пассажирских перевозок. Удорожание логистики может дополнительно повысить инфляцию и сократить объем денежных переводов при снижении интенсивности трудовой миграции.

Инфляционные риски. Повышение мировых цен на нефть может ускорить инфляцию в Таджикистане и вывести ее за пределы целевого интервала НБТ. В этом случае ставка рефинансирования в 2026–2028 гг. может оказаться выше нашего прогноза. Это усилит сдерживающее влияние ДКП на экономический рост.

РЕСПУБЛИКА УЗБЕКИСТАН



РЕСПУБЛИКА УЗБЕКИСТАН

Прогнозируем рост экономики Узбекистана на 7,9% в 2026 г. Его поддержат сильный внутренний спрос, ускорение инвестиционной активности, а также расширение выпуска в промышленности и строительстве. Инфляция, по нашим прогнозам, замедлится до 6,8% к концу 2026 г. благодаря умеренно жестким денежно-кредитным условиям. По мере ослабления ценового давления ожидаем постепенного снижения основной ставки примерно до 13,5% к концу 2026 г.

Текущая ситуация

Экономика Узбекистана сохраняет высокие темпы роста. В январе — марте 2026 г. ВВП вырос на 8,7% г/г. Основной вклад внесли услуги, промышленность и строительство — 4,9, 2,2 и 0,9 п.п. соответственно.

Промышленность и строительство остаются драйверами роста. Доля промышленности в экономике увеличилась до 29,2%. Ее выпуск по итогам января — апреля вырос на 7,8% г/г, главным образом за счет расширения обрабатывающих производств на 8,5% г/г. Строительство прибавило 14,1% г/г в январе — апреле и сохранило самые высокие темпы среди крупных отраслей.

↓ Таблица 9. Основные макроэкономические показатели Узбекистана (базовый сценарий)

Показатель	2024	2025	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	6,5	7,7	7,9	6,9	6,5
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	9,8	7,3	6,8	5,7	5,2
Основная ставка (% в среднем за год)	13,8	13,9	13,7	12,4	11,2
Курс сума к доллару (в среднем за год)	12 652	12 577	12 200	12 900	14 100

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Рост инвестиционной активности ускорился. В январе — марте 2026 г. инвестиции в основной капитал выросли на 29,6% г/г после 5,4% г/г годом ранее. Основные источники — иностранные инвестиции и кредиты — 53,6% и 15,2% всех вложений соответственно.

Инфляция продолжает замедляться и уже находится на минимальном уровне за последние 10 лет. В апреле 2026 г. рост потребительских цен составил 7,0% г/г после 7,3% на конец 2025 г. Базовая инфляция в марте осталась на уровне 5,7%.

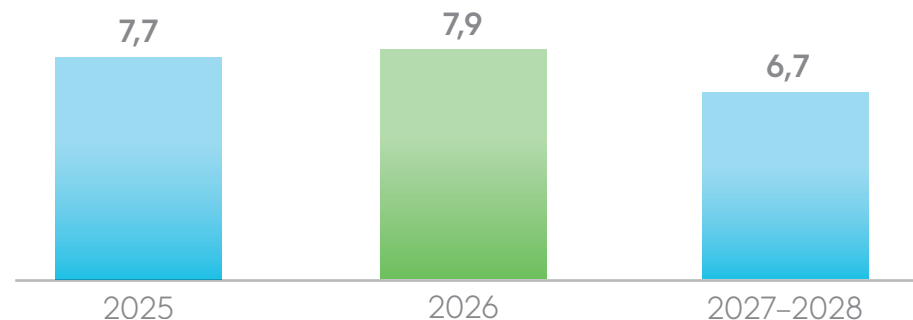
Центральный банк в апреле продолжил придерживаться осторожной позиции. Ставка оставлена на уровне 14%. Регулятор стремится закрепить дезинфляционный тренд и снизить инфляционные ожидания.

Внешняя торговля отражает высокий внутренний спрос. В январе — апреле 2026 г. внешнеторговый оборот увеличился на 2,7% г/г, до 26,3 млрд долл. Экспорт сократился на 16,8% г/г, а импорт вырос на 26,7% г/г. Дефицит баланса расширился в 7,5 раза, до 6,4 млрд долл., из-за временного отсутствия продаж золота. Экспорт без учета золота продолжил расти.

Бюджетная политика по-прежнему поддерживает экономику через инфраструктурные расходы и государственные программы. Дефицит бюджета в 2025 г. оказался ниже плана, что указывает на ограниченный дополнительный фискальный импульс: 2,1% ВВП при плановых 3% ВВП. Доходы превысили план на 16,6%, расходы выросли на 12,8%.

Прогноз

↓ Рисунок 39. Средний рост ВВП Узбекистана, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем ускорение роста ВВП до 7,9% в 2026 г.

Это станет максимумом за последнее десятилетие, уступая только постковидному восстановлению 2021 г. В дальнейшем экономика сохранит высокие темпы роста — на уровне около 7% в 2027–2028 гг.

Рост экономики поддержит высокая активность вложений в основной капитал. Инвестиции обеспечат расширение выпуска промышленной продукции, объема предоставляемых услуг и строительных работ, положительно влияя на рост ВВП.

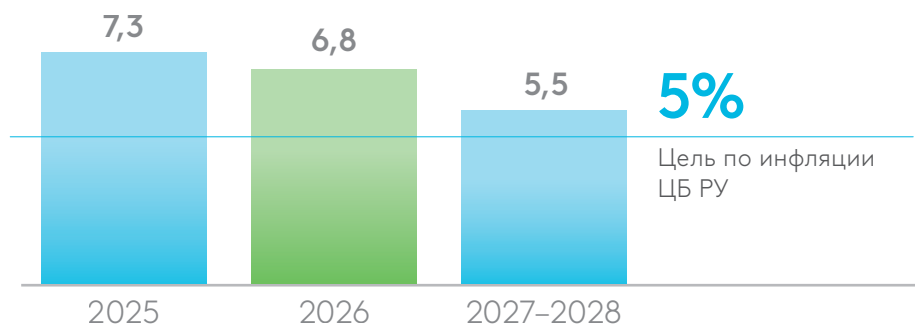
Налогово-бюджетная политика продолжит стимулировать рост ВВП в 2026–2028 гг. В 2026 г. из бюджета на развитие социальной и производственной инфраструктуры предусмотрено 18,5 трлн сумов, или 1,5 млрд долл. Средства планируется направить на развитие транспортной, коммунальной и промышленной инфраструктуры, а также жилых массивов по программе «Новый Узбекистан».

Динамика доходов населения продолжит поддерживать расширение экономической активности. За ростом доходов стоит повышение зарплат — по итогам 2025 г., которые увеличились на 19% в номинальном выражении. Другой фактор роста доходов — увеличение притока денежных переводов. Стоимостной объем переводов в долларах вырос на 16% в 2025 г. Мы ожидаем дальнейшего увеличения.

Узбекистан останется одним из лидеров по темпам экономического роста в регионе

Повышенные цены на золото продолжают поддерживать рост экономики. Поставки этого металла за рубеж составили 69% экспорта товаров по итогам 2025 г. Благоприятная конъюнктура на мировых рынках золота в среднесрочной перспективе обеспечит страну высокими доходами от внешней торговли.

↓ Рисунок 40. Инфляция в Узбекистане, % г/г



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Замедление инфляции до 6,8% по итогам 2026 г.

Ожидаем, что инфляция в Узбекистане замедлится в 2026–2028 гг. Рост потребительских цен сложится ниже 7% г/г на конец 2026 г. и вблизи 5% к концу прогнозного периода. Это означает постепенный выход на целевой ориентир Центрального банка.

Инфляция продолжит снижаться под влиянием умеренно жестких денежно-кредитных условий и стабильного курса. При этом высокий внутренний спрос и рост мировых цен на сырье останутся проинфляционными факторами.

Умеренно жесткие денежно-кредитные условия будут способствовать снижению инфляционного давления. Положительная реальная ставка поддержит сбережения и ограничит инфляционное давление в экономике.

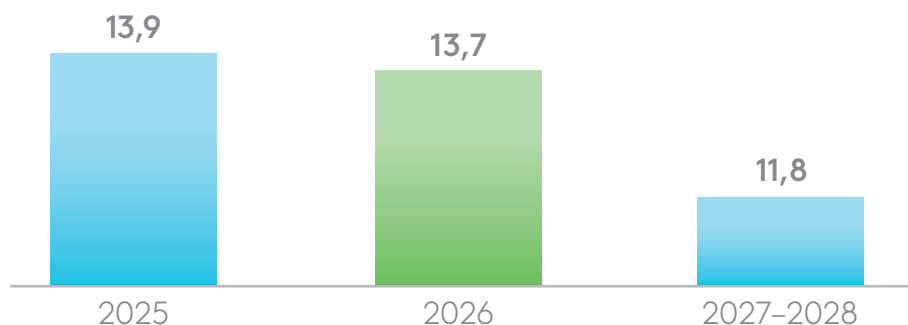
Стабильность курса национальной валюты также внесет вклад в снижение инфляции через сдерживание роста цен на импортируемые несырьевые товары и услуги.

Повышенный внутренний спрос останется проинфляционным фактором в условиях продолжения быстрого роста потребления. Например, розничные продажи повысились на 25,4% г/г за январь — март 2026 г. и, предполагаем, сохранят сильную динамику в 2026–2028 гг.

Прогнозируем постепенное снижение инфляции к цели 5%

Рост мировых цен на сырье может замедлить снижение инфляции. Высокая стоимость нефти и газа окажет давление на стоимость удобрений и электроэнергии, повышая издержки в сельском хозяйстве, торговле и транспортных перевозках. Это может стать источником дополнительного инфляционного давления в 2026–2027 гг.

↓ Рисунок 41. Средняя основная ставка ЦБ РУ, %



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем снижение основной ставки ЦБ РУ во втором полугодии 2026 г. примерно до 13,5% на конец года при сохранении устойчивого замедления инфляции и снижении инфляционных ожиданий. В базовом сценарии прогнозируем ставку на уровне 12% на конец 2027 г. и 11% на конец 2028 г.

Устойчивое замедление инфляции обеспечит возможность снижения основной ставки. Сохранение повышенного уровня реальной ставки позволит удерживать направленность ДКП, задачей которой остается приведение темпа роста потребительских цен к цели 5%.

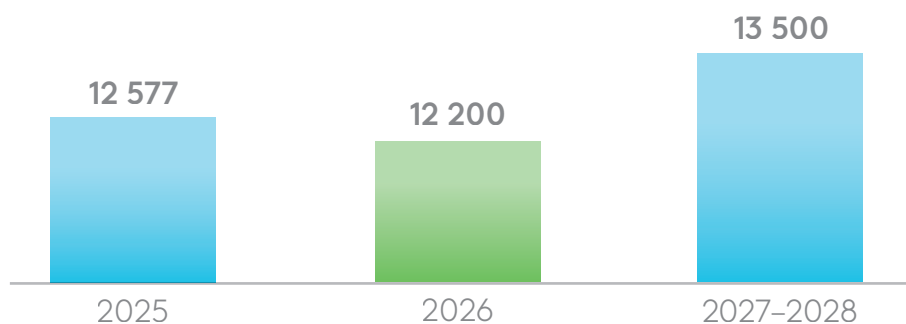
Стабильность сума способствует переходу к более мягким денежно-кредитным условиям. Рост экспортных поступлений, приток денежных переводов и благоприятная конъюнктура на рынке золота будут поддерживать предложение иностранной валюты. Это ограничит инфляционное давление через канал импортных цен.

Прогнозируем основную ставку вблизи 13,5% на конец 2026 г. и ее дальнейшее снижение до 11% на конец 2028 г.

Дальнейшее снижение инфляционных ожиданий расширит пространство для понижения ставки. В конце апреля 2026 г. ожидания роста цен населением на следующие 12 месяцев составляли 11% — минимальный уровень за последние полтора года.

Прогнозируем плавное смягчение политики ЦБ РУ. Сохранение основной ставки ощутимо выше инфляции ограничит проинфляционное влияние высокого внутреннего спроса, обеспечив контроль над связанными с ним рисками.

↓ Рисунок 42. Средний обменный курс, сумов/долл.



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Прогнозируем курс национальной валюты в среднем 12 200 сумов/долл. в 2026 г. Поддержку суму окажут приток иностранных инвестиций и высокие объемы денежных переводов. Увеличение объемов импорта, напротив, выступит фактором ослабления сума.

Приток иностранных инвестиций будет способствовать сохранению крепкого курса сума. Суммарный объем валовых прямых, портфельных и прочих инвестиций из-за рубежа достиг 19 млрд долл., или 13% ВВП по итогам 2025 г. Мы ожидаем сохранения интереса иностранных инвесторов к стране в 2026–2028 гг., что ограничит ослабление национальной валюты. Приток иностранного капитала будет поддерживать предложение иностранной валюты, однако его влияние на курс частично нейтрализуется импортом оборудования и промежуточных товаров для инвестиционных проектов.

Высокие объемы поступающих в Узбекистан переводов также окажут поддержку курсу сума. По итогам 2025 г. приток переводов увеличился на 16%. В среднесрочной перспективе показатель будет еще выше в условиях ускорения экономического роста в регионе. На этом фоне ослабление сума будет иметь ограниченный и плавный характер.

Прогнозируем сохранение крепкого сума в 2026 г. — средний курс 12 200 сумов/долл.

Увеличение объемов импорта будет способствовать плавному ослаблению сума в 2027–2028 гг. Высокий спрос на зарубежную продукцию определяется активной фазой инвестиционного цикла. Закупки машин и оборудования, энергоресурсов и промежуточных товаров поддерживают модернизацию экономики, но одновременно увеличивают спрос на иностранную валюту.

Повышенные цены на золото в 2027–2028 гг. поддержат стоимость сума. При сохранении высоких доходов от экспорта ожидаем курс на уровне 12 900 сумов/долл. в 2027 г. и 14 100 сумов/долл. в 2028 г.

Риски

Сохраняются риски ухудшения торгового баланса.

Дефицит внешней торговли может увеличиться как из-за роста импорта на фоне высокой инвестиционной активности, так и из-за возможного сокращения экспортной выручки при снижении мировых цен на золото. Если ухудшение торгового баланса будет значительнее, чем мы прогнозируем, это может оказать давление на обменный курс и инфляцию, а также привести к более жестким денежно-кредитным условиям, чем предусмотрено базовым сценарием.

Риски логистики могут усилиться в случае резкого удорожания международных перевозок и транзита.

Основными причинами могут стать рост цен на топливо для автомобильного и авиационного транспорта, повышение транспортных тарифов на фоне удорожания нефти, нефтепродуктов и газа. Существенное повышение логистических расходов может усилить инфляционное давление, ухудшить торговый баланс и замедлить инвестиционную активность, особенно в проектах с высокой долей импортных машин, оборудования и материалов.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

АФК (2026) Объем вложений нерезидентов в ГЦБ РК за апрель вырос на 40,8 млрд тенге. Доступно на: <https://www.afk.kz/ru/analytics/monitor-ryinka/obyom-vlozhenij-nerezidentov-v-gczb-rk-za-aprel-vyiros-na-40%2C8-mlrd-tenge.html> (Просмотрено 13 мая 2026).

Банк России, 2026а. О чём говорят тренды: макроэкономика и рынки. № 2 (85), март 2026 г. — Москва: Банк России, 2026. Доступно на: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/59717/bulletin_26-02.pdf (Просмотрено 11 мая 2026).

Банк России, 2026б. Норма сбережений домашних хозяйств: международный опыт и расчет индикатора для России: аналитическая записка. Банк России, 2026. Доступно на: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/188504/analytic_note_20260401_ds.pdf (Просмотрено 11 мая 2026).

БНС АСПиР РК (2026а) Инфляция в Республике Казахстан (апрель 2026). Доступно на: <https://stat.gov.kz/ru/industries/economy/prices/publications/346502/> (Просмотрено 7 мая 2026).

БНС АСПиР РК (2026б) Внешнеторговый оборот Республики Казахстан. Январь — февраль 2026. Доступно на: <https://stat.gov.kz/ru/industries/economy/foreign-market/publications/341104/> (Просмотрено 7 мая 2026).

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Шарафутдинов А., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (ЕАБР, 2025) Макроэкономический прогноз 2026–2028. Декабрь 2025. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews/macroeconomic-outlook-2026-2028/> (Просмотрено 11 мая 2026).

Всемирный банк (2026) Commodity Markets Outlook, April 2026. Доступно на: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099842304282633100/pdf/IDU-29bd7eb3-10b9-441a-89be-9732d149e669.pdf> (Просмотрено 14 мая 2026).

Демиденко, М., Карачун, О., Коршунов, Д., Липин, А., Хребичек, Г. (ЕАБР, 2016) Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза. Ноябрь 2016. С.-Петербург: ЦИИ Евразийского банка развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/>

[integration-research/cii-reports/sistema-analiza-i-makroekonomicheskogo-prognozirovaniya-evraziyskogo-ekonomicheskogo-soyuza/?sphrase_id=359465](https://www.eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/sistema-analiza-i-makroekonomicheskogo-prognozirovaniya-evraziyskogo-ekonomicheskogo-soyuza/?sphrase_id=359465) (Просмотрено 11 июня 2026).

Евразийский фонд стабилизации и развития (ЕФСР, 2026) Суверенное финансирование в Евразийском регионе 2025: Региональные проекты и инициативы международных финансовых институтов. Астана: Евразийский фонд стабилизации и развития. Доступно на: https://efsd.org/upload/iblock/c10/1fk0uhzmd5t3o46jo30ti9ty1e01edzr/EFSD_SFD26_RU.pdf (Просмотрено 11 мая 2026).

Информационное агентство АКИpress (АКИpress 2026) Зарплаты учителей: сколько получали и сколько будут получать, 27 апреля 2026. Доступно на: <https://bilim.akipress.org/news:2457735/> (Просмотрено 27 апреля 2026)

Кыргызское Национальное информационное агентство KABAR (Kabar, 2026) 200 инвестпроектов к 2030 году. Масштабная индустриализация в Кыргызстане, 9 апреля 2026. Доступно на: <https://ru.kabar.kg/news/200-investproektov-k-2030-godu-masshtabnaya-industrializaciya-v-kyrgyzstane/> (Просмотрено 11 мая 2026).

Министерство экономики и коммерции Кыргызской Республики (МЭК КР, 2025) О поэтапном повышении ставок акцизного налога на алкогольную продукцию. 24 октября 2025. Доступно на: <https://mineconom.gov.kg/ru/post/11269> (Просмотрено 12 мая 2026).

Министерство Юстиции Кыргызской Республики МЮ КР (2026) Указ Президента Кыргызской Республики от 26 марта 2026 г. № 121 О мерах по совершенствованию условий оплаты труда отдельных работников бюджетной сферы Кыргызской Республики Доступно на: <https://cbd.minjust.gov.kg/5-11081/edition/50533/ru> (Просмотрено 25 мая 2026).

Министерство юстиции Кыргызской Республики (МЮ КР, 2021) Среднесрочная тарифная политика Кыргызской Республики на электрическую энергию на 2021–2025 годы. 30 сентября 2021. Доступно на: <https://cbd.minjust.gov.kg/158785/edition/6855/ru> (Просмотрено 12 мая 2026).

Минпромстрой РК (2026) Обработывающая промышленность усиливает роль в структуре экономики Казахстана. Доступно на: <https://www.gov.kz/memleket/entities/mps/press/news/details/1180352?lang=ru> (Просмотрено 7 мая 2026).

НБ РК (2026a) Заявление Председателя НБ РК Сулейменова Т. М. о базовой ставке Национального банка. Доступно на: <https://nationalbank.kz/ru/news/informacionnye-soobshcheniya/19155> (Просмотрено 14 мая 2026).

Правительство РК (2026a) Официальный информационный ресурс Премьер-Министра Республики Казахстан. Рост обрабатывающего сектора промышленности за четыре месяца составил 9,9%. Доступно на: <https://primeminister.kz/ru/news/rost-obrabatyvaiushhego-sektora-promyslennosti-za-cetyre-mesiaca-sostavil-99-31366> (Просмотрено 13 мая 2026).

Правительство РК (2026b) Официальный информационный ресурс Премьер-Министра Республики Казахстан. В I квартале доходы госбюджета выросли на 17%. Доступно на: <https://primeminister.kz/ru/news/v-i-kvartale-doxody-gosbiudzeta-vyrosli-na-17-31275> (Просмотрено 7 мая 2026).

Республика Беларусь (2025) Указ Президента Республики Беларусь от 31 января 2025 г. № 46 «Об особенностях строительства и приемки объектов в эксплуатацию» // Национальный правовой Интернет-портал Республики Беларусь. Доступно на: <https://pravo.by/document/?guid=12551&p0=P32500046> (Просмотрено 13 мая 2026).

Республика Беларусь (2026) Указ Президента Республики Беларусь от 30 апреля 2026 г. № 143 «О развитии молочной отрасли» // Национальный правовой Интернет-портал Республики Беларусь. Доступно на: <https://pravo.by/document/?guid=12551&p0=P32600143> (Просмотрено 13 мая 2026).

Российская Федерация (2025a) Об индексах изменения размера вносимой гражданами платы за коммунальные услуги в среднем по субъектам Российской Федерации на 2026 год и уточнении значений предельно допустимых отклонений по отдельным муниципальным образованиям от величины указанных индексов на 2026 год: распоряжение Правительства РФ от 25.11.2025 № 3413-р. Доступно на: <https://publication.pravo.gov.ru/document/0001202511250017> (Просмотрено 15 мая 2026).

Российская Федерация (2025b) Федеральный закон от 28.11.2025 № 425-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации, отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу законодательных актов (отдельных положений законодательных актов) Российской Федерации». Доступно на <https://publication.pravo.gov.ru/document/0001202511280017> (Просмотрено 11 мая 2026).

Российско-Кыргызский Фонд развития (РКФР, 2025) РКФР в 2026 году направит на новые проекты более \$200 млн, 14 декабря 2025. Доступно на: <https://rkdf.kg/rkfr-v-2026-godu-napravit-na-novye-proekty-bolee-200-mln/> (Просмотрено 11 мая 2026).

ФАО ООН (2026) FAO Food Price Index. Доступно на: <https://www.fao.org/worldfoodsituation/foodpricesindex/en> (Просмотрено 14 мая 2026).

Inform.kz (2026) Причины падения добычи нефти и газа озвучили в Минэнерго РК. Доступно на: <https://www.inform.kz/ru/prichini-padeniya-dobichi-nefti-i-gaza-ozvuchili-v-minenergo-rk-7142c4> (Просмотрено 7 мая 2026).

KASE (2026) За январь — апрель 2026 года объем торгов иностранными валютами на KASE составил 20,1 трлн тенге. Доступно на: <https://kase.kz/ru/information/news/show/1566396> (Просмотрено 15 мая 2026).

Sputnik Таджикистан (2026) Президент Таджикистана распорядился повысить заработную плату и увеличить стипендии, пенсии и другие соцвыплаты. Душанбе, 15 января 2026 г. Доступно на: <https://tj.sputniknews.ru/20260115/tajikistan-velicheniye-zarplata-pensiya-stipendiya-1074532463.html> (Просмотрено 22 мая 2026).

Trading Economics (2026) World Container Index. Доступно на: <https://tradingeconomics.com/commodity/world-container-index> (Просмотрено 14 мая 2026).

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

БНС АСПИР РК	Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан	НБ КР	Национальный банк Кыргызской Республики
ВБ	Всемирный банк	НБ РБ	Национальный банк Республики Беларусь
ВВП	валовой внутренний продукт	НБ РК	Национальный банк Республики Казахстан
ВТО	Всемирная торговая организация	НБТ	Национальный банк Таджикистана
ГСМ	горюче-смазочные материалы	НДС	налог на добавленную стоимость
ГЦБ	государственные ценные бумаги	ОЭСР	Организация экономического сотрудничества и развития
ДКП	денежно-кредитная политика	РА	Республика Армения
ЕАБР	Евразийский банк развития	РБ	Республика Беларусь
ЕАЭС	Евразийский экономический союз	РЕПО	вид сделки, при которой ценные бумаги продаются и одновременно заключается соглашение об их обратном выкупе по заранее оговоренной цене
ЕС	Европейский союз	РК	Республика Казахстан
ЕЦБ	Европейский центральный банк	РКФР	Российско-Кыргызский Фонд развития
ЕЭК	Евразийская экономическая комиссия	РТ	Республика Таджикистан
ЖКУ	жилищно-коммунальные услуги	РФ	Российская Федерация
ИИ	искусственный интеллект	США	Соединенные Штаты Америки
ИТ	информационные технологии	ФАО ООН	Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН (Food and Agriculture Organization of the United Nations)
кв/кв	квартал к кварталу	ФНБ	Фонд национального благосостояния
КР	Кыргызская Республика	ФРС США	Федеральная резервная система США
МБК	межбанковский рынок кредитования	ЦБ РА	Центральный банк Республики Армения
МВФ	Международный валютный фонд	ЦБ РФ	Центральный банк Российской Федерации (Банк России)
МФИ	международные финансовые институты	ВIR	Bishkek interest rate
МФ РК	Министерство финансов Республики Казахстан	CBDC	Central bank digital currency (цифровая валюта центрального банка)

COVID-19	COronaVirus Disease 2019, коронавирусная инфекция	TONIA	Tenge OverNight Index Average
ICR	Interest cover ratio — отношение операционной прибыли компаний к расходам на обслуживание долга	%	процент
MIACR	Moscow Interbank Actual Credit Rate (фактическая ставка по предоставленным межбанковским кредитам)	% г/г	годовой темп прироста
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Организация экономического сотрудничества и развития)	б.п.	базисный пункт
OPEC+	Объединение стран — членов ОПЕК и нефтедобывающих стран, не входящих в организацию	барр.	баррель нефти
PMI	Purchasing Managers' Index (индекс деловой активности)	г.	год
S&P	Standard & Poor's (американская рейтинговая компания и провайдер финансовой информации)	гг.	годы
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (международная система обмена финансовыми сообщениями)	долл.	доллар США
		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.

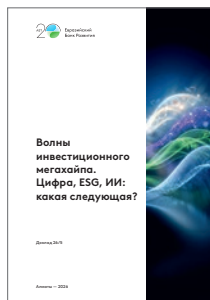
АНАЛИТИКА НА САЙТЕ ЕАБР



Макроэкономический прогноз (RU/EN)

Макроэкономический прогноз 2026–2028

В аналитическом материале представлен анализ экономического развития государств — участников Банка в 2025 г. и прогноз основных макроэкономических показателей на 2026–2028 гг.



Доклад 26/5 (RU/EN)

Волны инвестиционного мегахайпа. Цифра, ESG, ИИ: какая следующая?

В докладе проанализированы технологические инвестиционные бумы и возможные новые волны на 20-летнем горизонте: биотех, роботы, космос, VR, накопители энергии и климатическая адаптация. Отдельный акцент — инвестиции в биотех и долголетие как ответ на вызовы рынка труда.



Доклад 26/4 (RU/EN)

Энергетика Центральной Азии: модернизация энергетического сектора и энергопереход

Как обеспечить надежность и чистоту энергетики Центральной Азии? Ответ — в стратегии «Среднего пути». Доклад обосновывает модель модернизации, объединяющую потенциал зеленой энергии, надежность традиционных мощностей и преимущества региональной интеграции.



Доклад 26/3 (RU/EN)

Образовательные инициативы многосторонних банков развития как инструмент укрепления потенциала стран

В докладе рассматриваются образовательные инициативы МБР (академии, институты, обучающие программы), проанализированы их цели, модели управления и финансирования, направления обучения и другие особенности, представлены долгосрочные перспективы развития образовательных инициатив МБР.



Доклад 26/2 (RU/EN)

Евразийский регион и страны-партнеры из Азии: анализ инвестиционных потоков на основе Мониторинга взаимных инвестиций ЕАБР

Доклад содержит детальные сведения о масштабах, динамике, географической и отраслевой структуре взаимных прямых иностранных инвестиций стран Азии и стран Евразийского региона за период с 2016 г. по первое полугодие 2025 г., а также ключевых трендах инвестиционного сотрудничества.



Доклад 26/1 (RU/EN)

Сотрудничество многосторонних банков развития в развивающихся странах: новые возможности

В докладе рассматриваются семь перспективных направлений для сотрудничества МБР: 1) мобилизация капитала, 2) рынки капитала, 3) национальные валюты, 4) экспертиза в области проектов, 5) объединение знаний, 6) техническое содействие, 7) трансграничные проекты.



Доклад 25/15 (RU/EN)

Китай и Евразийский регион: анализ инвестиционных потоков на основе Мониторинга взаимных инвестиций ЕАБР

Доклад содержит детальные сведения о масштабах, динамике, географической и отраслевой структуре накопленных взаимных прямых иностранных инвестиций между Китаем и странами Евразийского региона за период с 2016 г. по первое полугодие 2025 г.



Доклад 25/14 (RU/EN)

Инвестиционное сотрудничество в Евразийском регионе на основе Мониторинга взаимных инвестиций ЕАБР

Доклад содержит детальные сведения о масштабах, динамике, географической и отраслевой структуре взаимных прямых иностранных инвестиций стран Евразийского региона за период с 2016 г. по первое полугодие 2025 г., а также ключевых трендах инвестиционного сотрудничества.



Рабочий документ 25/13 (RU)

Персидский залив: мониторинг макроэкономики и финансов

В мониторинге ЕАБР проанализированы экономики шести стран Персидского залива, оценены среднесрочные тенденции: рост ВВП, инфляция, долговая устойчивость, бюджетная и денежно-кредитная политика.

EDB DIGITAL ACADEMY

Онлайн-платформа Академии ЕАБР



На платформе вы можете:



пройти онлайн-курсы и подать заявку на участие в очных мероприятиях Академии ЕАБР



изучать актуальные материалы по темам проектного финансирования, отраслевого развития, деятельности международных финансовых организаций и т.д.



стать частью сообщества профессионалов

ОБУЧАЮЩИЕ КУРСЫ И ПРОГРАММЫ РАЗРАБОТАНЫ С УЧАСТИЕМ ВЕДУЩИХ ЭКСПЕРТОВ БАНКА И ПРОФЕССИОНАЛОВ МЕЖДУНАРОДНОГО УРОВНЯ.

Онлайн-курс ^{Ru}



Партнерство для развития: как извлечь наибольшую пользу из сотрудничества с многосторонними банками развития

Курс посвящен системе многосторонних банков развития (МБР). Вы узнаете, зачем создаются МБР, как они работают, в чем их польза для стран и общества. Освойте новые инструменты и подходы эффективной работы с МБР для реализации своих стратегических задач. Поближе познакомитесь с деятельностью Евразийского Банка Развития.

Онлайн-курс ^{Ru}



Центральная Азия: зеленые финансы в действии. Инструменты, успехи, уроки

В курсе вы узнаете:

- Как эффективно использовать инструменты зеленого финансирования в вашей деятельности
- Что такое суверенные и муниципальные зеленые облигации, субсидии и гранты, зеленые фонды
- Какие вызовы и тренды в развитии зеленого финансирования в Центральной Азии существуют
- Какую роль играют многосторонние банки развития в поддержке зеленых проектов.



**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



www.eabr.org