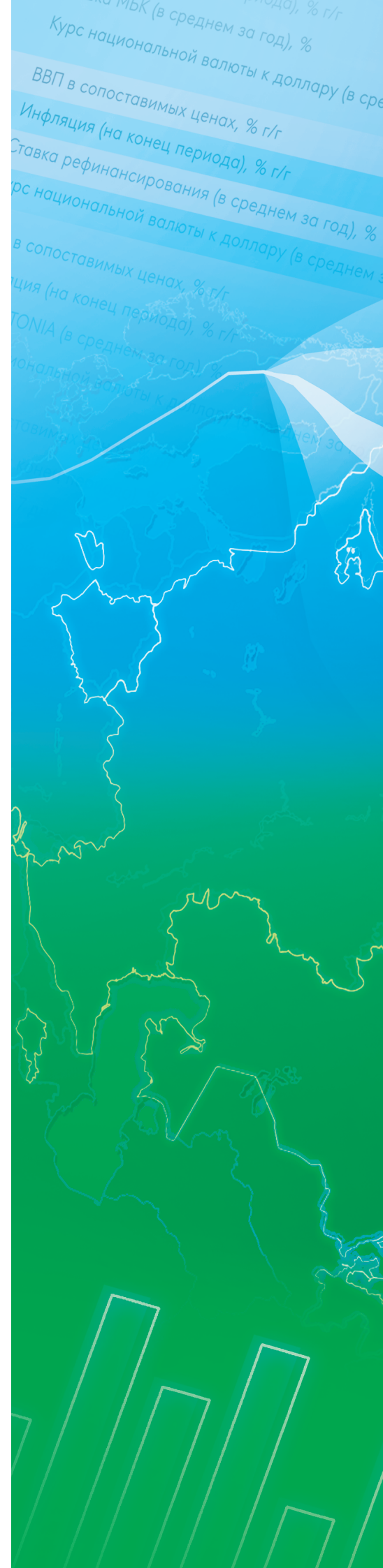




Евразийский
Банк Развития

Макроэкономический обзор Сентябрь 2025



Кузнецов, А., Шарафутдинов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (2025) *Макроэкономический обзор ЕАБР. Сентябрь 2025*. Алматы: Евразийский банк развития.

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

Макроэкономический обзор является регулярной публикацией ЕАБР, в которой представлен оперативный срез макроэкономической ситуации в странах – участницах Банка и даны оценки ее развития в краткосрочной перспективе. Обзор охватывает Армению, Беларусь, Казахстан, Кыргызстан, Россию, Таджикистан и Узбекистан. В публикации анализируется широкий спектр экономических показателей, в том числе ВВП, промышленность, инвестиции, потребительские расходы, внутренняя и внешняя торговля, инфляция, процентные ставки, кредитование, курсы национальных валют, доходы, расходы и дефицит государственных бюджетов, государственный долг. Обзор содержит статистическую информацию об основных макроэкономических показателях стран – участниц ЕАБР. Макроэкономический обзор является промежуточной публикацией между [макроэкономическими прогнозами](#).

Ключевые слова: экономическая активность, ВВП, промышленность, инвестиции, спрос, инфляция, денежно-кредитная политика, бюджет.

JEL: E17, E66, F15, F31, H62, O11.

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/monthly-review>.

Оперативная макроаналитика, новости экономического сотрудничества, мониторинг инфраструктуры и другие экспертные мнения аналитиков еженедельно публикуются в телеграм-канале Евразийского банка развития: t.me/eabr_bank.

© Евразийский банк развития, 2025

СОДЕРЖАНИЕ

ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА	3
Врезка 1. Способны ли прямые иностранные инвестиции сохранить роль драйвера роста в мире?	5
РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ	8
Врезка 2. Экономика Армении в 2020–2024 гг.: рост, трансформация и устойчивость.....	10
Таблица 1. Экономические показатели Армении	15
РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ	16
Таблица 2. Экономические показатели Беларуси	18
РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН	19
Таблица 3. Экономические показатели Казахстана	21
КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА	22
Врезка 3. Новые ориентиры экономического развития Кыргызской Республики.	24
Таблица 4. Экономические показатели Кыргызстана.....	26
РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ	27
Врезка 4. Рынок труда в России: устойчивый дефицит кадров – новая нормальность?	30
Таблица 5. Экономические показатели России	33
РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН	34
Врезка 5. Переводы физических лиц: как долго экспорт труда продолжит быть одним из ключевых факторов роста экономики Таджикистана?	36
Таблица 6. Экономические показатели Таджикистана	39
РЕСПУБЛИКА УЗБЕКИСТАН	40
Таблица 7. Экономические показатели Узбекистана	42
Таблица 8. Основные экономические показатели государств – участников ЕАБР	43
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	45
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	47

ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА РЕГИОН

Основные показатели мировой экономики пока положительные, но опережающие индикаторы противоречивы. Инфляция остается выше цели, поэтому центробанки ведущих экономик не могут быстро снижать процентные ставки. Мы считаем, что мировая экономика будет постепенно замедляться, как и предполагалось в июньском [Макроэкономическом прогнозе](#).

Экономика США продолжает расти умеренными темпами. Во II квартале 2025 г. ВВП увеличился на 2,1% по сравнению с прошлым годом (в I квартале было 2% г/г). В квартальном сравнении рост ускорился до 3,3% кв/кв (с устранением сезонности в годовом выражении).

Главный двигатель роста – потребительские расходы. Во II квартале они выросли на 2,4% г/г, но темпы замедляются. Причины:

- Рост зарплат в реальном выражении стал меньше (0,9% г/г против 1,2% г/г в I квартале).
- Рынок труда ухудшился: число занятых снизилось на 1% с начала года, [безработица выросла](#) до 4,3% – максимум с 2021 г.
- Долговая нагрузка населения [рекордная](#) – 18,4 трлн долл. Расходы на обслуживание кредитов [вернулись](#) на допандемийный уровень (более 11% доходов), просрочки по кредитным картам достигли 12,3% – максимум с 2011 г.

Инвестиции во II квартале [снизились](#) на 0,1% г/г впервые с начала 2023 г. Это произошло из-за сокращения запасов после их роста в начале года (ожидался рост цен на импорт из-за тарифов).

Опережающие индикаторы деловой активности противоречивы. Индекс PMI от S&P в промышленности поднялся до 53,3 – максимум с 2022 г. Но индекс [ISM PMI](#) остается ниже 50 уже полгода (48,7 в августе), что показывает сокращение производства и занятости. Это подтверждает неопределенность в прогнозах для промышленности.

Еще одна проблема – госдолг. Расходы на его обслуживание в 2025 г. [могут превысить](#) 18% от доходов бюджета. Это ограничит возможности для расходов на другие цели. В этих условиях мы ожидаем в текущем году более низких темпов роста экономики США по сравнению с 2024 г.

Рост экономики еврозоны замедлился. Во II квартале 2025 г. ВВП увеличился на 1,4% г/г против 1,5% г/г кварталом раньше. В квартальном сравнении рост упал до 0,4% кв/кв (с устранением сезонности в годовом выражении) – это минимум с начала 2024 г. Но есть признаки оживления: индекс [PMI](#) в августе поднялся до 51,1 пункта – максимум за 15 месяцев. Промышленность тоже показывает улучшение: [PMI](#) впервые с 2022 г. превысил нейтральный уровень 50 пунктов.

На рост экономики влияют торговые риски из-за тарифной политики США. Несмотря на подписание торгового соглашения, [бизнес-настроения](#) в Европе остаются ниже нормы.

Китайская экономика сохраняет высокий темп. Во II квартале 2025 г. ВВП вырос на 5,4% г/г. Растут промышленность (+6,5% г/г) и услуги (+5,7% г/г). Производство поддерживают экспорт, внутренний спрос и госпрограммы, в том числе trade-in для бытовой техники и поддержка высокотехнологичных отраслей. В июле выпуск оборудования вырос на 8,4% г/г, интеллектуального оборудования для транспортных средств – на 21% г/г, промышленных роботов – на 24% г/г.

Риски замедления промышленности в Китае сохраняются. [PMI](#) в промышленности остается ниже 50 пунктов (49,4 в августе). Причина – сокращение заказов, особенно экспортных. Часть клиентов закупалась заранее, в январе – марте, из-за тарифов. Тем не менее рост ВВП Китая по итогам года [ожидаем](#) около 5% благодаря внутреннему спросу.

Инфляция в развитых странах остается выше целей. В США инфляция в августе [составила](#) 2,9% г/г, а в [еврозоне](#) – 2,1%. Энергоносители дешевеют, что помогает замедлить общий рост цен. Но базовая инфляция в США ускорилась до 3,1% г/г, а в еврозоне – 2,3%, что говорит о сохранении проинфляционного давления.

Центральные банки развитых стран не снижали ставки в июле – августе. Причина – риск роста цен. ЕЦБ сделал паузу: инфляция близка к цели, а экономика держится стабильно. Мы думаем, что ставки в еврозоне не изменятся до конца года. ФРС тоже ждет. Инфляция в США все еще высокая, но есть признаки замедления экономики: хуже рынок труда и рынок кредитования. Поэтому уже в сентябре ФРС может снова начать снижать ставку. До конца года ожидаем два снижения по 0,25 п.п. – до уровня 3,75% – 4%.

Мировая экономика сейчас нестабильна. Влияют геополитика и разделение стран на блоки. Это уменьшает мировую торговлю и потоки инвестиций. **Прямые иностранные инвестиции падают второй год подряд,** меняются их направления. Это усиливает фрагментацию мировой экономики (**врезка 1**).

Высокая степень неопределенности в мировой экономике уже привела к снижению цен на ряд товаров, которые являются важнейшими экспортными статьями государств – участников ЕАБР. В свою очередь, снижение цен и необходимость постоянно перестраивать логистические цепочки, обусловленная тарифной политикой США, стали причинами сокращения экспорта почти у всех стран в регионе операций Банка. Снижение экспортной выручки – значимый фактор, сдерживающий возможности для расширения экономики.

Вместе с тем государства – участники ЕАБР продолжают активно создавать новые источники роста. Темпы роста инвестиций в большинстве стран (в Армении, Беларуси, Казахстане, Кыргызстане и Таджикистане) остаются двузначными. Рост инвестиций формируется как за счет внутренних источников, так и благодаря внешнему финансированию, в том числе ПИИ. Это говорит о высокой адаптивности стран региона к новым реалиям – в частности, к изменениям мировой экономики.

Врезка 1. Способны ли прямые иностранные инвестиции сохранить роль драйвера роста в мире?

Значимость прямых иностранных инвестиций в объеме мировой экономики за последние десять лет снизилась почти в два раза: с 2,7% мирового ВВП в 2015 г. до 1,4% в 2024 г. Среднегодовой приток мировых прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в 2023–2024 гг. составил 1,5 трлн долл., сложившись примерно на среднем уровне 2011–2019 гг. в 1,6 трлн долл. (рисунок 1). То есть экономики росли гораздо быстрее, чем инвестиции, поэтому, несмотря на сохранение объемов в номинале, ПИИ по отношению к ВВП значительно сократились. Более того, рост глобальных ПИИ на 4% в 2024 г. обеспечен преимущественно посредническими операциями¹ (conduit financial flows).

Мировые ПИИ, за исключением указанных волатильных финансовых потоков, сократились на 11% – до 1,5 трлн долл. в 2024 г. Спад наблюдается второй год подряд (UNCTAD, 2025). В 2024 г. показатель² снизился, преимущественно из-за сокращения объема вложений в развитые экономики Европы (–58%), отрицательный вклад которых составил 15,4 п.п. (рисунок 2). ПИИ сократились более чем в половине стран ЕС, наибольшее снижение отмечено в Германии (–89%), Испании (–39%), Италии (–24%) и Франции (–20%). Увеличение притока ПИИ в Северную Америку на 23% г/г смягчило сокращение объема вложений в развитые экономики Европы. В результате спад ПИИ без учета посреднических операций в развитые экономики составил 22% по итогам 2024 г.

Рисунок 1. Динамика мирового притока ПИИ (с учетом волатильных финансовых потоков)



Рисунок 2. Вклад регионов в рост притока глобальных ПИИ (без учета волатильных финансовых потоков) в 2024 г.



Источник: UNCTAD, расчеты аналитиков ЕАБР.

¹ Европейские страны, включая Ирландию, Люксембург, Нидерланды и Швейцарию, в которых статистика ПИИ значительно зависит от финансовых потоков, фиксировали значительные колебания и отрицательные показатели в 2023–2024 гг. Уменьшение отрицательных показателей в 2024 г. оказало чистый положительный эффект на мировые потоки в размере около 230 млрд долл. США.

² Далее по тексту приведены ПИИ за исключением посреднических операций.

Стагнация притока ПИИ в развивающиеся рынки (+0,1%) в 2024 г. объясняется снижением прямых иностранных инвестиций, направляемых в Китай (–2,8 п.п.) и в регион Латинской Америки и Карибского бассейна (–1,4 п.п.).

При этом в странах Африки и Азии поступающие ПИИ распределяются неравномерно. Так, рост капиталовложений в страны Африки на 75% связан с реализацией инфраструктурных проектов в Египте, тогда как приток ПИИ в остальные страны континента вырос на 12%. В странах Азии рост показателя сформирован преимущественно за счет стран АСЕАН (+10%) и ОАЭ (+49%).

ПИИ в 2024 г. ниже среднесрочных трендов по целому ряду показателей. Рост числа новых проектов (greenfield investments) замедляется второй год подряд (+2,9% в 2024 г., 4,9% – среднегодовой рост за период 2004–2024 гг.). При этом стоимостной объем ПИИ, направляемых в новые проекты в 2024 г., снизился на 5%. Объем трансграничных слияний и поглощений (M&As) в 2024 г. (443 млрд долл.) также остается ниже среднего показателя за последнее десятилетие (555 млрд долл.). В международном проектом финансировании (International project finance), критически важном для крупномасштабной инфраструктуры и развития, зафиксировано наиболее резкое падение – на 26%.

Описанная выше динамика указывает на структурный сдвиг в сторону национальных и внутрирегиональных инвестиционных стратегий. Сделки все чаще перемещаются на региональные рынки на фоне ужесточения правил и роста геополитической напряженности. Прямые иностранные инвесторы все больше склонны рассматривать возвращение производств в свои страны как инструменты хеджирования растущих политических рисков и усиления контроля со стороны регулирующих органов и роста глобальной неопределенности.

Ранее мы уже [отмечали](#), что одним из последствий фрагментации мировой экономики является переформатирование потоков прямых иностранных инвестиций ([ЕАБР, 2024](#)) с отклонением от оптимального распределения ресурсов. В результате перехода к политике friend- и nearshoring³ **доля прямых инвестиций между странами с несовпадающими интересами во внешней политике снизилась с 23% от общего объема международных ПИИ в 2013 г. до 13% в 2022 г.** Одна из причин этого – эскалация торговой напряженности, начавшаяся в 2019 г., что подчеркивает ее геополитический характер. В результате доля инвестиций между странами с близкими внешнеполитическими повестками растет быстрее, чем инвестиции между географически близкими странами ([Gopinath et al., 2024](#)). Другой причиной нарастающей фрагментации является усиление напряженности в борьбе за лидерство в международной стандартизации новых технологий между Китаем и странами Запада. Это приводит к росту протекционизма в мире и появлению такого явления, как «цифровое разобщение». В последующем развивающиеся экономики могут столкнуться с выбором между экономической привлекательностью китайских технологий и политическим давлением со стороны западных стран ([ECSSR, 2024](#)).

Как результат, разрыв недофинансирования критически важных секторов для достижения Целей устойчивого развития расширяется. Инвестиционные потоки в инфраструктуру развивающихся стран в 2024 г. сократились на 35%, в

³ Политика friend- и nearshoring^a – переформатирование экономических связей с целью обеспечения себя рынками сбыта и источниками сырья и промежуточных товаров в политически дружественных или сохраняющих нейтралитет странах и регионах для повышения безопасности поставок.

возобновляемые источники энергии – на 31%, в водоснабжение и санитарию – на 30%, а в агропродовольственный сектор – на 19%.

В этих условиях страны наращивают усилия, направленные на повышение внутреннего потенциала, чтобы эффективно использовать внутренние инвестиционные ресурсы. Немаловажную роль играет участие государства, особенно в реализации такой формы сотрудничества, как государственно-частное партнерство, позволяющее эффективно объединять ресурсы и разделять риски. Также растет актуальность углубления сотрудничества многосторонних банков развития в предоставлении несuverенного финансирования ([ЕАБР, 2025](#)).

Евгений Винокуров,
Главный экономист ЕАБР

РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ

Рост экономики Армении ускорился в начале второго полугодия на фоне восстановления положительной динамики в промышленном секторе. Инфляция находилась вблизи целевого диапазона в феврале – августе. Центральный банк сохранял ставку рефинансирования на уровне 6,75% в течение восьми месяцев – после снижения в начале года.

ВВП Армении вырос на 5,6% по итогам первого полугодия 2025 г. Наибольший вклад в рост ВВП внесли сектор услуг (финансовая деятельность, информация и связь), а также строительство (увеличились соответственно на 17,3%, 18,3% и 20,8% г/г). Потребительские расходы домашних хозяйств и инвестиции были основными драйверами со стороны спроса (рост соответственно на 11,5% и 25,9% г/г). Чистый экспорт повлиял отрицательно: экспорт товаров и услуг снизился на 43,7% г/г, импорт – на 36,1% г/г в первом полугодии 2025 г. Мы [прогнозируем](#), что в текущем году темпы роста экономики останутся высокими – ВВП увеличится на 5,5%.

Экономическая активность в Армении увеличилась на 9,1% г/г в июле 2025 г. Рост был обеспечен секторами услуг (+11% г/г), торговли (+3,8% г/г) и строительства (+26,1% г/г), а также улучшением показателей промышленности. По итогам семи месяцев спад в промышленном секторе сохранился, при этом в июле динамика выпуска восстановилась (+4,2% г/г) и стала положительной впервые с 2024 г. На деловую активность продолжают положительно влиять торговля и строительство на фоне роста ипотечного кредитования (на 28,7% г/г в июле 2025 г.). На внутренний спрос положительно повлияли высокие темпы роста кредитования населения (на 28,4% г/г в июле 2025 г.). Туристическая активность увеличилась на 2% г/г во II квартале 2025 г. после снижения на 11,3% г/г в предыдущем квартале. По мере восстановления положительной динамики в туризме и в промышленности показатели экономической активности во втором полугодии ускоряют рост, как и [прогнозировалось ранее](#).

В январе – июле 2025 г. приток трансграничных переводов в Армению увеличился на 9,2% г/г и составил 3,3 млрд долл.⁴ Рост обеспечили переводы из РФ и Великобритании. Вместе с тем за тот же период на 14,2% г/г увеличился отток – преимущественно в Швейцарию. Чистый приток некоммерческих переводов, включая переводы домашним хозяйствам и переводы трудовых мигрантов, вырос на 25,9% г/г в январе – июле 2025 г. после снижения в 2023 и 2024 гг., что способствовало повышению внутреннего спроса.

Инфляция в Армении составила 3,6% г/г в августе после 3,4% г/г в июле. Ускорились цены на непродовольственные товары (1,1% г/г после 0,1% г/г месяцем ранее) и в меньшей степени – цены на продовольствие

⁴ В 2022, 2023 и 2024 гг. приток трансграничных переводов физических лиц в Армению составил соответственно 5,1; 5,6 и 5,8 млрд долл. против 2,0 млрд долл. в среднем за год в 2019–2021 гг. Вместе с тем в 2023 и 2024 гг. усилился и отток.

(4,9% г/г в августе после 4,7% г/г месяцем ранее). Вместе с тем, замедлился рост цен на услуги (3,2% г/г после 3,6% г/г месяцем ранее). Мы [прогнозируем](#) сохранение роста потребительских цен вблизи цели ЦБ РА⁵ в текущем году.

Центральный банк Армении на заседании 5 августа сохранил ставку рефинансирования на уровне 6,75%. Инфляционные ожидания и рост цен на услуги в Армении стабилизировались. Вместе с тем выросли риски более сильного проинфляционного влияния – из-за внешнего сектора, а также из-за расширения внутреннего спроса. Это увеличивает вероятность повышения ставки к концу текущего и (или) в начале следующего года⁶. Мы [прогнозируем](#) сохранение ставки рефинансирования на текущем уровне до конца 2025 г.

В январе – июле текущего года стоимостные объемы экспорта и импорта снизились на 48,3% г/г и 35,8% г/г соответственно – из-за исчерпания положительного влияния внешней торговли драгоценными металлами⁷. Вместе с тем месячная динамика показывает замедление спада: в июле экспорт снизился на 10,8% г/г, а импорт – на 16,5% г/г. Показатели внешней торговли возобновят рост в IV квартале 2025 г. Без влияния фактора торговли драгоценными и недрагоценными металлами рост объемов экспорта составил 9,3% г/г, а импорта 8,6% г/г в январе – июле текущего года.

Баланс государственного бюджета сформировался с дефицитом в размере 0,6% ВВП в январе – июле 2025 г.⁸ (в аналогичном периоде 2024 г. дефицит составил 0,5% ВВП). Доходы увеличились на 15,7% г/г, в то время как расходы – на 8,5% г/г. На 2025 г. уровень дефицита, запланированный правительством, составляет 5,5% ВВП – после 3,7% ВВП годом ранее. Это допускает умеренное ускорение роста государственных расходов в течение оставшейся части 2025 г. и дополнительное стимулирование внутреннего спроса.

Уровень международных резервов достиг 4,0 млрд долл. в июле 2025 г. (близко к историческому максимуму 2023 г. – 4,2 млрд долл.), что способствовало росту уверенности участников валютного рынка в устойчивости экономики и, как следствие, в стабильности национальной валюты. Курс армянского драма за январь – июль 2025 г. укрепился к доллару США на 1,2% г/г, а к евро и российскому рублю ослаб на 0,6% и 4,6% г/г соответственно. Дополнительную поддержку курсу оказали возобновление роста туристической активности и усиление динамики денежных переводов.

⁵ Цель по инфляции ЦБ РА 3±1%.

⁶ [Monetary Policy Report 2nd quarter](#), стр. 35.

⁷ В конце 2023 г. и первом полугодии 2024 г. значительно увеличилась роль промышленного производства, что связано в первую очередь с увеличением производства и внешней торговли драгоценными и основными металлами, в частности – с импортом и переработкой золота и золотых изделий для дальнейшего экспорта.

⁸ По отношению к ВВП последних четырех кварталов.

Врезка 2. Экономика Армении в 2020–2024 гг.: рост, трансформация и устойчивость.

В 2020–2024 гг. экономика Армении демонстрировала устойчивый рост, сопровождаемый структурной трансформацией и укреплением макроэкономической стабильности. Значительно вырос сектор услуг – в первую очередь информационные технологии, финансы, а также строительство. Вклад промышленности и сельского хозяйства сократился. Экспорт увеличился почти в пять раз, при этом торговые потоки сместились в сторону России и ОАЭ, а структура экспорта – в сторону золота и ювелирных изделий. Наблюдались рост занятости и заработных плат в высокодоходных отраслях, снижение инфляции и сокращение государственного долга.

В 2020–2024 гг. экономика росла в среднем на 5,1% в год (без учета 2020 г. – 8,2%). Совокупный среднегодовой темп роста⁹ относительно 2019 г. составил 9%, ВВП на душу населения вырос с 4,6 до 8,6 тыс. долл.¹⁰

Инфляция ускорилась в среднем до 3,8% в год против 1,5% в 2015–2019 гг. Зарплаты заметно выросли, а безработица снизилась до 13,9% в 2024 г.¹¹ В 2020–2021 гг. инфляция была низкой из-за пандемии, в 2022 г. резко выросла вследствие восстановления экономики.

Рисунок 3. Вклад секторов экономики в прирост ВВП в среднем в 2014–2019 гг. и 2020–2024 гг.

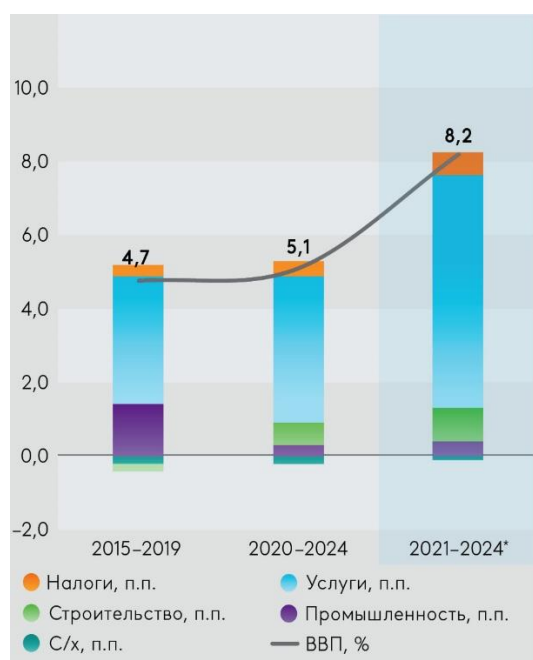


Рисунок 4. Вклад компонентов спроса в прирост ВВП в среднем в 2014–2019 гг. и 2020–2024 гг.



Источник: Армстат, расчеты аналитиков ЕАБР. *без учета кризиса 2020 г.

⁹ CAGR (compound annual growth rate) – показывает среднегодовой рост за весь период и, в отличие от обычного среднего значения, сглаживает волатильность данных, из-за которой среднеарифметический показатель может искажаться.

¹⁰ В 2019 г. страна перешла в категорию государств с доходами выше среднего согласно методу Атласа ВБ.

¹¹ 18% в 2019 г.

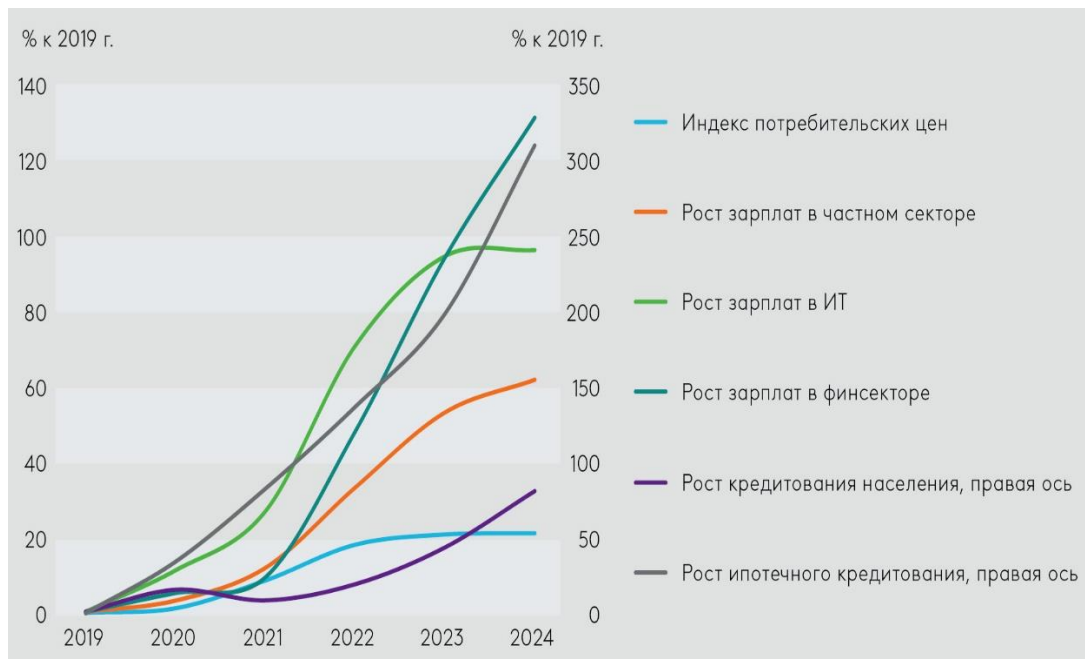
Рост экономики в 2020–2024 гг. сопровождался структурными сдвигами в пользу услуг (ИТ и финсектор) и строительства при снижении роли промышленности и сельского хозяйства. Повысилась также роль внешнего спроса¹² (рисунки 3 и 4).

Госдолг снизился с 67% ВВП в 2020 г. до 50% в 2024 г. благодаря сокращению дефицита, высокому росту ВВП и укреплению драма. Укрепились внешний баланс и международные резервы. Дефицит текущего счета платежного баланса составил в среднем 2,8% ВВП в 2020–2024 гг. против 3,8% в предыдущие пять лет.

Основной вклад в рост обеспечили сектор услуг (около 4,0 п.п. в год) и строительство (0,5 п.п.)¹³. Вклад промышленности снизился до 0,3 п.п. против 1,5 п.п. за предыдущие пять лет.

Доля услуг в ВВП выросла с 52,1% до 59,3%, из них ИТ – с 3,3% до 5,5%, финансовая деятельность – с 6% до 9,1%. Строительство укрепилось: его доля выросла с 6,4% до 7,1%, главным образом за счет жилищного строительства, объем которого увеличился с 28% до 45%. Из-за быстрого роста ипотечного кредитования (+33% в год) к 2019 г. объем ипотечных кредитов вырос на 310%, значительно опередив общий рост кредитования населения (рисунок 5).

Рисунок 5. Динамика ИПЦ, кредитования и зарплат к 2019 г.



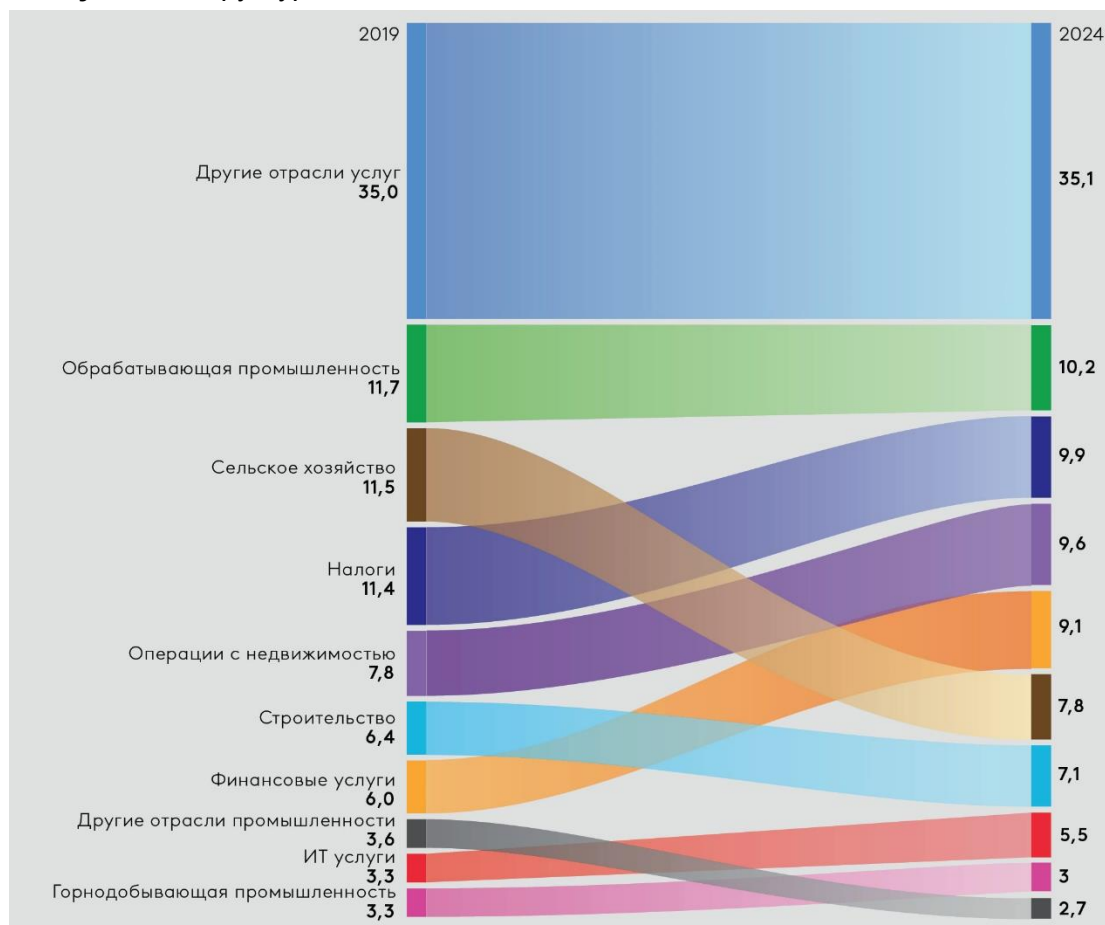
Источник: Армстат, расчеты аналитиков ЕАБР.

Доли промышленности и сельского хозяйства сократились: промышленность – с 18,6% до 15,9%, сельское хозяйство – с 11,5% до 7,8% ВВП (рисунок 6).

¹² Подробнее см. [Макроэкономический обзор ЕАБР. Октябрь 2024. Врезка 2.](#)

¹³ Для сравнения: в 2015–2019 гг. – вклад соответственно 3,4 и –0,2 п.п.

Рисунок 6. Структура экономики в 2019 и 2024 гг., % ВВП



Источник: Армстат, расчеты аналитиков ЕАБР.

Рост экономики поддерживался внешним спросом, инвестициями и в меньшей степени потреблением. Чистый экспорт обеспечил около 2,0 п.п. роста, инвестиции – 2,2 п.п., а потребление домашних хозяйств снизилось до 0,6 п.п.¹⁴ из-за пандемии, полностью восстановившись только в 2024 г.

Потребительский спрос поддерживался ростом зарплат (среднегодовой рост составил 9,6% против 4,3% в 2014–2019 гг.), переводов и кредитования. В 2024 г. зарплат в частном секторе были на 61% выше уровня 2019 г. Наибольший рост показали финансы и страхование (+131%), ИТ (+96%), отдых и развлечения (+100%). Потребительские цены выросли на 21% по сравнению с 2019 г. Рост потребительских кредитов замедлился в среднем до 9,7% против 16,4% в 2014–2019 гг. из-за снижения заемной активности в 2020–2021 гг.

Экономический рост сопровождался значительным увеличением экспорта, главным образом за счет экспорта золота и переориентации рынков на Россию. С 2022 г. экспорт услуг – ИТ и туризм – также поддержал внешний сектор. С 2020 по 2024 г. экспорт вырос с 2,6 млрд до 13,1 млрд долл. благодаря наращиванию экспорта в Россию и резкому росту экспорта золота и ювелирных изделий в конце 2023 – начале 2024 г. Импорт увеличился, и общий объем внешней торговли товарами в 2024 г. достиг 30,2 млрд долл. против 8,1 млрд в 2019 г. Торговый дефицит вырос с 2,9 млрд до 3,9 млрд долл. (рисунок 7).

¹⁴ В 2014–2019 гг. их вклад составлял соответственно 0,8 п.п., 0,3 п.п., 3,4 п.п.

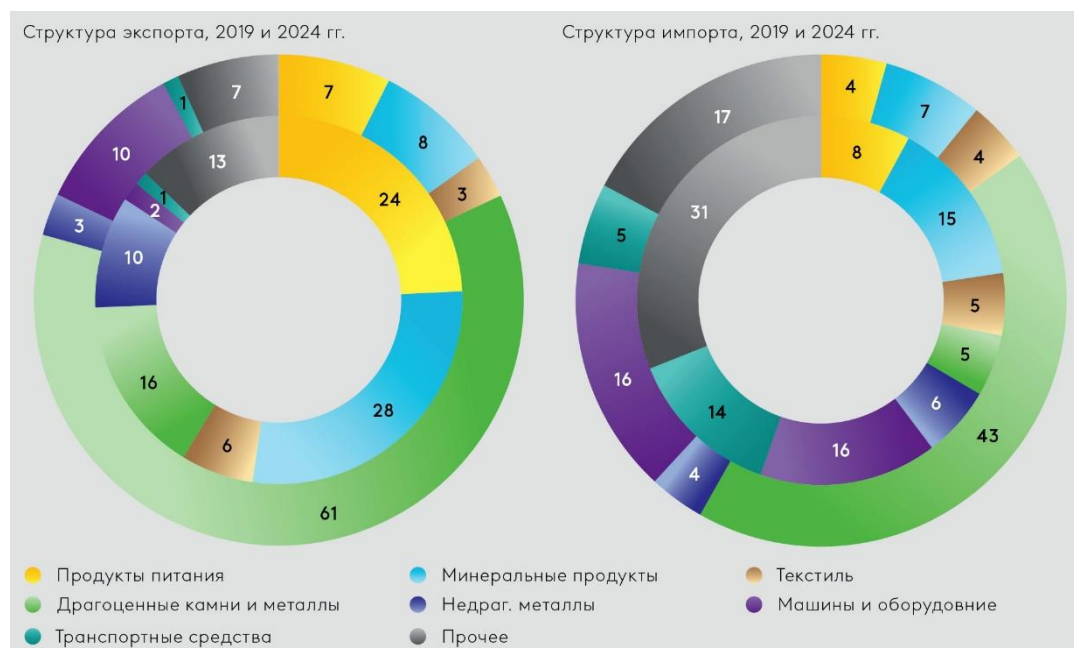
Рисунок 7. Баланс торговли услугами, % ВВП



Источник: Армстат, расчеты аналитиков ЕАБР.

В экспортной корзине к 2024 г. доминируют драгоценные камни и металлы (56,5%) и машины с оборудованием (10,1%)¹⁵. География торговли сместилась: доля России выросла с 27,3% до 41%, доля ОАЭ – с 1,3% до 18%, доля ЕС снизилась с 21,2% до 8% (рисунки 8А и 8Б).

Рисунок 8А. Структура внешней торговли в 2019 и 2024 гг., % всего

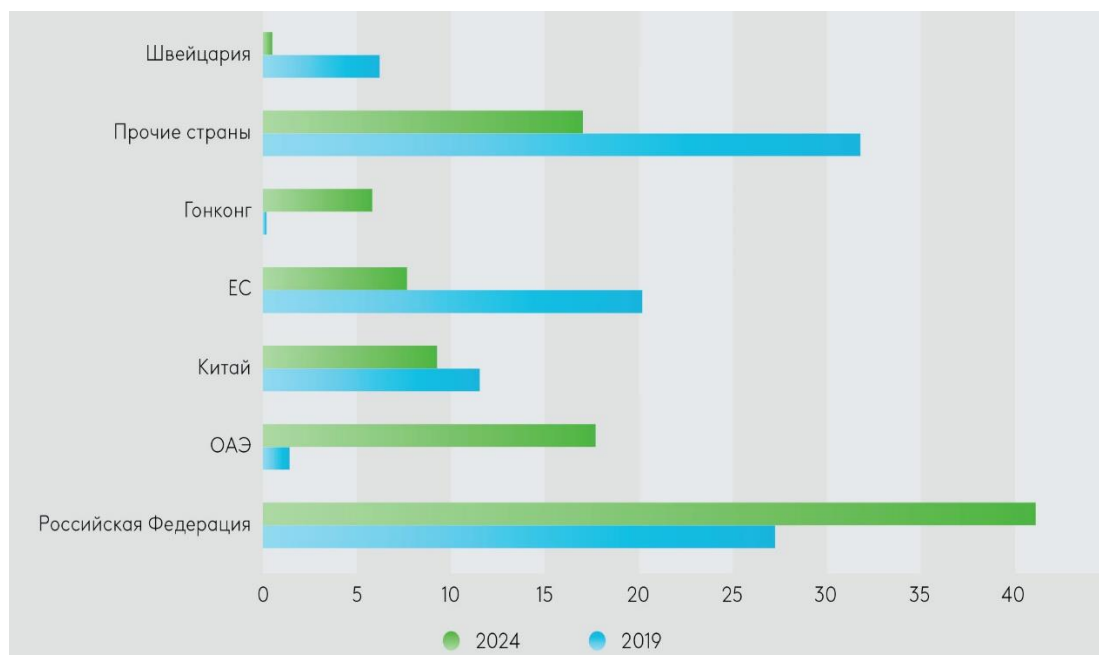


Примечание: 2024 г. соответствует внешнему кольцу, 2019 г. – внутреннему.

Источник: Армстат, расчеты аналитиков ЕАБР.

¹⁵ В 2019 г. лидировали минеральные продукты (28%) и продукты питания (24%).

Рисунок 8Б. Структура внешней торговли по торговым партнерам в 2019 и 2024 гг.



Источник: Армстат, расчеты аналитиков ЕАБР.

Армения продемонстрировала быстрый и стабильный рост в 2020–2024 гг. Расширились сферы услуг, в частности ИТ и финансов, а также строительства, поддержанного ростом ипотечного кредитования. В дальнейшем возможности для наращивания экономического потенциала Армении связаны с диверсификацией экспорта, способностью адаптироваться к внешним вызовам, укреплением промышленного производства (включая агропромышленность и агротехнологии), а также привлечением инвестиций в ИТ, финансы и инфраструктуру.

Таблица 1. Экономические показатели Армении

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Показатель экономической активности, прирост в % г/г	2024	11,4	17,2	15,2	13,0	6,6	8,0	7,2	6,4	7,9	5,6	1,5	4,7
	2025	7,4	2,1	4,0	5,7	10,7	9,0	9,1					
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2024	19,3	37,3	30,9	16,6	6,9	1,3	2,2	2,1	4,6	5,3	-19,0	-14,8
	2025	-10,4	-26,6	-16,9	-8,7	-5,9	-1,2	4,2					
Объем продукции сельского хозяйства (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024			3,7			4,0			1,8			1,6
	2025			10,5			7,3						
Объем выполненных строительных работ, прирост в % г/г	2024	9,5	11,7	13,1	17,8	18,1	18,0	17,7	16,5	14,7	13,5	11,6	12,9
	2025	11,6	12,7	15,5	17,9	22,2	22,6	26,1					
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2024	4,1	10,0	12,9	12,3	11,7	10,9	8,0	5,5	6,1	5,1	5,4	5,9
	2025	4,7	5,1	5,2	6,3	3,5	2,8						
Инфляция, % г/г	2024	-0,9	-1,7	-1,2	-0,7	0,3	0,8	1,4	1,3	0,6	0,6	1,4	1,5
	2025	1,7	2,5	3,3	3,2	4,3	3,9	3,4					
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млн долл. США	2024	-395,5	-239,6	-250,0	-211,2	-260,2	-344,8	-429,0	-315,0	-304,0	-408,6	-442,6	-374,1
	2025*	-390,4	-311,9	-399,1	-381,7	-427,9	-228,2	-307,4					
Экспорт товаров, млн долл. США	2024	949,8	1635,7	1861,9	1664,4	962,8	864,1	825,2	989,4	868,1	946,3	767,1	757,4
	2025*	522,7	540,4	648,5	724,4	590,6	780,3	738,8					
Импорт товаров, млн долл. США	2024	1345,3	1875,3	2111,9	1875,6	1223,0	1208,9	1254,2	1304,4	1172,1	1354,9	1209,7	1131,5
	2025*	913,1	852,3	1047,6	1106,1	1018,5	1008,5	1046,2					
Трансграничные переводы физических лиц в РА в драмах, прирост в % г/г	2024	-4,5	-40,9	-5,2	-0,4	-4,2	-1,5	29,2	7,1	-9,5	-1,6	7,3	77,2
	2025	2,9	11,7	-5,7	9,3	27,7	2,4	8,6					
Среднемесячный курс драма к долл. США	2024	405,0	404,3	400,4	391,0	387,8	388,1	388,1	388,1	387,4	387,2	389,0	396,6
	2025	397,9	395,6	392,8	390,7	386,6	384,2	384,1					
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Ставка рефинансирования (на конец месяца), %	2024	8,75	8,75	8,50	8,25	8,25	8,00	7,75	7,75	7,50	7,25	7,25	7,00
	2025	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75				
Денежный агрегат M2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	21,4	21,3	18,8	17,7	17,3	15,8	15,6	15,2	16,8	17,4	16,9	19,0
	2025	19,0	18,2	19,8	22,4	20,3	22,2	21,4					
Кредиты коммерческих банков резидентам (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	21,7	21,7	19,7	19,9	20,0	20,3	19,9	22,1	23,2	23,4	24,5	27,1
	2025	28,2	27,6	29,4	30,4	29,1	29,9	29,3					
Доля необслуживаемых кредитов и займов в общем объеме кредитов и займов, %	2024	2,4	2,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
	2025	1,2	1,5	1,5	1,4	1,3	1,3						
Фискальный сектор													
		янв	янв - фев	янв - мар	янв - апр	янв - май	янв - июн	янв - июл	янв - авг	янв - сен	янв - окт	янв - ноя	янв - дек
Баланс государственного бюджета, млрд драмов	2024	68,6	3,8	-0,9	46,3	-0,1	11,0	-58,0	-84,6	-73,0	-211,5	-232,2	-376,1
	2025	100,0	71,6	21,2	60,9	-23,2	-39,2						
Доходы государственного бюджета, млрд драмов	2024	184,4	324,4	525,0	863,4	1029,0	1243,7	1437,3	1624,0	1860,4	2073,4	2268,9	2579,2
	2025	238,6	393,2	597,4	992,2	1179,7	1433,1						
Расходы государственного бюджета, млрд драмов	2024	115,7	320,7	525,9	817,1	1029,1	1232,7	1495,3	1708,6	1933,4	2284,9	2501,1	2955,3
	2025	138,5	321,6	576,2	931,3	1202,9	1472,3						

Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов
* предварительные данные

РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

Рост экономики продолжает поддерживать повышенный потребительский спрос на фоне увеличения доходов населения и расширения кредитования. На высоком уровне сохраняется рост инвестиций. Инфляция остается выше цели в условиях выравнивания уровней потребительских цен с Россией и повышенного внутреннего спроса. Национальный банк повысил ставку рефинансирования, чтобы ограничить потребительский импорт и снизить интенсивность инфляционных процессов.

Экономика Беларуси выросла на 1,3% г/г в январе – июле 2025 г. после 2,1% г/г в январе – июне. Динамику ВВП поддерживают сектора, ориентированные на внутренний спрос. Розничный товарооборот вырос на 8,6% г/г за январь – июль, преимущественно за счет роста спроса на непродовольственные товары (+13,9% г/г). Сохраняются высокие темпы роста в строительстве: добавленная стоимость увеличилась на 10,2%, обеспечив 0,5 п.п. прироста ВВП. Восстанавливается сектор информационных технологий: добавленная стоимость по виду деятельности «информация и связь» выросла на 4,2% г/г.

Объем выпуска в промышленности снизился на 0,3% г/г за январь – июль 2025 г. Ключевым фактором стало сокращение поставок на внешний рынок на фоне замедления роста спроса у ключевого торгового партнера – России. Производство в сельском хозяйстве снизилось на 12,7% г/г в январе – июле 2025 г., главным образом вследствие смещения сроков уборки. Вместе с тем более высокий урожай, согласно оперативным данным, позволяет ожидать возврата к положительным темпам роста в сельском хозяйстве в ближайшие месяцы.

Потребительский спрос остается высоким. Его динамику поддерживает устойчивый рост реальных располагаемых доходов населения (+10,2% г/г по итогам первого полугодия 2025 г.), прежде всего за счет увеличения заработной платы. Дополнительную поддержку оказывает высокая кредитная активность. Задолженность по потребительским кредитам росла в среднем на 1,1% м/м в апреле – июле (после 1,7% м/м в среднем в I квартале 2025 г.).

Инвестиционная активность продолжает расширяться. Инвестиции в основной капитал за январь – июль 2025 г. выросли на 13,6% г/г. Высокие темпы роста инвестиций поддерживает политика властей. Обновление закона об инвестициях в 2024 г. привело к увеличению числа одобренных инвестиционных договоров. Сохранение льгот на импорт оборудования способствовало росту вложений в машины и оборудование – на них пришлось более 55% общего прироста инвестиций.

Реальная заработная плата выросла на 10,5% г/г за январь – июль 2025 г. Высокие темпы роста сохраняются на фоне повышения оплаты труда в бюджетном секторе (рост на 11,7% г/г за январь – июль).

Существенное влияние на рост оплаты труда оказал сохраняющийся спрос на рабочую силу со стороны компаний. На этом фоне безработица снизилась до исторического минимума – 2,6% во II квартале 2025 г.

Инфляция в Беларуси составила 7,4% г/г в июле 2025 г. после 7,3% г/г в июне. Ускорение инфляции отмечается в секторе услуг: до 7,6% г/г в июле после 7,1% г/г месяцем ранее, что связано с повышением регулируемых тарифов на жилищно-коммунальные услуги. Цены на продовольственные товары в июле росли темпами, близкими к уровню предыдущего месяца (+10,6% г/г после +10,5% г/г), при заметном снижении инфляции на сезонные овощи и фрукты (+14,5% г/г после +17,6% г/г). Несколько замедлилась инфляция непродовольственных товаров: 3% г/г в июле после 3,2% г/г в июне. Инфляционное давление остается повышенным, о чем свидетельствует динамика устойчивого компонента роста цен: базовая инфляция¹⁶ ускорилась до 7,6% г/г в июле после 7,4% г/г в июне. Ожидаем инфляцию на уровне 7,7% г/г по итогам 2025 г.

Национальный банк повысил ставку рефинансирования на 0,25 п.п. – до 9,75% годовых в конце июня 2025 г. – в условиях повышенного инфляционного давления. Для охлаждения кредитной активности регулятор также повысил ставки по основным инструментам поддержания ликвидности в июне 2025 г. и ужесточил денежно-кредитные условия за счет изменения расчетных величин кредитного риска в июле 2025 г.

Дефицит внешней торговли товарами и услугами составил 0,93 млрд долл. за январь – июнь 2025 г. (около 2,3% ВВП) по сравнению со сбалансированностью торговли в аналогичном периоде 2024 г. Дефицит сформировался из-за расширения отрицательного сальдо торговли товарами на 1,28 млрд долл. – до 2,77 млрд долл. в связи с ростом импорта на 2,8% г/г при сокращении экспорта на 3,6% г/г. Импорт увеличивается на фоне расширения внутреннего спроса, что выразилось в росте ввоза инвестиционных товаров на 12,1% г/г и потребительских на 17,5% г/г. Рост положительного сальдо внешней торговли услугами на 0,35 млрд долл. за январь – июнь 2025 г. – до 1,84 млрд долл. – частично компенсировал увеличение дефицита торгового баланса. Несмотря на расширение дефицита внешней торговли, предложение иностранной валюты за январь – июль 2025 г. превысило спрос на 0,8 млрд долл., что способствовало стабильности на валютном рынке.

Золотовалютные резервы Беларуси выросли на 3,5 млрд долл. с начала года и составили 12,4 млрд долл. на 1 сентября 2025 г., в очередной раз обновив исторический максимум. Рост во многом сформирован за счет резервных активов в иностранной валюте, объем которых вырос на 2 млрд долл. Положительное влияние оказало и увеличение стоимости золота в составе резервов на 1,4 млрд долл. на фоне роста мировых цен.

¹⁶ Часть инфляции, отражающая динамику цен без учета позиций, цены на которые подвержены влиянию административного и сезонного факторов.

Таблица 2. Экономические показатели Беларуси

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	2,9	4,2	4,3	5,1	5,2	5,0	5,5	4,9	4,5	4,2	3,9	4,0
	2025	3,7	3,1	3,1	2,8	2,5	2,1	1,3					
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2024	5,4	8,8	5,3	11,3	9,2	2,6	9,9	4,3	0,8	4,4	-1,5	4,3
	2025	2,9	1,1	2,3	-0,7	-0,6	-3,2	-3,9					
Объем продукции сельского хозяйства, прирост в % г/г	2024	4,3	9,8	6,7	6,9	12,0	17,6	36,3	-15,9	-2,1	-5,6	4,2	6,8
	2025	3,3	-0,9	2,5	1,2	-9,1	-8,1	-31,9					
Инвестиции в основной капитал, прирост в % г/г	2024	3,3	3,9	5,9	24,2	7,8	2,4	11,7	1,3	10,2	18,9	-5,8	14,2
	2025	20,4	14,1	20,7	7,2	14,5	10,5	12,3					
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2024	9,9	15,4	14,0	9,4	12,4	8,6	13,0	13,2	10,8	12,1	11,5	12,1
	2025	12,2	7,8	12,0	7,7	6,9	7,3	6,9					
Реальные располагаемые денежные доходы населения (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	5,1	7,8	9,1	9,8	9,6	9,5	9,9	9,7	9,4	9,5	9,5	9,7
	2025	13,8	12,5	12,0	10,8	9,4	10,2						
Инфляция, % г/г	2024	5,9	5,6	5,6	5,6	5,7	5,8	5,5	6,1	6,0	5,9	5,5	5,2
	2025	5,2	5,6	5,9	6,5	7,1	7,3	7,4	7,2				
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млн долл. США	2024	-81	-238	-377	-351	-238	-59	-529	-127	-574	-479	-616	-1 034
	2025*	-443	-484	-561	-514	-277	-488						
Экспорт товаров, млн долл. США	2024	3 009	3 117	3 318	3 152	3 353	3 472	3 393	3 490	3 617	3 400	3 101	3 076
	2025*	2 680	2 940	3 331	3 168	3 183	3 278						
Импорт товаров, млн долл. США	2024	3 090	3 354	3 695	3 502	3 591	3 531	3 922	3 617	4 191	3 878	3 717	4 110
	2025*	3 123	3 424	3 892	3 682	3 460	3 766						
Сальдо в внешней торговли услугами, млн долл. США	2024	226	203	296	229	257	264	280	344	359	288	255	392
	2025*	211	232	324	318	384	369						
Среднемесячный курс белорусского рубля к доллару США	2024	3,173	3,227	3,230	3,259	3,219	3,188	3,177	3,154	3,191	3,287	3,388	3,465
	2025	3,458	3,305	3,163	3,097	3,014	2,984	2,950	2,983				
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Ставка рефинансирования (на конец месяца), %	2024	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50
	2025	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,75	9,75	9,75				
Денежный агрегат M2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	32,5	33,3	32,7	32,7	31,7	31,2	31,1	31,7	30,9	33,1	31,5	29,8
	2025	30,0	29,2	28,6	29,0	29,2	27,5	27,1	25,4				
Выданные новые кредиты в рублях (за месяц), прирост в % г/г	2024	29,6	34,9	27,6	29,4	20,7	13,2	30,0	11,1	21,0	21,4	20,1	39,5
	2025	25,5	14,5	0,3	0,7	8,5	32,7	6,0					
Задолженность по кредитам в рублях, выданным банками (на начало месяца), млрд руб.	2024	52,0	52,8	53,2	54,4	56,1	56,8	57,4	59,0	59,5	60,3	62,5	64,1
	2025	65,2	66,6	67,4	68,0	68,9	68,6	70,1	71,5				
Доля необслуживаемых активов банков в активах, подверженных кредитному риску (на начало месяца), %	2024	5,0	5,3	5,2	4,8	4,4	4,4	4,5	3,8	3,3	3,0	3,0	3,0
	2025	3,0	2,8	2,6	3,1	3,1	3,1	2,9	2,5				
Фискальный сектор**													
		янв	янв - фев	янв - мар	янв - апр	янв - май	янв - июн	янв - июл	янв - авг	янв - сен	янв - окт	янв - ноя	янв - дек
Сальдо бюджета центрального правительства, млрд руб.	2023	1,3	0,7	0,2	2,5	2,2	1,6	3,1	2,7	2,0	4,9	5,0	2,8
	2024	1,9	1,2	0,8	2,2	1,5	0,8	2,6	2,0	2,2	5,9	5,8	3,1
Доходы бюджета центрального правительства, млрд руб.	2023	5,2	8,8	13,0	20,0	24,4	29,0	35,4	39,7	44,2	52,4	57,4	63,5
	2024	6,1	10,7	15,6	23,3	28,5	33,7	41,1	46,0	51,6	60,8	66,9	73,5
Расходы бюджета центрального правительства, млрд руб.	2023	3,9	8,1	12,7	17,4	22,2	27,5	32,3	37,0	42,2	47,5	52,4	60,6
	2024	4,2	9,5	14,8	21,1	27,0	32,9	38,5	44,0	49,4	54,9	61,1	70,4

Источник: национальные ведомства, расчеты авторов

* предварительные данные

** данные о бюджете представляются после публикации Закона Республики Беларусь "Об утверждении отчета об исполнении бюджета" в июле года, следующего за отчетным

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

Экономика Казахстана набирает высокие обороты в условиях сильного внутреннего спроса. Инфляция замедлила темпы роста. Это дает основание Национальному банку взять паузу и удерживать базовую ставку на уровне 16,5%. Дефицит государственного бюджета снизился по сравнению с январем – июлем 2024 г. на фоне опережающего роста доходов.

Экономика Казахстана набирает высокие обороты. Темпы прироста ВВП ускорились до 6,3% г/г в январе – июле 2025 г. после 5% по итогам 2024 г. Основу роста составляет сильный внутренний спрос: инвестиции в основной капитал увеличились на 16,1% г/г, а объем внутренней торговли вырос на 8,4% г/г. Со стороны производства высокая активность отмечена в горнодобывающей промышленности (рост на 8,5% г/г), обрабатывающей (6,1% г/г) и в секторе транспорта и складирования (22,5% г/г).

В августе деловая активность сохранилась в зоне роста, согласно опросу НБ РК. При этом в производстве индекс поднялся до 53,8 (с 51,9 в июле), в сфере услуг и торговле отмечено ослабление роста: 51,4 и 51,3 (в июле – 52,3 и 52,9 соответственно). [Полагаем](#), что высокая инвестиционная активность сохранит роль драйвера роста экономики в оставшейся части года. Этому будут способствовать реализация Национального инфраструктурного плана и меры властей, направленные на раскрытие потенциала в несырьевых отраслях. Динамика в горнодобывающем секторе будет определяться вводом новых мощностей на месторождении Тенгиз, что будет существенно компенсировать влияние снижения цен на нефть. Ожидаем сохранения высоких темпов роста экономики до конца 2025 г.

Инвестиции в основной капитал в январе – июле 2025 г. увеличились на 16,1% г/г, а в несырьевой сектор¹⁷ – на 18,8% г/г. Такая динамика капиталовложений во многом (на 11,4 п.п.) определялась ростом затрат на строительно-монтажные работы зданий и сооружений. В отраслевом разрезе наибольший вклад внесли сектор образования (4,8 п.п.), обрабатывающая промышленность (3,8 п.п.), транспорт и складирование (3 п.п.).

Положительное сальдо торгового баланса сложилось на уровне 7,7 млрд долл. в январе – июне 2025 г. Годом ранее внешнеторговый профицит составил 11,3 млрд долл. Формированию показателя способствовало снижение стоимостных объемов экспорта на 7,1% г/г при росте импорта на 2,6% г/г. Снижение поставок за рубеж объясняется сокращением физического объема нефти и газа на 1,8% г/г и падением мировой цены на нефть на 15% (по сравнению со средним значением первого полугодия 2024 г.). Поддержку экспорту, как мы и [предполагали](#), оказал рост поставок продовольствия (преимущественно зерна) на 40% г/г.

¹⁷ За исключением инвестиций из государственного бюджета.

Увеличение импорта обусловлено возросшим стоимостным объемом машин и оборудования (+5% г/г) на фоне усиления инвестиционной активности.

Инфляция повысилась до 12,2% г/г в августе 2025 г. после 11,8% г/г месяцем ранее. Основная часть (около 75%) роста индекса потребительских цен объясняется удорожанием продовольствия на 11,7% г/г и платных услуг – на 15,3% г/г. В продуктовой корзине в августе продолжили проявляться эффекты усиления внешнего давления: в июле индексы цен ФАО на мясо и растительное масло обновили рекорды. В секторе услуг ключевую роль сыграло повышение тарифов на жилищно-коммунальные услуги и транспорт. Ослабление тенге на 5% за июль транслировалось в повышение цен на некоторые непродовольственные товары. Оцениваем действие указанных факторов как краткосрочное и ожидаем замедления годовой инфляции ближе к концу года. Этому также будут способствовать меры денежно-кредитной политики и [правительства](#), направленные на снижение роста потребительских цен. [Прогнозируем](#) инфляцию на уровне 11,9% г/г на конец 2025 г.

Национальный банк Республики Казахстан сохранил базовую ставку на уровне 16,5% на августовском заседании. Годовая инфляция замедлила рост. При этом наблюдается рост инфляционных ожиданий – до 14,2% г/г в июле 2025 г. после 12,6% г/г в июне. Дополнительное давление исходит со стороны внешнего сектора. [Полагаем](#), что текущий уровень базовой ставки сохранится до конца I квартала 2026 г.

Отрицательное сальдо государственного бюджета снизилось до 1,5 трлн тенге в январе – июле 2025 г. Годом ранее дефицит составил 1,7 трлн тенге. Рост доходов на 12,6% г/г обеспечен увеличением налоговых поступлений на 17,5% г/г и объема трансфертов из Национального фонда на 15,9% г/г. Неналоговые доходы снизились на 38,3% г/г на фоне высоких показателей годом ранее: в январе – июне 2024 г. отмечен 23-кратный рост поступлений по дивидендам. Расходы увеличились на 9% г/г преимущественно из-за наращивания объемов выплат на социальное обеспечение (+10,7% г/г) и на цели образования (+7,8% г/г) в рамках реализации мер государственной политики, направленной на обеспечение доступности образования.

В августе S&P повысило прогноз по суверенному кредитному рейтингу со «стабильного» до «позитивного», подтвердив для страны уровень «BBB-». Месяцем ранее Fitch подтвердило суверенный кредитный рейтинг на уровне «BBB», прогноз – «стабильный». Ключевыми факторами при принятии решений выступили высокий уровень золотовалютных резервов НБ РК и валютных активов Национального фонда, совокупный объем которых покрывает 17,3 месяца импорта товаров и услуг, а также низкий уровень государственного долга (22% ВВП). Улучшение прогноза связано с принятием нового Налогового кодекса, а также введением более строгих фискальных правил.

Таблица 3. Экономические показатели Казахстана

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	3,9	4,2	3,8	3,4	3,2	3,2	3,5	3,7	4,1	н/д	4,4	4,8
	2025*	3,8	5,4	5,8	6,0	6,0	6,2	6,3					
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2024	3,4	3,8	3,0	1,4	2,1	2,8	3,5	3,8	3,5	-2,5	3,7	3,8
	2025	2,3	9,4	8,5	6,2	5,8	7,2	8,9					
Объем продукции сельского хозяйства, прирост в % г/г	2024	0,5	4,1	2,5	3,5	1,4	6,4	4,4	3,6	23,1	18,0	19,3	21,3
	2025	3,8	2,5	4,6	4,4	4,1	2,9	3,6					
Объем выполненных строительных работ, прирост в % г/г	2024	12,8	12,8	18,3	4,6	0,4	11,7	9,4	10,2	15,8	11,1	11,7	25,3
	2025	12,7	12,9	19,5	14,4	13,4	23,2	18,4					
Инвестиции в основной капитал, прирост в % г/г	2024	0,6	14	-13,3	-16,8	-9,3	6,1	21,3	-0,5	2,4	12,6	11	32,8
	2025	0,2	0,7	16,5	35,9	32,4	22,1	2,9					
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2024	3,7	5,5	5,3	6,3	5,3	7,3	7,1	11,4	10,3	19,3	9,8	13,3
	2025	4,2	5,1	5,0	9,8	8,1	6,6	6,6					
Инфляция, % г/г	2024	9,5	9,3	9,1	8,7	8,5	8,4	8,6	8,4	8,3	8,5	8,4	8,6
	2025	8,9	9,4	10,0	10,7	11,3	11,8	11,8	12,2				
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млрд долл. США	2024	1,6	2,3	1,7	2,0	1,9	1,9	1,7	1,5	2,5	1,6	1,3	1,8
	2025*	1,1	1,4	1,0	0,9	1,6	1,7						
Экспорт товаров, млрд долл. США	2024	5,9	6,4	6,3	7,1	7,1	6,8	6,9	6,7	7,4	7,1	6,5	7,5
	2025*	5,1	5,6	5,6	6,4	7,0	7,1						
Импорт товаров, млрд долл. США	2024	4,3	4,1	4,6	5,2	5,2	4,9	5,2	5,2	4,9	5,4	5,2	5,7
	2025*	4,0	4,2	4,6	5,5	5,4	5,4						
Среднемесячный курс тенге к долл. США	2024	451,3	450,0	449,7	446,3	442,2	454,7	474,9	478,3	479,9	485,7	494,9	519,7
	2025*	524,7	506,0	498,0	514,6	511,8	514,7	528,8					
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Базовая ставка НБРК (на конец месяца), %	2024	15,25	14,75	14,8	14,75	14,75	14,50	14,25	14,25	14,25	14,25	14,25	15,25
	2025	15,25	15,25	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50				
Денежный агрегат М2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	16,1	18,8	15,7	16,3	15,8	16,6	21,1	18,8	18,9	19,9	19,7	19,9
	2025	19,4	18,4	17,9	20,5	20,4	19,0	16,6					
Кредитный портфель от банков второго уровня экономике (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	22,3	24,2	23,9	22,6	22,4	23,3	22,8	22,5	21,8	21,4	22,5	20,9
	2025	20,2	19,1	19,7	20,4	20,3	20,7	21,6					
Доля кредитов с просроченной задолженностью, %	2024	2,9	3,0	3,0	3,1	3,2	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	3,2	3,1
	2025	3,2	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5					
Фискальный сектор													
		янв	янв - фев	янв - мар	янв - апр	янв - май	янв - июн	янв - июл	янв - авг	янв - сен	янв - окт	янв - ноя	янв - дек
Баланс государственного бюджета, млрд тенге	2024	110	16	-271	-202	-260	-966	-1740	-1677	-2058	-2344	-2115	-3586
	2025	329	560	78	-76	-190	-998	-1525					
Доходы государственного бюджета, млрд тенге	2024	1646	4224	5994	8225	10687	12344	14529	17043	18986	21059	24296	27132
	2025	1969	5021	6964	9634	12491	14516	16361					
Расходы государственного бюджета, млрд тенге	2024	1521	4146	6143	8259	10727	13133	16025	18434	20732	23064	26133	30318
	2025	1599	4380	6728	9490	12375	15129	17462					

Источник: национальные ведомства, расчеты авторов

* предварительные данные

КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

Экономика Кыргызской Республики сохраняет высокий темп роста в условиях сильного внутреннего спроса. Инфляция повышается под действием временных факторов, а также роста потребления. Национальный банк повысил учетную ставку до 9,25%. Профицит государственного бюджета сформирован за счет роста налоговых поступлений.

Экономика Кыргызской Республики сохраняет высокий темп роста. ВВП увеличился на 11,5% г/г в январе – июле после 11,7% г/г в январе – июне 2025 г. Ключевую роль в поддержании динамики показателя продолжают играть инвестиции, объем которых вырос на 33,4% г/г. Это создает дополнительный импульс в строительном секторе (+37,8% г/г), промышленности (+11,3% г/г) и транспорте (+8,9% г/г).

Расширение потребительской активности сопровождается ростом реальной заработной платы (+11,5% г/г в январе – июне 2025 г.) и потребительского кредитования (+61,7% г/г в январе – июне 2025 г.). Так, внутренняя торговля увеличилась на 13,2% г/г, а объем услуг, предоставляемых гостиницами и ресторанами, – на 27,8% г/г.

Выпуск промышленного производства вырос на 11,3% г/г. Драйверами роста в секторе выступили предприятия пищевой промышленности (вклад 7,8 п.п.), производство прочих неметаллических продуктов (2,8 п.п.) и добыча металлических руд (1,7 п.п.). Указанные три вида производств суммарно обеспечили 45% динамики промышленности. Сдерживающее влияние оказывает снижение объемов производства основных металлов (на 1,4% г/г).

Сильная инвестиционная активность способствует диверсификации экономики. Наиболее динамично росли капиталовложения в обрабатывающую отрасль (рост в 1,8 раза по сравнению с январем – июлем 2024 г.), а также в деятельность гостиниц и ресторанов (в три раза). В конце лета 2025 г. запущено 67 промышленных объектов в рамках государственной политики, направленной на диверсификацию экономики ([МЭ КР, 2025](#)). По нашим [оценкам](#), инвестиционный импульс продолжит поддерживать экономику в оставшейся части года, в том числе за счет средств, предоставляемых международными институтами развития.

Снижение отрицательного сальдо торгового баланса. Дефицит внешней торговли товарами составил 4,9 млрд долл. в январе – июне 2025 г., это на 242,9 млн долл. меньше, чем в аналогичном периоде 2024 г. Стоимостной объем экспорта сократился на 26,3% г/г из-за снижения поставок основных металлов на 56,4% г/г и уменьшения реэкспорта средств наземного транспорта на 18% г/г. Импорт сократился на 9,4% г/г – здесь в первую очередь повлияло сокращение объема ввозимых машин.

Инфляция повысилась до 8,8% г/г в июле 2025 г. после 8,0% г/г месяцем ранее. Повышение годового роста индекса потребительских цен во многом связано с низкими показателями годом ранее: в мае – октябре 2024 г. инфляция оставалась в диапазоне 3–5%. Дополнительное влияние оказывают повышение тарифов на жилищно-коммунальные услуги и увеличение внешнего спроса на сельхозпродукцию. Указанные факторы носят временный характер, и их эффекты, по нашим оценкам, будут исчерпаны на горизонте до семи месяцев. Сгладить внутренние цены помогут временное административное регулирование оптовых цен на некоторые категории продовольствия и контроль над розничными ценами. С другой стороны, расширение потребительского спроса формирует более устойчивое давление на динамику инфляции, что может потребовать принятия дополнительных мер денежно-кредитной политики для сдерживания инфляции.

Национальный банк Кыргызской Республики повысил учетную ставку на 25 б.п. до 9,25% на июльском заседании и взял паузу в августе. Ускорение инфляции до 9,4% г/г по состоянию на 15 августа регулятор связывает с действием временных факторов, максимальный эффект которых пришелся на август. В последующие месяцы их влияние будет ослабевать, что позволит точнее определить степень давления внутреннего спроса на рост цен. Это внесет больше ясности при принятии решений относительно оптимального уровня жесткости денежно-кредитных условий, обеспечивающего баланс между устойчивым снижением инфляции и экономическим ростом. На наш взгляд, учетная ставка может быть повышена до 9,75% до конца 2025 г. с целью сдерживания внутреннего спроса.

Государственный бюджет исполнен с профицитом в размере 8,5% ВВП по итогам января – июня 2025 г. (6,6% ВВП годом ранее). Доходы увеличились на 38,6% г/г, что во многом объясняется ростом поступлений по сборам подоходного налога и налога на прибыль (на 37,3% г/г), а также таможенных платежей (в семь раз). Рост неналоговых доходов в 1,9 раза связан с увеличением доходов от собственности и получаемых процентов. Расходы в номинальном выражении увеличились на 35%. Основной рост бюджетных трат пришелся на сектор здравоохранения (в 5,6 раза) и экономические вопросы (в 2,9 раза), включая топливно-энергетический комплекс, сельское хозяйство, горнодобывающую промышленность.

Moody's подтвердило суверенный кредитный рейтинг Кыргызской Республики на уровне «В3» и повысило прогноз до «позитивного». Аналитики агентства отмечают, что меры властей по диверсификации экономики и активное инвестирование в инфраструктуру привели к повышению потенциальных темпов роста экономики. Это сопровождалось улучшением макроэкономических и фискальных показателей, в том числе в снижении уровня государственного долга с 64% ВВП в 2020 г. до 37% в 2024 г.

Врезка 3. Новые ориентиры экономического развития Кыргызской Республики.

Национальная программа развития Кыргызской Республики до 2030 г. (утверждена 5 июня 2025 г.) **нацелена на увеличение объема экономики в 1,7 раза за шесть лет.** Для повышения ВВП до 30 млрд долл. к 2030 г. запланировано обеспечить среднегодовой реальный экономический рост в 6–7%. *(В шестилетку доковидного периода, в 2014–2019 гг., ВВП КР увеличивался на 4,2% в среднем за год.)* При этом инклюзивность роста и повышение благосостояния граждан являются ключевыми приоритетами. Власти намерены **обеспечить переход в категорию стран с уровнем дохода выше среднего.** Это означает удвоение показателя ВВП на душу населения, то есть повышение этого показателя как минимум до 4,5 тыс. долл. к 2030 г.

Раскрытие инвестиционного потенциала видится ключевым драйвером преобразований: власти намерены **довести уровень капиталовложений до 20% ВВП к 2030 г.** с 16% ВВП в 2024 г.

Комплекс мероприятий охватывает различные сферы: экономика, социальное развитие, вопросы государственного управления. Четыре ключевых вектора развития включают в себя:

1. Индустриализация – формирование современной диверсифицированной промышленной базы.
2. Региональный хаб – использование потенциала транзитной площадки и логистического узла.
3. Сельское хозяйство и туризм.
4. Зеленая энергетика – развитие возобновляемых источников энергии.

Для международных финансовых институтов, ориентированных на поддержание долгосрочного развития экономики, интерес могут представлять следующие приоритетные направления.

Развитие дорожной и железнодорожной сети. В этом направлении одним из капиталоемких проектов является строительство железной дороги Китай – Кыргызстан – Узбекистан. [По мере реализации](#) новая линия войдет в состав трансконтинентального евразийского маршрута, связывающего Китай, Центральную Азию, Ближний Восток, Турцию и Европу за счет стыковок с МТК «Север – Юг» и ТРАСЕКА ([ЕАБР, 2024с](#)).

Развитие мультимодальных перевозок и цифровых логистических решений, а также углубление интеграции в международные транспортные коридоры. Власти ставят целью создание не менее 1 млн м² новых складских и логистических комплексов, развитие мультимодальных терминалов, сухих портов и аэропортов. Также страна намерена стать логистическим узлом в электронной коммерции между Китаем и другими странами Евразии. Решение этой задачи сопровождается глубокой технологической интеграцией сектора электронной коммерции со смежными секторами. Это, в свою очередь, [потребует инвестиций](#) в создание новых технологий и стандартов для узлов логистической сети, включая центры обработки, сортировки, хранения, перевалки и переработки ([ЕАБР, 2024а](#)).

Расширение и модернизация ирригационных систем и эффективное использование водных ресурсов. Кыргызская Республика, как и другие [страны Центральной Азии](#), приближается к хроническому дефициту воды. При этом 93% воды в стране расходуется на ирригационные потребности ([ЕАБР, 2023](#)). Внедрение современных технологий полива, лазерной планировки земель, возделывания сельскохозяйственных культур могут быть ключевыми в обеспечении водной и продовольственной безопасности республики. Стоит задача модернизации инфраструктуры водоснабжения и водоотведения в городах и сельской местности ([ЕАБР, 2024b](#)).

Расширение и диверсификация генерирующих мощностей, в том числе за счет создания широкой базы возобновляемых источников энергии: малых и крупных гидро-, солнечных и ветровых станций. При этом власти намерены провести тарифную реформу с целью достижения самоокупаемости к 2030 г. с последующим выводом энергосистемы страны на рентабельность.

Решение указанных задач потребует значительных капиталовложений. Власти рассматривают возможности привлечения грантов и льготных кредитов от международных организаций, иностранных прямых инвесторов, а также финансирование на основе государственно-частного партнерства.

Таблица 4. Экономические показатели Кыргызстана

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	13,9	8,6	10,0	9,0	9,1	8,6	8,1	6,6	8,4	9,6	9,0	9,0
	2025*	10,6	10,7	13,1	11,7	12,3	11,7	11,5					
ВВП без Кумтора (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	12,4	11,6	11,2	10,7	10,8	10,7	10,1	8,3	9,7	10,8	10,3	10,3
	2025*	13,1	12,0	14,6	13,2	13,7	13,4	13,2					
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2024	24,6	2,6	-9,0	-3,5	3,5	-5,5	1,2	0,9	28,0	13,0	-1,1	12,4
	2025	10,7	17,7	18,3	9,8	13,5	10,6	10,6					
Объем продукции сельского хозяйства, прирост в % г/г	2024	1,5	1,7	3,0	3,9	3,8	6,6	13,4	9,1	5,3	2,0	12,9	2,9
	2025	1,8	2,4	3,0	3,5	3,5	6,0	-0,5					
Объем выполненных строительных работ, прирост в % г/г	2024	21,5	44,2	63,7	36,7	53,8	34,2	25,9	23,5	29,4	28,0	18,1	-11,5
	2025	19,6	4,6	114,1	14,5	35,4	28,1	19,8					
Инвестиции в основной капитал, прирост в % г/г	2024	25,6	64,5	77,4	37,1	50,4	42,5	51,8	81,8	27,2	36,6	33,5	-32,9
	2025	38,3	4,9	153,5	96,7	34,5	12,8	-1,5					
Оборот оптовой и розничной торговли, прирост в % г/г	2024	5,7	22,9	29,0	11,3	18,5	12,5	33,8	-19,1	51,7	20,5	7,4	13,1
	2025	20,7	8,2	-8,5	1,3	16,1	16,5	18,2					
Инфляция, % г/г	2024	5,9	5,1	5,2	5,2	4,6	4,5	4,1	3,8	4,9	4,8	5,7	6,3
	2025	6,7	7,0	6,9	7,1	8,0	8,0	8,8					
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млн долл. США	2024	-820	-908	-1081	-801	-800	-704	-662	-482	-250	-646	-571	-662
	2025*	-699	-743	-863	-827	-969	-801						
Экспорт товаров, млн долл. США	2024	189	141	212	253	297	263	294	536	591	379	353	321
	2025*	142	172	193	224	105	213						
Импорт товаров, млн долл. США	2024	1008	1048	1293	1055	1097	967	956	1017	841	1024	924	984
	2025*	842	915	1056	1051	1074	1014						
Денежные переводы физ. лиц, осущест. через сист. переводов, прирост в % г/г	2024	86,9	38,7	-16,9	-3,4	-11,2	46,8	12,6	108,9	60,4	3,5	0,8	3,7
	2025	-5,1	42,1	38,3	39,9	19,1	27,7						
Среднемесячный курс сом к долл. США	2024	89,2	89,4	89,5	89,1	88,3	87,2	85,1	85,1	84,4	85,3	86,3	86,9
	2025	87,3	87,4	87,0	87,1	87,5	87,4	87,4					
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Учетная ставка НБКР (на конец месяца), %	2024	13,00	13,00	13,00	11,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
	2025	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,25	9,25				
Денежный агрегат М2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	17,0	18,7	20,3	21,8	25,3	27,7	30,9	30,0	28,6	36,3	31,5	31,0
	2025	33,7	46,4	47,8	48,8	45,2	43,9	41,8					
Выданные кредиты (за месяц), прирост в % г/г	2024	56,7	28,4	30,3	38,7	33,1	27,1	51,1	26,2	34,0	41,7	53,7	61,2
	2025	44,0	62,3	48,6	79,4	37,6	35,5	22,9					
Доля кредитов с просроченной задолженностью, %	2024	9,5	9,7	10,5	11,9	12,0	12,1	11,9	12,1	11,3	11,5	11,1	10,8
	2025	10,8	10,9	10,7	10,7	10,9	10,7						
Фискальный сектор													
		янв	янв - фев	янв - мар	янв - апр	янв - май	янв - июн	янв - июл	янв - авг	янв - сен	янв - окт	янв - ноя	янв - дек
Баланс государственного бюджета, млрд сомов	2024	8,9	9,7	9,2	13,0	24,9	38,9	37,3	49,3	47,8	45,5	55,7	36,9
	2025	7,5	49,0	53,0	57,4	71,3	60,4						
Доходы государственного бюджета, млрд сомов	2024	28,8	56,0	89,1	126,4	170,2	220,8	253,5	299,0	334,0	373,0	420,9	464,0
	2025	36,0	118,9	160,7	212,3	261,2	306,0						
Расходы государственного бюджета, млрд сомов	2024	19,9	46,3	80,0	113,5	145,3	181,9	216,2	249,7	286,2	327,5	365,2	427,1
	2025	28,5	69,9	107,6	154,9	189,9	245,7						

Источник: национальные ведомства, расчеты авторов

* предварительные данные

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Темпы роста российской экономики продолжают замедляться на фоне охлаждения внутреннего спроса. Длительный период высоких процентных ставок обусловил повышение сберегательных настроений и снизил потребительскую активность. Замедление роста цен приобретает устойчивый характер, но сохраняющиеся проинфляционные риски со стороны рынка труда и расходов бюджета ограничивают возможности Банка России по быстрому снижению ключевой ставки.

ВВП увеличился на 1,1% г/г за январь – июль 2025 г. после роста на 1,2% в первом полугодии. Промышленное производство, бывшее ключевым драйвером экономики в 2022–2024 гг., замедляет темпы роста – увеличение выпуска составило 0,7% г/г в январе – июле после 1,4% г/г в январе – июне. Обрабатывающая промышленность по-прежнему остается драйвером роста (+3,3% г/г), однако динамика отраслей носит разнонаправленный характер. Высокие темпы наблюдаются в машиностроении (+9,8% г/г). Сохраняют положительную динамику химическая промышленность (+0,9% г/г) и нефтепереработка (+0,9% г/г). В то же время в секторах, ориентированных на внутренний спрос, наблюдается сокращение выпуска: пищевая промышленность снизилась на 1,1% г/г, легкая промышленность – на 4,1% г/г.

Показатели бизнес-климата указывают на постепенное охлаждение деловой активности. Индекс бизнес-климата, рассчитываемый Банком России, составил 2,1 п. в августе после 1,3 п. в июле. Несмотря на небольшой рост в августе, показатели заметно ниже средних уровней за I и II кварталы текущего года (4,6 п. и 4,1 п. соответственно). При этом оценки текущих бизнес-условий находятся в зоне сокращения на протяжении последних 13 месяцев в условиях снижения спроса. [Совокупный показатель PMI](#) опустился в июле до 47,8 п. – самого низкого значения с октября 2022 г. Снижение отмечалось как в промышленности, так и в секторе услуг. Некоторое улучшение индекса [PMI в промышленности](#) – до 48,7 п. в августе после 47 п. в июле – отражает лишь меньшую скорость снижения экономической активности в условиях сокращения числа новых заказов. Текущая динамика выпуска и опережающие индикаторы деловой активности свидетельствуют о замедлении роста внутреннего спроса, что говорит об уменьшении перегрева экономики.

Замедление роста внутреннего спроса отражается и в динамике потребления. Суммарный оборот розничной торговли, общественного питания и платных услуг населению составил 2,4% г/г за январь – июль, сохранившись на уровне января – июня. При этом квартальная динамика свидетельствует о замедлении потребления до 2,1% г/г во II квартале после 2,7% г/г в I квартале. Розничный товарооборот в России вырос на 2,1% г/г в январе – июле 2025 г., что заметно ниже темпов роста 2024 г. (7,7% в целом за 2024 г.). Охлаждение потребительской активности во многом стало

следствием изменившегося поведения населения, а именно роста сбережений под воздействием длительного периода высоких процентных ставок. Депозиты населения выросли на 22,1% г/г в июле 2025 г. (+11,9 трлн рублей) при росте номинальных заработных плат на 14,5% г/г за январь – июль 2025 г. Опережающие темпы роста депозитов по сравнению с ростом доходов говорят об увеличении склонности населения к сбережению.

Помимо замедления роста внутреннего спроса, на динамику выпуска сдерживающее влияние оказывают структурные факторы. В части производственных мощностей ситуация несколько улучшилась на фоне снижения спроса: их загрузка во II квартале 2025 г. снизилась примерно до 78,6%, что ниже исторических максимумов 2023–2024 гг. (около 81% в среднем). Однако это заметно превышает средний уровень 2017–2019 гг. (около 75%), когда инфляция устойчиво находилась вблизи цели. Другим сдерживающим фактором является низкий уровень обеспеченности кадрами. По данным мониторинга Банка России, баланс ответов предприятий остается существенно смещенным в сторону их дефицита, несмотря на увеличение количества занятых. При этом уровень безработицы с мая 2025 г. составляет 2,2%, находясь на историческом минимуме. С учетом демографической ситуации и трендов в области миграции можно ожидать, что проблема обеспеченности кадрами продолжит сдерживать расширение выпуска, тормозя потенциальный рост (врезка 4).

Положительное сальдо счета текущих операций платежного баланса России составило 25 млрд долл. в январе – июне 2025 г., сократившись на 17,1 млрд долл. по сравнению с аналогичным периодом 2024 г. Доходы от экспорта товаров и услуг в России превысили расходы на импорт на 36,6 млрд долл. по итогам первого полугодия 2025 г. Профицит внешней торговли товарами снизился на 19,2% г/г до уровня 57 млрд долл. К снижению показателя привело сокращение стоимостного объема экспорта (на 5,9% г/г) при незначительном росте импорта (на 0,9% г/г). Отрицательное сальдо в торговле услугами увеличилось на 4,6 млрд долл. Ключевым фактором стало расширение импорта услуг на 5,3% г/г при росте экспорта на 0,7% г/г за этот период. Расширение импорта во многом связано с увеличением трат россиян в зарубежных поездках, а также с ростом импорта строительных услуг. Чистый отток первичных и вторичных доходов сократился на 1,1 млрд долл. и составил 11,6 млрд долл. на фоне снижения начисленных доходов от инвестиций в пользу нерезидентов и сокращения денежных переводов физических лиц за границу.

Снижение поступлений по текущему счету не оказало значимого влияния на обменный курс российского рубля. В мае – августе обменный курс российской валюты формировался около 80 рублей за доллар США, чему во многом способствовало сокращение спроса на иностранную валюту со стороны населения. Объем покупок иностранной валюты физическими лицами за январь – июль 2025 г. упал на 40% г/г – до 584 млрд рублей. Кроме того, стабильности на валютном рынке

способствовали равномерные продажи со стороны экспортеров. Доля продажи иностранной валюты в среднем превышала 90% от экспортной валютной выручки ([Банк России, 2025](#)). В этих условиях Правительство России [обнулило норматив](#) обязательной продажи валютной выручки с 14 августа 2025 г. При этом накопленный девальвационный потенциал начал реализовываться. По состоянию на 12 сентября курс составил 85,7 рубля за долл., ослабившись на 6,6% по сравнению с концом августа. Дальнейшее уменьшение поступлений экспортной выручки на фоне снижения мировых цен создает условия для постепенного ослабления курса российского рубля в последующие месяцы. Мы ожидаем его значение около 95 рублей за долл. к концу года.

Инфляция в России продолжает замедляться. Темпы роста потребительских цен в годовом выражении снижаются уже четвертый месяц подряд, составив 8,1% г/г в августе после 8,8% г/г в июле. Рост цен на непродовольственные товары замедлился до 3,9% г/г в августе после 4,3% г/г в июле. На продовольственные товары и услуги рост цен сохраняется выше целевого уровня. Так, в сегменте продовольственных товаров инфляция составила 9,8% г/г в августе после 10,8% г/г в июле вследствие существенного замедления роста цен на плодоовощную продукцию (0,5% г/г против 7,3% г/г месяцем ранее). Цены на услуги выросли на 11,1% г/г после 11,9% г/г соответственно, их снижение ограничивает индексация тарифов на ЖКУ. При этом месячная базовая инфляция в годовом выражении находится на уровне, близком к цели Банка России, с апреля 2025 г. (4,3% в среднем за апрель — август), существенно снизившись с уровня около 9% в среднем за I квартал.

Банк России снизил ключевую ставку на 100 базисных пунктов – до 17% в сентябре после снижения на 200 б.п. в июле. Решение было принято на фоне ослабления в последние месяцы инфляционного давления, высоких инфляционных ожиданий и перегрева экономики. Устойчивое снижение инфляции и охлаждение экономики формируют условия для дальнейшего смягчения денежно-кредитных условий. При этом повышенные инфляционные ожидания населения (13,5% в августе 2025 г. после 13% в июле) и сохраняющиеся проинфляционные риски со стороны рынка труда и бюджета предполагают осторожный подход регулятора к снижению ключевой ставки.

Федеральный дефицит бюджета России за январь – июль составил 4,9 трлн рублей (2,2% ВВП) по сравнению с 1,1 трлн рублей (0,5% ВВП) годом ранее. Накопленный дефицит превысил запланированный на 2025 г. уровень (3,8 трлн рублей). Расширение дефицита обусловлено заметным опережением роста расходов по сравнению с доходами. Доходы выросли на 2,8% г/г (+0,6 трлн рублей), их рост поддержан увеличением ненефтегазовых доходов на 14% г/г (+1,8 трлн рублей). Негативное влияние на динамику доходов оказало снижение нефтегазовых доходов на 18,5% г/г (–1,3 трлн рублей), что в первую очередь связано с более низкими ценами на нефть (–15% г/г), а также укреплением рубля (на 4,8% г/г) по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. При этом расходная часть выросла на 20,8% (+4,3 трлн рублей).

Врезка 4. Рынок труда в России: устойчивый дефицит кадров – новая нормальность?

Начиная с 2024 г. дефицит кадров становится одним из ключевых вызовов российской экономики. В России фиксируется рекордно низкий уровень безработицы: ее показатель регулярно обновляет исторические минимумы. В мае – июне 2025 г. он опустился до 2,2%, тогда как, по наиболее актуальным исследованиям (Храмченко, 2023), ее естественный уровень составляет 4–5%, а долгосрочный прогноз – около 4,3% на 2032–2034 гг. (МЭР, 2018). На этом фоне количество занятых в экономике устойчиво растет, увеличившись более чем на 4 млн человек за период с 2010 по 2024 г. и превысив 74 млн человек в 2024 г. (рисунок 9).

Миграция из-за рубежа несколько смягчала дефицит труда. Приток населения на уровне около 250 тыс. человек в среднем в год за последние 15 лет частично компенсировал нехватку рабочей силы (рисунок 10). Число иностранных граждан с патентом на работу в России достигло примерно 2,3 млн человек на конец первого полугодия 2025 г., это около 2,7% всей рабочей силы в стране.

Рисунок 9. Предложение рабочей силы в России, млн чел.

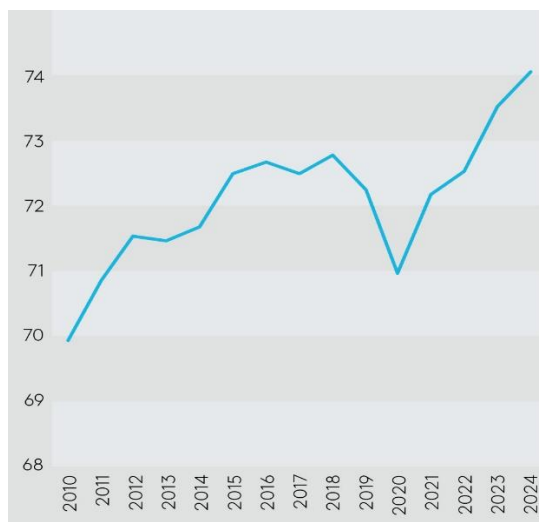
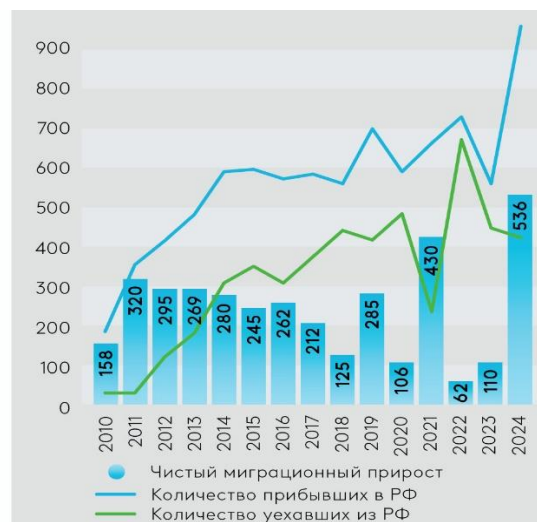


Рисунок 10. Миграционный прирост* в России, тыс. чел.



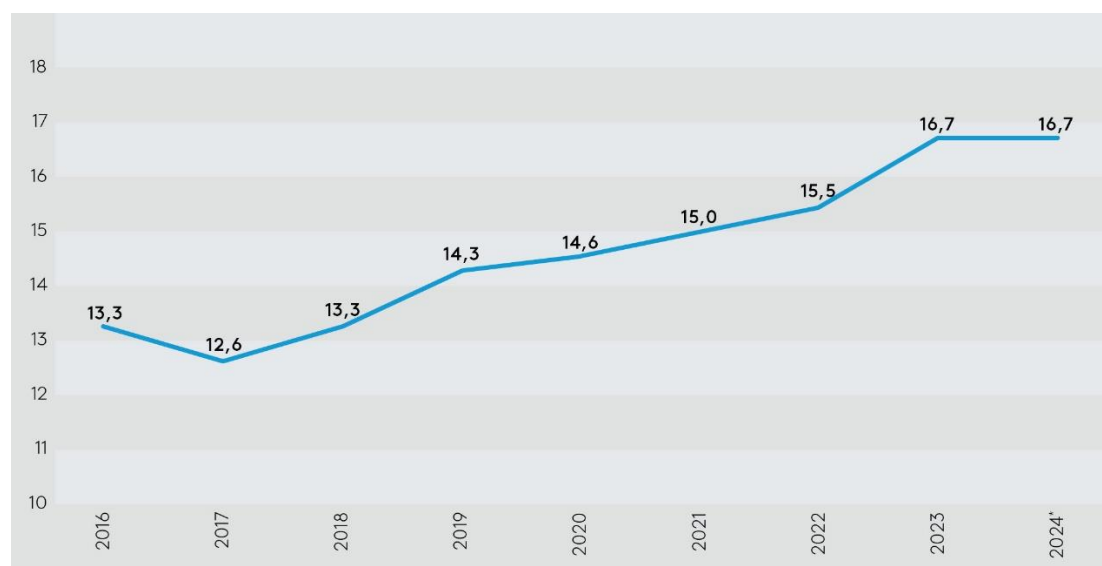
Источник: Росстат.

* - рассчитывается, как разница между количеством прибывших на постоянное место жительства в Россию и уехавших из нее.

На структуру и динамику российского рынка труда все заметнее влияют демографические процессы. Так, важным фактором роста количества занятых стало резкое повышение участия старших возрастных когорт (60+ лет) в экономической активности начиная с 2019 г.: с 13,1% в среднем за 2016–2018 гг. до 16,7% в 2023–2024 гг. (рисунок 11). Это во многом стало следствием пенсионной реформы 2019 г., увеличившей пенсионный возраст. Вторым фактором, обеспечившим рост количества работающих, стал существенный рост заработных плат: средний уровень зарплаты в реальном выражении увеличился на 17,6% в 2023–2024 гг. по сравнению с 2022 г. Это привело к увеличению доли работающих и в средневозрастной группе. Так, доля занятых в возрасте 30–49 лет в 2024 г. выросла на 2,7 п.п. по сравнению с 2022 г., достигнув 91,5%.

Однако **увеличение числа занятых** за счет большего участия в рабочей силе и **миграционного притока оказалось недостаточным для закрытия возросшей потребности в рабочей силе**. По данным мониторинга Банка России, большинство предприятий испытывали дефицит работников во II квартале 2025 г. и планировали увеличивать наем персонала в III квартале ([Банк России, 2025](#)). С учетом текущих демографических реалий решение этого вопроса, скорее всего, потребует поиска новых решений. Во-первых, ожидается дальнейшее повышение среднего возраста работников, что создает риски снижения производительности занятых. Во-вторых, приток трудовых мигрантов может уменьшиться из-за того, что разрыв между заработными платами в России и в странах – основных донорах миграционного притока сокращается ([врезка 5](#)).

Рисунок 11. Доля работающего населения в трудовых ресурсах в возрасте 60+ лет, %



Источник: Росстат.

* - оценка аналитиков ЕАБР

Демографический прогноз предполагает старение населения России на средне- и долгосрочном горизонте ([UN, 2024](#)). По оценкам ООН, численность старшей возрастной группы (60+ лет) увеличится к 2040 г. на 11% по сравнению с 2024 г., а их доля в структуре населения возрастет почти на 4 п.п. и достигнет 28%. Высокая доля возрастного населения будет накладывать серьезные ограничения на рынок труда. К тому же эта возрастная группа не считается высокопродуктивной ([Daniele, 2019](#)).

На основе этих предположений и с учетом прогноза ООН аналитиками **ЕАБР был сформирован прогноз развития рынка рабочей силы**. Основной прирост количества занятых ожидается в старших возрастных группах. В то же время в возрастной группе 30–39 лет, считающейся самой продуктивной, количество человек будет сокращаться ([рисунок 12](#)). Согласно представленному прогнозу, существенно снизится доля наиболее активной части трудового населения. Если доля рабочей силы в возрасте 15–39 лет уменьшится менее чем на 2 п.п. (до 40,5%) к 2040 г., то доля когорты 40–49 лет сократится до 20% (–7 п.п.). При этом работники старше 50 лет будут составлять около 40% рабочей силы ([рисунок 13](#)).

Рисунок 12. Прогноз изменения численности занятых по возрастам, 2019=100

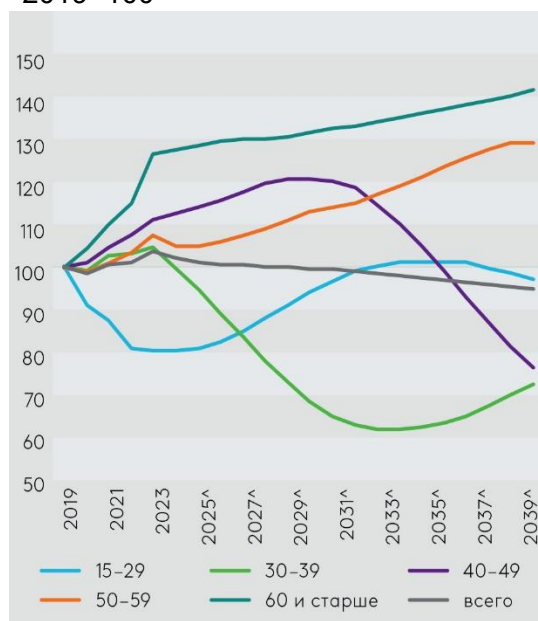
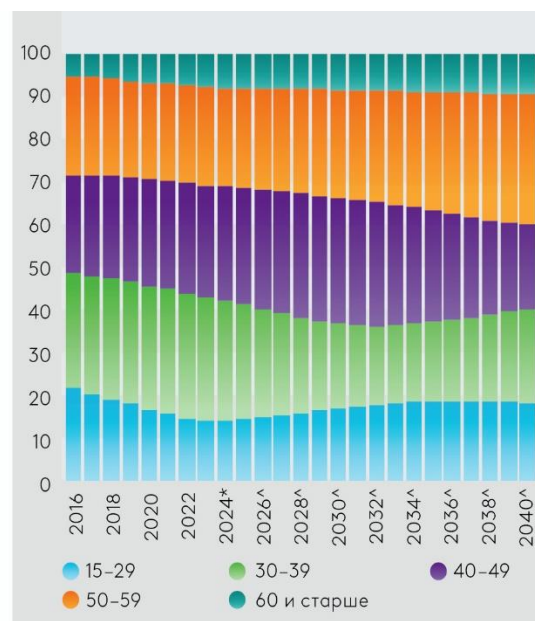


Рисунок 13. Прогноз структуры занятости по возрастам, %



Источник: расчеты ЕАБР, прогнозы ООН, Росстат.

* - оценка; ^ - прогноз

Эти изменения на рынке труда формируют риск нарастания нехватки рабочей силы. Такая ситуация может рассматриваться как «новая нормальность». Ее определяют демографические сдвиги, ограниченная миграционная активность, а также медленный рост качества человеческого капитала (Малева, 2024; Капелюшников, 2024).

Уже сейчас дефицит трудовых ресурсов является одним из факторов, ограничивающих рост выпуска. В среднесрочной перспективе дефицит кадров в России будет сохраняться – к 2030 г. дополнительная потребность в работниках увеличится на 3,1 млн человек по сравнению с 2022 г., [по оценкам Министерства труда и социальной защиты России](#).

Разрешить ситуацию на рынке труда могут: продление трудоспособного возраста (за счет улучшения здоровья и увеличения продолжительности жизни населения), повышение производительности труда и проактивная миграционная политика, соответствующая текущим вызовам.

Вовлечению старших возрастных когорт (которое требует увеличения периода активной трудовой деятельности) может способствовать в том числе развитие биотехнологий, повышению производительности труда – внедрение информационных технологий (в первую очередь – искусственного интеллекта), а также программ обучения и адаптации персонала.

Таблица 5. Экономические показатели России

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП*, прирост в % г/г	2024	4,8	7,6	4,2	4,6	4,7	3,2	3,5	2,6	3,2	3,2	3,6	4,5
	2025	2,7	0,5	1,1	1,4	0,8	1,1	0,4					
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2024	4,3	8,1	3,9	4,4	5,7	2,5	4,3	2,6	2,9	5,2	3,5	8,2
	2025	2,2	0,2	0,8	1,5	1,8	1,9	0,7					
Объем продукции сельского хозяйства, прирост в % г/г	2024	0,5	1,2	3,1	2,1	1,3	0,9	1,5	-14,7	0,2	-11,7	-17,6	-11,6
	2025	2,1	1,4	1,6	1,4	1,3	1,5	-0,4					
Объем выполненных строительных работ, прирост в % г/г	2024	1,9	1,8	1,6	2,9	5,2	1,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,5	7,5
	2025	7,4	11,9	2,6	7,9	0,1	0,0	3,3					
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2024	8,6	11,7	10,8	9,3	8,8	6,7	7,0	5,1	6,5	4,8	6,0	5,2
	2025	5,4	2,2	2,2	1,9	1,8	1,2	2,0					
Реальные располагаемые денежные доходы населения, прирост в % г/г	2024			6,0			7,5			8,6			7,3
	2025			8,4			7,8						
Инфляция, % г/г	2024	7,4	7,7	7,7	7,8	8,3	8,6	9,1	9,1	8,6	8,5	8,9	9,5
	2025	9,9	10,1	10,3	10,2	9,9	9,4	8,8	8,1				
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Счет текущих операций** (за квартал), млрд долл. США	2024			24,9			17,3			7,8			13,2
	2025			17,7			7,3						
Сальдо финансовых операций прочих секторов (чистое кредитование (+) / чистое заимствование (-))** (за квартал), млрд долл. США	2024			22,5			9,7			6,0			14,9
	2025			15,5			7,5						
Среднемесячный курс российского рубля к доллару США	2024	88,7	91,5	91,7	93,0	90,6	87,8	87,5	89,2	91,2	96,2	100,7	102,3
	2025	100,4	92,7	86,0	83,4	80,2	78,7	78,8	80,2				
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Ключевая ставка (на конец месяца), %	2024	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00	18,00	18,00	19,00	21,00	21,00	21,00
	2025	21,00	21,00	21,00	21,00	21,00	20,00	18,00	18,00				
Денежный агрегат M2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	19,0	18,4	17,4	21,8	18,9	18,7	18,2	17,9	18,8	19,5	20,0	19,2
	2025	19,2	18,4	17,0	14,0	15,3	15,0	15,0	14,5				
Корпоративные кредиты и кредиты физическим лицам (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	25,1	23,6	23,6	23,1	23,4	22,0	21,2	20,5	19,5	20,0	19,7	16,7
	2025	15,0	12,7	11,0	9,6	8,0	7,1						
Удельный вес просроченной задолженности по кредитам физлицам- резидентам (на начало месяца), %	2024	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5	3,6
	2025	3,6	3,8	4,0	4,1	4,2	4,4	4,5					
Удельный вес просроченной задолженности по кредитам юрлицам и ИП – резидентам (на начало месяца), %	2024	4,1	4,1	4,1	4,0	3,9	3,9	3,9	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4
	2025	3,4	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6					
Фискальный сектор													
		янв	янв- фев	янв- мар	янв- апр	янв- май	янв- июн	янв- июл	янв- авг	янв- сен	янв- окт	янв- ноя	янв- дек
Баланс федерального бюджета***, трлн руб.	2024	-0,1	-1,1	-0,3	-1,1	-0,7	-0,6	-1,1	0,0	0,6	0,1	0,0	-3,5
	2025	-1,5	-2,4	-2,0	-2,9	-3,0	-3,4	-4,9					
Доходы федерального бюджета***, трлн руб.	2024	2,4	5,0	8,7	11,7	14,3	17,1	19,8	23,0	26,3	29,7	32,7	36,7
	2025	2,7	5,3	9,1	12,3	14,7	17,6	20,3					
Расходы федерального бюджета***, трлн руб.	2024	2,5	6,2	9,0	12,8	15,0	17,7	20,9	23,1	25,7	29,6	32,6	40,2
	2025	4,1	7,8	11,0	15,2	17,8	21,0	25,2					

Источник: национальные ведомства, CEC Data, расчеты авторов

* оценки Минэкономразвития РФ.

**оценка аналитиков ЕАБР

*** предварительные данные

РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН

Экономика быстро растет за счет высокой инвестиционной активности и увеличения добычи полезных ископаемых. Национальный банк снизил ставку рефинансирования в связи с сохранением инфляции вблизи нижней границы целевого диапазона. Государственный бюджет исполняется с профицитом благодаря росту доходов.

Экономика демонстрирует высокие темпы роста за счет сильного инвестиционного спроса. Вложения в основной капитал повысились на 21,7% г/г по итогам января – июля 2025 г. после 14,6% г/г в первом полугодии. Этому способствует реализация государственных программ развития – в частности, в сфере энергетики¹⁸. Кроме того, инвестиции привлекает быстро развивающийся добывающий сектор. Предприятия горнорудной отрасли увеличили выпуск на 70% г/г за январь – июль. Динамика потребительского спроса, напротив, замедлилась.оборот торговли вырос на 4,3% г/г в январе – июле 2025 г. после роста на 9,0% г/г за первое полугодие. Мы ожидаем ускорения роста потребительского спроса до конца 2025 г. под влиянием, в частности, [повышения зарплат](#) в госсекторе с сентября 2025 г. На этом фоне [прогнозируем](#) ускорение роста ВВП с 8,1% г/г в первом полугодии до 8,4% по итогам 2025 г.

Производственные сектора экономики демонстрируют быстрый рост. Промышленность за январь – июль повысила выпуск на 24,5% г/г, это максимальный показатель с 2000 г. Помимо увеличения добычи полезных ископаемых, этому способствовал рост энергетики (на 12,7% г/г) и водоснабжения (на 15,2% г/г) в январе – июле. Сельское хозяйство увеличило выпуск на 12,5% г/г на фоне высокого урожая бахчевых культур и фруктов. Мы ожидаем, что эти отрасли продолжат вносить существенный вклад в рост экономики в III–IV кварталах 2025 г.

Дефицит внешней торговли товарами увеличился на 17% г/г по итогам января – июля 2025 г. В долларовом выражении показатель составил 3,3 млрд. Повышение дефицита объясняется ростом импорта на 12,5% г/г под влиянием увеличивающегося внутреннего спроса. Наиболее активно рос импорт товаров инвестиционного назначения – машин и оборудования (+44,1% г/г) и транспортных средств (+48,8% г/г). Поставки из-за рубежа основных статей потребительского импорта – пищевой и минеральной продукции – выросли более умеренно (на 10,3% г/г и 3,7% г/г соответственно). Экспорт повысился, хотя и незначительно – на 1% по итогам января – июля. Отсутствие поставок за рубеж золота было компенсировано ростом экспорта недрагоценных металлов на 110% г/г.

¹⁸ До конца текущего года [ожидается](#) ввод третьего (из шести) агрегата Рогунской ГЭС – наиболее масштабного проекта в экономике страны.

Инфляция остается в пределах целевого диапазона Национального банка¹⁹. Цены потребительского рынка повысились на 3,5% г/г по итогам июля 2025 г. Их рост сдерживается укреплением национальной валюты – сомони подорожал относительно доллара на 12,2% к концу августа по сравнению с началом 2025 г. Стабильность цен на импортируемые энергоносители – еще один фактор, ограничивающий инфляцию. [Мы прогнозируем](#), что рост потребительских цен составит 3,3% г/г на конец 2025 г.

Национальный банк Таджикистана снизил ставку рефинансирования с 9% в начале 2025 г. до 7,75% годовых в начале августа. Мы не ожидаем дальнейшего снижения ставки в текущем году. Одна из причин для такого прогноза – прекращение укрепления курса сомони начиная с августа. Другая – вероятное усиление внутреннего спроса под влиянием роста заработных плат в госсекторе.

Профицит государственного бюджета вырос до 2,5 млрд сомони (3,5% ВВП²⁰) по итогам первой половины 2025 г. – после 1,2 млрд сомони (1,9% ВВП) за тот же период 2024 г. Доходы бюджета составили 27,5 млрд сомони (39% ВВП) – против 21,2 млрд сомони (34% ВВП) год назад. Рост поступлений в бюджет связан как с ростом экономики, так и с реализацией мер по увеличению собираемости налогов. Меры принимаются в рамках «Среднесрочной программы государственных доходов Республики Таджикистан на 2024–2029 гг.» и включают отказ от неэффективных налоговых льгот и повышение эффективности налогового администрирования. Расходы повысились с 20 млрд до 25 млрд сомони (с 34,3% до 35,3% ВВП). Существенно выросло инвестирование в топливно-энергетический комплекс (на 36% по сравнению с первым полугодием 2024 г.). Вложения осуществляются в рамках реализации проектов строительства и модернизации крупных объектов, таких как гидроэлектростанции и магистральные линии электропередачи.

¹⁹ Целевой диапазон НБТ установлен на уровне 5±2%.

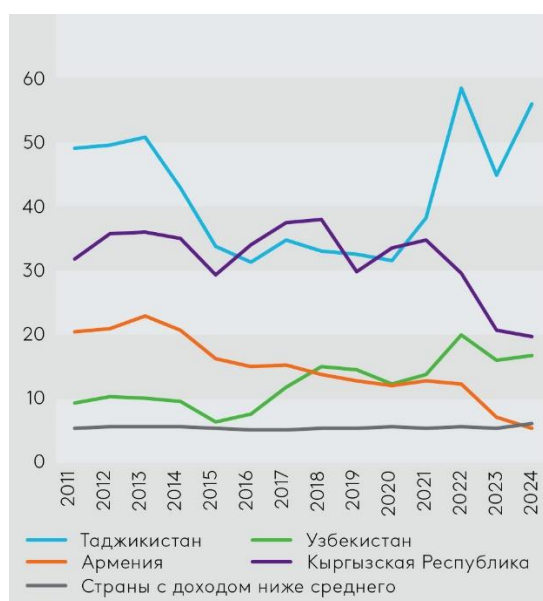
²⁰ Показатели в процентах ВВП здесь и далее в этом разделе посчитаны относительно ВВП за первую половину 2025 г.

Врезка 5. Переводы физических лиц: как долго экспорт труда продолжит быть одним из ключевых факторов роста экономики Таджикистана? (спойлер: около 20 лет).

Переводы, которые в Таджикистан направляют граждане страны, работающие за рубежом, – **один из ключевых драйверов экономики страны**. Поступления, фигурирующие в платежном балансе как «зарплата работников» и «переводы физических лиц», составили почти половину (47,6%) ВВП Таджикистана в 2024 г. На протяжении 20 лет Таджикистан неизменно оказывался в верхних 2% стран мира по величине переводов относительно ВВП²¹.

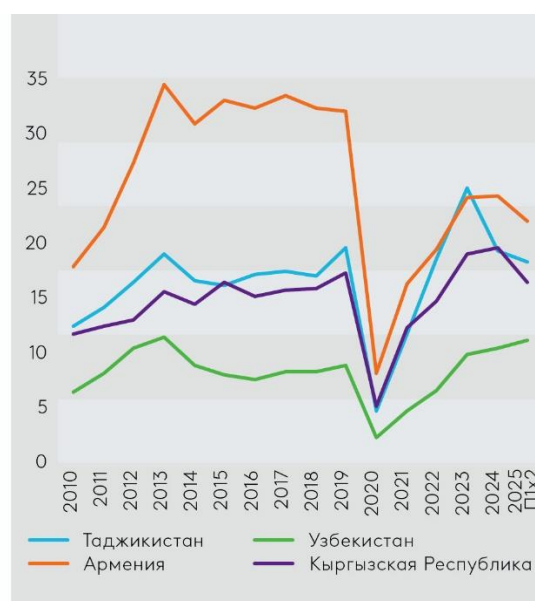
Большая величина притока переводов относительно ВВП – часто встречающееся в регионе операций ЕАБР явление. Не только в Таджикистане, но и в Кыргызской Республике, в Узбекистане и Армении переводы обычно составляли десятки процентов относительно ВВП на протяжении последних 15 лет (**рисунок 14**). Во всех перечисленных странах этот показатель существенно превышал средний уровень для стран с доходами ниже среднего²². Причина этого – географическая близость российского рынка труда, большого по размеру, относительно открытого для граждан стран региона и достаточно привлекательного с точки зрения зарплатных условий.

Рисунок 14. Переводы физических лиц, % ВВП



Источник: Всемирный банк, расчеты ЕАБР на основе данных национальных банков.

Рисунок 15. Число поездок граждан страны в Россию, в % от численности населения



Источник: расчеты ЕАБР на основе данных российской Пограничной службы.

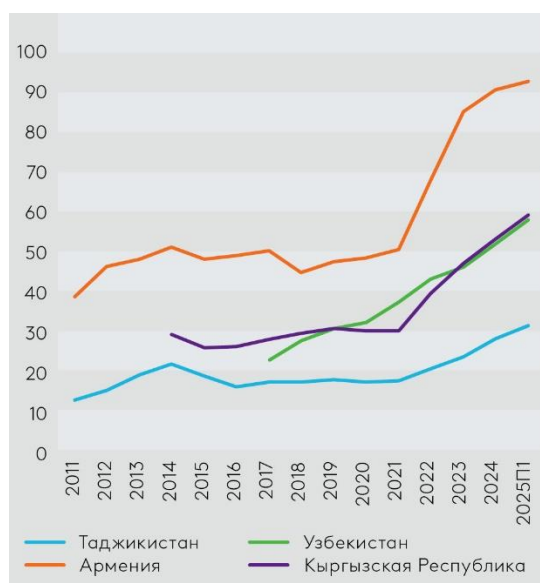
²¹ Согласно [данным Всемирного банка](#).

²² Lower-middle income countries в стандартной терминологии Всемирного банка. Страны ЦА, за исключением Казахстана и Туркменистана, относятся к этой категории.

Масштабы занятости населения региона в российской экономике можно приблизительно представить исходя из статистики поездок²³ граждан соседних государств в Россию (рисунок 15). Число таких поездок составляло примерно 10–20% от численности населения стран – экспортеров труда по итогам 2024 г. В большинстве таких стран отношение числа поездок к численности населения быстро восстановилось после спада в 2020 г., вызванного пандемией COVID-19.

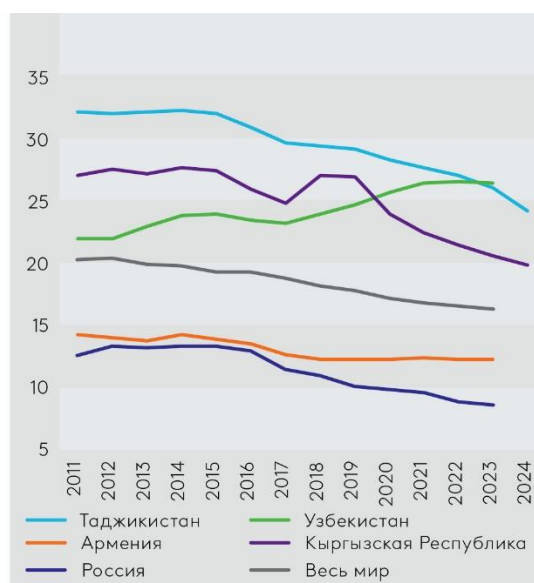
Таджикистан, как и другие страны – экспортеры труда в регионе, сокращает разрыв по зарплатам с Россией. На протяжении последних четырех-пяти лет средние зарплаты в Таджикистане, Узбекистане, Кыргызской Республике и Армении сближаются со средней зарплатой в России за 2010–2024 гг.²⁴ (рисунок 16). В наибольшей степени сблизила зарплатные условия на рынке труда с российскими Армения. Зарплаты в Таджикистане сильнее отстают от российских, но и в этой стране показатель, представленный на рисунке 16, в текущем десятилетии растет на 3–5 п.п. в год. Со временем этот процесс приведет к тому, что разрыв в зарплатах в регионе существенно сократится (хотя полностью он не исчезнет). Уменьшение разрыва в зарплатах вызовет снижение интенсивности трудовой миграции между государствами – участниками ЕАБР.

Рисунок 16. Средние зарплаты в странах региона, в % от средней зарплаты в России за 2010 – 2024 гг.



Источник: расчеты ЕАБР на основе данных национальных статистических агентств.

Рисунок 17. Число родившихся на 1000 человек населения



Источник: Всемирный банк.

²³ Следует иметь в виду, что число поездок не равняется числу жителей, мигрирующих в Россию. Насколько мы понимаем, этот показатель скорее косвенно отражает количество жителей соседних государств, работающих в России. Мы используем его здесь в качестве индикатора присутствия иностранных граждан на российском рынке труда

²⁴ Мы считаем, что данный показатель можно рассматривать как «ожидаемый» для России уровень средней зарплаты. Необходимость усреднения объясняется высокой волатильностью российских зарплат в долларовом выражении, связанной с колебаниями курса рубля.

Помимо разницы в зарплатах, интенсивность миграционных потоков определяется демографией. В странах – источниках миграции должны существовать многочисленные группы населения, находящиеся в относительно молодом возрасте и поэтому готовые искать работу за рубежом. Наличие таких групп в ряде государств региона операций ЕАБР объясняется характерной для них высокой рождаемостью: последние несколько десятилетий ее показатели в Таджикистане, Кыргызской Республике, Узбекистане превышали не только российские, но и среднемировые. Тем не менее ситуация меняется и с точки зрения демографии ([рисунок 17](#)).

Таджикистан сближается с более развитыми экономиками региона по демографическим показателям. В частности, число родившихся на 1000 человек населения в стране постепенно снижается ([рисунок 17](#)) примерно на 1–2 в год. На то, что этот тренд может быть устойчивым, указывает его схожесть с аналогичными процессами в других странах региона и в мире. В Армении рождаемость снизилась еще в 1990-е гг. и стабилизировалась в конце прошлого десятилетия. Узбекистан выделяется из общего тренда – здесь рождаемость в 2010–2024 гг. умеренно растет.

Когда сближение зарплат и демографических показателей с российскими начнет серьезно сказываться на интенсивности трудовой миграции из Таджикистана? Это можно приблизительно оценить на основе текущих трендов. Соотношение средней зарплаты в стране со средней российской за 2010–2024 гг. растет на 3–5 п.п. в год (такой темп мы наблюдаем в текущем десятилетии), следовательно, оно может превысить 50% максимум за 10 лет. Когда, например, в Армении зарплаты достигли этой отметки, доля переводов в ВВП начала уменьшаться, см. [рисунки 16 и 17](#). Снижение демографического давления на рынок труда в Таджикистане может занять больше времени. При уменьшении числа родившихся на 1000 человек населения на 1–2 человека в год этот показатель выйдет на уровень, характерный для Армении, за 10 лет или немного больше. И еще около 20 лет должно пройти, чтобы это сказалось на рынке труда Таджикистана – то есть чтобы новые, более малочисленные поколения начали в нем участвовать.

Таким образом, первые признаки устойчивого²⁵ снижения трудовой миграции из Таджикистана могут появиться через 10 лет, а через 30 лет экспорт труда страной может сойти на нет. Если говорить о моменте, когда эти перемены станут необходимым учитывать при анализе экономики страны, можно назвать **средний из этих двух сроков – примерно 20 лет.**

²⁵ То есть не зависящего от краткосрочной экономической конъюнктуры, такой как колебания темпов роста ВВП в России или взлеты и падения курса рубля.

Таблица 6. Экономические показатели Таджикистана

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	
Краткосрочный экономический индикатор (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024		8,2			8,2			8,4			8,4	
	2025		8,2			8,1							
Объем промышленного производства (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	6,0	9,6	8,0	9,5	10,0	11,5	12,1	13,2	15,3	15,2	н/д	20,0
	2025	16,1	21,3	23,4	25,2	23,6	24,0	24,5					
Объем продукции сельского хозяйства (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	4,5	5,4	6,7	7,1	6,1	9,6	11,6	1,8	11,4	10,9	н/д	10,6
	2025	5,9	6,3	7,2	7,2	0,4	9,7	12,5					
Инвестиции в основной капитал (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	42,7	43,2	22,2	17,8	17,2	15,7	11,5	8,1	7,0	5,7	н/д	8,4
	2025	-6,6	-17,6	-10,1	н/д	9,0	14,6	21,7					
Оборот розничной торговли (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	16,6	17,4	15,6	14,5	14,0	14,3	12,6	12,3	12,8	13,3	н/д	13,5
	2025	11,2	9,2	8,1	н/д	7,2	6,2	10,7					
Инфляция, % г/г	2024	3,8	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,4	3,6	3,1	3,6	4,1	3,6
	2025	3,6	3,7	3,4	3,6	3,8	3,6	3,5					
Внешний сектор													
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	
Торговый баланс, млн долл. США	2024	-405	-75	-405	-390	-746	-397	-410	-406	-406	-580	-280	-560
	2025	-478	-420	-440	-505	-481	-496	-491					
Экспорт товаров, млн долл. США	2024	83	428	102	117	149	118	125	141	144	140	177	224
	2025	114	151	252	118	145	175	179					
Импорт товаров, млн долл. США	2024	488	503	507	507	896	516	535	547	550	720	457	783
	2025	593	571	692	624	626	671	670					
Трансграничные переводы физических лиц в РТ, прирост в % г/г	2024		56,4			50,4			40,6				46,8
	2025		64,0										
Среднемесячный курс сомони к долл. США	2024	11,0	11,0	11,0	10,9	10,9	10,7	10,7	10,6	10,7	10,6	10,7	10,9
	2025	11,2	10,9	10,9	10,8	10,3	10,0	9,6					
Монетарная политика и банковский сектор													
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	
Ставка рефинансирования (на конец месяца), %	2024	10,00	9,50	9,50	9,50	9,25	9,25	9,25	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
	2025	8,75	8,75	8,75	8,75	8,25	8,25	8,25	7,75				
Денежный агрегат M2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	-1,0	1,1	3,3	6,2	11,9	24,6	30,7	35,2	36,8	35,1	34,0	31,7
	2025	32,1	33,8	37,4	34,5	30,0	19,5	16,7					
Кредиты коммерческих банков резидентам (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	29,2	26,0	23,8	20,7	21,1	19,9	18,9	22,0	21,9	18,6	20,3	19,7
	2025	21,6	21,9	23,1	23,5	20,1	19,1	18,3					
Доля необслуживаемых кредитов и займов в общем объеме кредитов и займов, %	2024			1,9		2,3			3,6				3,0
	2025			2,2		-0,1							
Фискальный сектор													
	янв	янв - фев	янв - мар	янв - апр	янв - май	янв - июн	янв - июл	янв - авг	янв - сен	янв - окт	янв - ноя	янв - дек	
Баланс государственного бюджета, млрд сомони	2024	1,3	0,7	1,1	1,1	1,2	1,2	1,4	1,8	2,0	3,7	2,2	1,5
	2025	1,4	1,7	1,2	1,9	2,3	2,5						
Доходы государственного бюджета, млрд сомони	2024	3,2	6,6	10,2	14,0	17,5	21,2	25,0	29,3	33,3	37,1	41,2	47,0
	2025	4,0	8,2	13,3	17,8	22,2	27,5						
Расходы государственного бюджета, млрд сомони	2024	1,9	5,9	9,1	12,9	16,3	20,0	23,6	27,5	31,3	33,4	39,0	45,5
	2025	2,6	6,5	12,1	15,8	19,9	25,0						

Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов

* предварительные данные

РЕСПУБЛИКА УЗБЕКИСТАН

Экономика Узбекистана демонстрирует высокие темпы роста на фоне увеличения внутреннего спроса. Инфляционное давление постепенно снижается благодаря сбалансированной денежно-кредитной политике. Курс национальной валюты остается стабильным на фоне роста экспортных доходов и рекордных объемов поступающих в страну денежных переводов.

ВВП в январе – июне 2025 г. увеличился на 7,2% г/г (6,6% г/г годом ранее). Рост экономики обусловлен положительной динамикой в ключевых отраслях. Промышленность выросла на 6,6% г/г, сельское хозяйство – на 4,0% г/г, а строительство – на 10,7% г/г на фоне активной реализации инфраструктурных и жилищных проектов.

Объем оказанных услуг в первой половине 2025 г. увеличился на 13,3% г/г. Розничный товарооборот также демонстрирует уверенный рост на 9,7% г/г, отражая повышение потребительского спроса. Стремительный рост услуг и торговли обусловлен увеличением совокупных доходов населения на 9,5% г/г в январе – июне 2025 г. и продолжающейся цифровизацией экономики. Население активнее переходит на безналичную оплату и онлайн-сервисы, что расширяет рынок финансовых, телекоммуникационных и других платных услуг. Таким образом, внутренний спрос, особенно в секторе услуг, остается главным двигателем экономического роста.

Вложения в основной капитал выросли на 5,5% г/г за январь – июнь 2025 г. Хотя темпы роста инвестиций замедлились по сравнению с высоким ростом год назад (+36,6% г/г в первом полугодии 2024 г.), текущий показатель свидетельствует о продолжении активной фазы инвестиционного цикла. Основную часть капитальных вложений обеспечили внебюджетные источники: собственные средства предприятий (16,1% от общего объема инвестиций), населения (6,3%), а также прямые иностранные инвестиции (40,2%). Это отражает улучшение условий для частного бизнеса и инвесторов. Государственные инвестиции также остаются значимыми (9,7% от общего объема), концентрируясь в инфраструктуре и социальной сфере. Сохранение положительной динамики инвестиций – важный фактор поддержки долгосрочного роста экономики.

Инфляция в Узбекистане осталась стабильной, составив 8,8% г/г по итогам августа 2025 г. после 8,9% г/г в июле. Основным проинфляционным фактором остается повышение цен на услуги, которое составило 16,2% г/г в августе после 16,3% г/г в июле. Услуги дорожают в связи с повышением тарифов ЖКХ в текущем году. Мы [ожидаем](#), что сдерживающие денежно-кредитные условия обеспечат снижение инфляции до 8,1% г/г на конец 2025 г.

По итогам первых шести месяцев внешнеторговый оборот достиг 37,0 млрд долл., увеличившись на 16,1% г/г. Экспорт товаров и услуг увеличился до 16,9 млрд долл. (+29,1% г/г), тогда как импорт составил 20,1 млрд долл. (+7,0% г/г). Таким образом, экспорт по скорости роста значительно опережает импорт, что привело к заметному сокращению торгового дефицита. Рост экспорта обеспечен увеличением поставок услуг, сырья и энергетических ресурсов. Дополнительный импульс росту экспорта дали высокие мировые цены на золото и цветные металлы, а также расширение географии поставок. В результате вклад внешней торговли в ВВП увеличивается, снижая внешние дисбалансы.

Приток трансграничных переводов в январе – июне 2025 г. вырос на 27% г/г и достиг 8,2 млрд долл., при этом 78% поступлений обеспечили переводы из России. Отток остался на уровне прошлого года – 1,2 млрд долл. Рост объемов переводов связан с устойчивым спросом на рабочую силу в странах, в которые направлена трудовая миграция.

Дефицит государственного бюджета снизился до 3,6% ВВП в январе – июне 2025 г. по сравнению с 4,3% ВВП в январе – июне 2024 г.²⁶. Доходы увеличились на 19,2% г/г, в то время как расходы – на 15,7% г/г. Опережающий рост доходов по сравнению с расходами создает условия для достижения запланированного правительством уровня дефицита 3% ВВП по итогам 2025 г. после 3,3% ВВП годом ранее.

Центральный банк Узбекистана сохранил основную ставку на уровне 14% годовых на заседании 11 сентября. Решение было направлено на сдерживание роста цен и снижение проинфляционного давления, которое сохраняется из-за подорожания услуг и увеличения объемов переводов, стимулирующих потребление. Поддерживаемая жесткость денежно-кредитных условий способствует снижению инфляции до 5% в среднесрочной перспективе. Мы [прогнозируем](#) сохранение основной ставки на текущем уровне до конца 2025 г.

Уровень международных резервов Узбекистана достиг 50,1 млрд долл. на конец августа 2025 г., при этом стоимость золотого запаса составила рекордные 40,1 млрд долл. Увеличение резервов способствовало стабильности национальной валюты. На конец августа 2025 г. узбекский сум укрепился к доллару на 3,4% по сравнению с концом 2024 г. Поддержку стабильности национальной валюты также обеспечили рост экспортной выручки и увеличение объемов денежных переводов. Реальный эффективный курс сума в первом полугодии снизился на фоне укрепления валют основных торговых партнеров, что способствовало поддержанию конкурентоспособности узбекских товаров.

²⁶ Оценки аналитиков ЕАБР на основе данных Министерства экономики и финансов Узбекистана о [доходах](#) и [расходах](#) государственного бюджета за первое полугодие 2025 г.

Таблица 7. Экономические показатели Узбекистана

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024			6,4			6,6			6,6			6,5
	2025			6,8			7,2						
Объем промышленного производства (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024			5,4			7,7			7,0			6,8
	2025			6,5			6,6						
Объем продукции сельского хозяйства (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024			3,6			3,8			3,1			3,1
	2025			3,8			4,0						
Инвестиции в основной капитал (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024			74,5			36,6			31,0			27,6
	2025			7,9			5,5						
Объем розничной торговли (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	11,1	9,9	9,3	8,9	8,7	8,4	8,9	9,1	9,2	9,5	9,7	9,9
	2025	9,2	10,2	9,5	9,1	9,2	9,7	9,8					
Инфляция, % г/г	2024	8,6	8,3	8,0	8,1	10,5	10,6	10,5	10,5	10,5	10,2	10,0	9,8
	2025	9,9	10,1	10,3	10,1	8,7	8,7	8,9	8,8				
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млн долл. США	2024	-2079	-798	-551	-1025	-1388	-1457	-1722	-1134	-948	-1150	-1855	-1388
	2025	-2049	-26	224	-158	-1219	-2004	-1284					
Экспорт товаров, млн долл. США	2024	745	2162	2354	1695	1893	1083	1260	1742	1828	1980	1049	1955
	2025	818	2649	2909	3001	2192	1262	2432					
Импорт товаров, млн долл. США	2024	2824	2959	2905	2720	3281	2540	2982	2876	2776	3130	2904	3343
	2025	2867	2675	2686	3159	3411	3265	3716					
Трансграничные переводы физических лиц, прирост в % г/г	2024	1,5	6,2	17,6	50,2	34,4	34,2	66,7	44,5	39,0	30,2	19,9	11,3
	2025	31,7	46,1	26,5	23,0	17,7	28,2						
Среднемесячный курс сума к долл. США	2024	12400,9	12475,0	12550,6	12669,2	12682,5	12621,6	12600,8	12633,0	12718,0	12788,3	12815,4	12871,8
	2025	12958,6	12954,9	12924,3	12944,8	12905,6	12664,4	12643,6	12517,9				
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Ставка рефинансирования (на конец месяца), %	2024	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	13,50	13,50	13,50	13,50	13,50	13,50
	2025	13,50	13,50	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00				
Денежный агрегат M2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	12,2	12,2	15,3	17,9	17,8	22,6	24,4	25,5	21,7	27,0	31,9	30,5
	2025	30,6	30,5	33,3	32,0	34,1	32,8	32,2	30,4				
Кредиты коммерческих банков физ и юр лицам (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	20,1	18,8	17,2	17,0	16,6	16,6	16,4	14,6	14,2	13,1	13,0	13,1
	2025	13,7	14,3	15,4	16,9	15,8	16,5	15,1					
Доля необслуживаемых кредитов и займов в общем объеме кредитов и займов, %	2024	4,3	4,4	4,5	4,8	4,3	4,0	4,2	4,2	4,2	4,2	4,3	4,0
	2025	4,5	4,5	4,3	4,2	4,1	3,8	3,9					
Фискальный сектор													
		янв	янв-фев	янв-мар	янв-апр	янв-май	янв-июн	янв-июл	янв-авг	янв-сен	янв-окт	янв-ноя	янв-дек
Баланс консолидированного бюджета, млрд сум	2024			-22391,0			-34519,0			-35777,3			-47961,0
	2025			-16536,5									
Доходы консолидированного бюджета, млрд сум	2024			75627,0			170108,0			272085,8			385779,0
	2025			97248,4									
Расходы консолидированного бюджета, млрд сум	2024			98018,0			204627,0			307863,1			433740,0
	2025			113784,9									

Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов
* предварительные данные

Таблица 8. Основные экономические показатели государств – участников ЕАБР

Государства – участники ЕАБР	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Таджикистан	Узбекистан	Примечание
Реальный ВВП, темпы прироста, % *	7,0	1,3	6,3	11,5	1,1	8.1 ¹⁾	7.2 1)	январь-июль 2025 г. к январю-июлю 2024 г.
Реальный объем промышленного производства, темпы прироста, %	-9,8	-0,3	6,9	11,3	0,8	24,5	6.6 1)	январь-июль 2025 г. к январю-июлю 2024 г.
Реальный объем розничной торговли, темпы прироста, %	4.6 ¹⁾	8,6	6,6	13,2	2,1	10,7	9.8 1)	январь-июль 2025 г. к январю-июлю 2024 г.
Реальный объем продукции сельского хозяйства, темпы прироста, %	7.3 ¹⁾	-12,7	3,7	2,3	1,0	12,5	4.0 1)	январь-июль 2025 г. к январю-июлю 2024 г.
Реальный объем строительных работ, темпы прироста, %	20,2	10,2	18,5	37,8	4,2	н/д	10,7	январь-июль 2025 г. к январю-июлю 2024 г.
Инвестиции в основной капитал, темпы прироста, %	13,6 ²⁾	13,6	16,1	33,4	8,7 ²⁾	21,7	5,5	январь-июль 2025 г. к январю-июлю 2024 г.
ВВП на душу населения, долл. США **	8501	8342	14291	2419	14803	1353	3093	по итогам 2024 г.
Уровень бедности (малообеспеченности), %	23.7 ³⁾	3,5	5,0	25,7	7,2	21.2 ³⁾	8,9	по итогам 2024 г.
Баланс бюджета, % ВВП ***	1,0	1.2 ⁴⁾	0,3	16,1	-4,1	3,7	-4,0	январь – март 2025 г.
ИПЦ, темпы прироста, %	3,4	7,4	11,8	8,8	8,8	3,5	8,9	июль 2025 г. к июлю 2024 г.
ИПЦ, темпы прироста, в % к декабрю предыдущего года	0,6	5,6	7,7	4,7	4,4	2,0	4,3	июль 2025 г. к декабрю 2024 г.
Государственный долг, % ВВП ****	49,7	50.3 ⁵⁾	22,8	36,2	14,3	21,4	34,2	на 01.04.2025
Международные резервные активы, млрд долл. США	4,1	11,9	52,5	6.4 ⁶⁾	681,5	4.8 ⁷⁾	48,7	на 01.08.2025
монетарное золото, млрд долл. США	-	5,7	32,8	4.1 ⁶⁾	248,5	-	38,7	на 01.08.2025
прочие, млрд долл. США	-	6,2	19,6	2.3 ⁶⁾	433,0	-	10,0	на 01.08.2025
Активы банковской системы, млрд долл. США	28,7	45,3	124,5	10,5	2235,4	4,8	67,3	на 01.07.2025
% ВВП	109,4	56,9	44,3	56,9	94,0	33,2	105,5	на 01.07.2025

Государства – участники ЕАБР	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Таджикистан	Узбекистан	Примечание
Ставка рефинансирования (ключевая), %	6,75	9,75	16,50	9,25	18,00	7,75	14,00	на 01.09.2025
Счет текущих операций, млрд долл. США	-0,6	-2,0	0,5	-1,2	19,8	0,4	-0,2	январь – март 2025 г.
% ВВП	-11,9	-10,9	0,8	-30,5	3,6	15,3	-0,7	январь – март 2025 г.
Кредитный рейтинг								
Moody's	Ba3/Stable	C/Stable	Baa1/Stable	B3/Positive	-	B3/Positive	Ba3/Stable	на 01.09.2025
S&P	BB-/Stable	-	BBB-/Positive	B+/Stable	-	B/Stable	BB-/Stable	на 01.09.2025
Fitch	BB-/Stable	-	BBB/Stable	B/Stable	-	-	BB/Stable	на 01.09.2025
Режим ДКП *****	инфляционное таргетирование	монетарное таргетирование	инфляционное таргетирование	прочий режим	инфляционное таргетирование	монетарное таргетирование	инфляционное таргетирование	на 01.01.2025
Индекс глобальной конкурентоспособности (World Economic Forum), рейтинг в списке стран	69	н/д	55	96	43	104	Нет	2019 г.

Источник: национальные ведомства, рейтинговые агентства, международные институты

* – РА – показатель экономической активности, РТ – краткосрочный экономический индикатор

** – расчеты аналитиков ЕАБР на основе данных национальных ведомств

*** – РА – государственный бюджет, РБ – республиканский бюджет, РК – государственный бюджет, КР – государственный бюджет, РФ – федеральный бюджет,
РТ – государственный бюджет, РУ – государственный бюджет

**** – РФ – без учета государственного долга субъектов Российской Федерации и муниципальных образований; РБ – долг центрального правительства с учетом гарантий

***** – режимы ДКП согласно данным IMF (2020a)

1) – январь – июнь 2025 г. к январю – июню 2024 г.

2) – январь – март 2025 г. к январю – марту 2024 г.

3) – по итогам 2023 г.

4) – январь – декабрь 2024 г.

5) – на 01.07.2023

6) – на 01.07.2023

7) – на 01.04.2025

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Банк России (2025) Мониторинг предприятий № 7, Информационно-аналитический комментарий, Центральный банк Российской Федерации, Июль 2025. Доступно на: <https://cbr.ru/Collection/Collection/File/57019/0725.pdf#page=17.10> (Просмотрено 25 августа 2025).

Винокуров, Е. (ред.), Ахунбаев, А., Чуев, С., Адахаев, А., Сарсембеков, Т. (ЕАБР, 2023) Эффективная ирригация и водосбережение в Центральной Азии. Доклады и рабочие документы 23/4. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/special-reports/effektivnaya-irrigatsiya-i-vodosberezhenie-v-tsentralnoy-azii/> (Просмотрено 4 сентября 2025).

Винокуров, Е. (ред.), Ахунбаев, А., Чуев, С., Адахаев, А. (ЕАБР, 2024а). Инфраструктура Евразии: краткосрочные и среднесрочные тренды. Доклады и рабочие документы 24/3. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/special-reports/infrastruktura-evrazii-kratkosrochnye-i-srednesrochnye-trendy/> (Просмотрено 4 сентября 2025).

Винокуров, Е. (ред.), Ахунбаев, А., Чуев, С., Адахаев, А., Сарсембеков, Т. (ЕАБР, 2024b) Питьевое водоснабжение и водоотведение в Центральной Азии. Доклад 24/5. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/special-reports/pitevoe-vodosnabzhenie-i-vodootvedenie-v-centralnoj-azii/> (Просмотрено 4 сентября 2025).

Винокуров, Е. (руководитель авторского коллектива), Амангельды, С., Ахунбаев, А., Забоев, А., Кузнецов, А., Малахов, А. (ЕАБР, 2024с) Евразийский транспортный каркас. Доклад 24/6. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/special-reports/evrazijskij-transportnyj-karkas/> (Просмотрено 4 сентября 2025).

Винокуров, Е. (ред.), Кузнецов, А., Малахов, А., Алданазаров, М. (ЕАБР, 2025) Инвестиции в будущее: проекты международных финансовых организаций в Евразии. Доклад 2025/8. Алматы: Евразийский банк развития.

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Соболевская, М., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (ЕАБР, 2024) Макроэкономический прогноз 2024–2026. Июнь 2024. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews/makroekonomicheskij-prognoz-eabr-2024-2026-June/> (Просмотрено 27 августа 2025).

Капелюшников, Р. (2024) Эскалация вакансий на российском рынке труда (динамика, структура, триггеры), НИУ ВШЭ, 2024. Доступно на: https://wp.hse.ru/data/2024/04/04/2143616755/WP3_2024_02.pdf (Просмотрено 20 августа 2025).

Малева, Т., Ляшок, В. (2024) Дефицит рабочей силы в России: краткосрочные и долгосрочные эффекты. Экономическая политика. 2024; 19(6):120–153. Доступно на: <https://doi.org/10.18288/1994-5124-2024-6-120-153> (Просмотрено 25 августа 2025).

МЭ КР (2025). Запущено 67 промышленных объектов: проводимая работа в сфере экономики. Доступно на: <https://mineconom.gov.kg/ru/post/11169> (Просмотрено 2 сентября 2025).

МЭР (2018) Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2036 года. Министерство экономического развития Российской Федерации 2018. Доступно на: https://www.economy.gov.ru/material/directions/makroec/prognozy_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya/prognost_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya_rossiyskoy_federacii_na_period_do_2036_goda.html (Просмотрено 25 августа 2025).

НБ РК (2025) Индекс деловой активности по Казахстану. Доступно на: <https://www.nationalbank.kz/ru/news/informacionnye-soobshcheniya/17878> (Просмотрено 5 сентября 2025).

Омельченко, И., Сафонов, А. (2024). Прогноз потребности экономики в кадрах для формирования государственного заказа системе образования. Социально-трудовые исследования. 2024; 57(4): 142–144. Доступно на: <https://cyberleninka.ru/article/n/prognost-potrebnosti-ekonomiki-v-kadrah-dlya-formirovaniya-gosudarstvennogo-zakaza-sisteme-obrazovaniya/pdf> (Просмотрено 28 августа 2025).

Положихина, М. (2024) Глобальные тенденции рынка труда и специфика занятости в России. Социальные новации и социальные науки. 2024. № 2. С. 10–35. Доступно на: <https://sns-journal.ru/ru/archive/> (Просмотрено 25 августа 2025).

Храмченко, А., Григорян, М., Карпинский, Г., Стефанов, А. (2023) Современное состояние уровня безработицы в России и мире, методы ее преодоления, ЕГИ. 2023. № 6 (50). Доступно на: <https://cyberleninka.ru/article/n/sovremennoe-sostoyanie-urovnya-bezrabotitsy-v-rossii-i-mire-metody-ee-preodoleniya> (Просмотрено 25 августа 2025).

Gopinath, G., Gourinchas, P-O. Presbitero, A.F., Topalova, P. (2024) Changing Global Linkages: A New Cold War? IMF Working Paper 2024/076. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2024/04/05/ChangingGlobal-Linkages-A-New-Cold-War-547357> (Просмотрено 28 августа 2025).

Emirates Center for Strategic Studies and Research. (ECSSR, 2024). “Technology Standards: Significance and Geopolitical Dimensions,” Июнь 2024. Доступно на: <https://ecssr.ae/en/research-products/reports/2/198119> (Просмотрено 12 сентября 2025).

Martin, J. P. (2019) Live Longer, Work Longer: The Changing Nature of the Labour Market for Older Workers in OECD Countries. IZA DP No. 11510 2019 Доступно на: <https://docs.iza.org/dp11510.pdf> (Просмотрено 25 августа 2025).

UNCTAD (2025) World Investment Report: International investment in the digital economy. Geneva, 2025. Доступно на: <https://unctad.org/publication/world-investment-report-2025> (Просмотрено 27 августа 2025).

OECD (2019), Daniele, F., T. Honiden and A. Lembcke, Ageing and productivity growth in OECD regions: Combatting the economic impact of ageing through productivity growth? OECD Regional Development Working Papers, No. 2019/08, Доступно на: https://www.oecd.org/en/publications/ageing-and-productivity-growth-in-oecd-regions_9dcb3116-en.html (Просмотрено 25 августа 2025).

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

ВВП	– валовой внутренний продукт
ВНД	– валовой национальный доход
ГСМ	– горюче-смазочный материал
ЕАБР	– Евразийский банк развития
ЕАЭС	– Евразийский экономический союз
ЕЦБ	– Европейский центральный банк
ЖКХ	– жилищно-коммунальное хозяйство
ИТ	– информационные технологии
КР	– Кыргызская Республика
МВФ	– Международный валютный фонд
МСБ	– малый и средний бизнес
НБ КР	– Национальный банк Кыргызской Республики
НБ РБ	– Национальный банк Республики Беларусь
НБ РК	– Национальный банк Республики Казахстан
НБ РТ	– Национальный банк Республики Таджикистан
НДС	– налог на добавленную стоимость
ООН	– Организация Объединенных Наций
ПИИ	– прямые иностранные инвестиции
ППС	– паритет покупательной способности
РА	– Республика Армения
РБ	– Республика Беларусь
РК	– Республика Казахстан
РТ	– Республика Таджикистан
РФ	– Российская Федерация
США	– Соединенные Штаты Америки
ФРС	– Федеральная резервная система
ЦБ РА	– Центральный банк Республики Армения
ЦБ РФ	– Центральный банк Российской Федерации
б.п.	– базисный пункт
г., гг.	– год, годы
долл.	– доллар США
млн	– миллион
млрд	– миллиард
п.п.	– процентный пункт
трлн	– триллион
тыс.	– тысяча
%	– процент
% г/г	– годовой темп прироста
НІС	– High Income Country
PMI	– Purchasing Managers' Index
SDR	– Special Drawing Rights



Аналитика на сайте ЕАБР



Макроэкономический прогноз (RU/EN)

Макроэкономический прогноз ЕАБР 2025–2027

В аналитическом материале представлен анализ экономического развития государств — участников Банка в начале 2025 г. и прогноз основных макроэкономических показателей до конца 2025 г. и на 2026–2027 гг.



Доклад (RU/EN)

Оценка торговых и инвестиционных отношений между Индией и Центральной Азией: извлечение экономических выгод

В совместном докладе представлены комплексный анализ текущего состояния и перспектив развития двусторонних торговых и инвестиционных отношений между Индией и Центральной Азией, а также рекомендации по углублению сотрудничества.



Доклад (RU/EN)

Будущее исламского финансирования в Центральной Азии

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



Рабочий документ 25/6 (RU/EN)

Модель макроэкономического анализа и прогнозирования экономики Узбекистана

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



Рабочий документ 25/5 (RU/EN)

Евразийский транспортный каркас: Обсерватория проектов и интерактивная карта

В рабочем документе «Евразийский транспортный каркас: Обсерватория проектов и интерактивная карта» представлены электронная база данных и визуальный интерфейс для мониторинга и скоординированного развития инфраструктуры евразийских транспортных коридоров и маршрутов.



Доклад (RU/EN)

Производство ирригационного оборудования в Центральной Азии: Индустриализация водного сектора

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



Доклад 25/2 (RU/EN)

Бассейн реки Иртыш: трансграничные вызовы и практические решения

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



Доклад 25/1 (RU/EN)

Взаимные инвестиции на Евразийском континенте: новые и старые партнеры

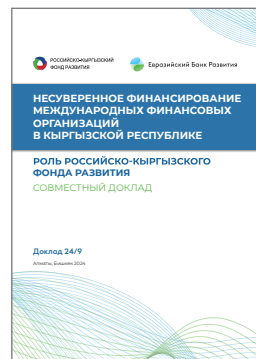
Доклад содержит детальные сведения о масштабах, динамике, географической и отраслевой структуре накопленных взаимных прямых инвестиций между странами Евразийского региона, с одной стороны, и Китаем, Турцией, Ираном, странами Залива, с другой стороны, за период с 2016 г. по первое полугодие 2024 г.



Доклад 24/10 (RU/EN)

Мониторинг взаимных инвестиций ЕАБР — 2024. Евразийский регион

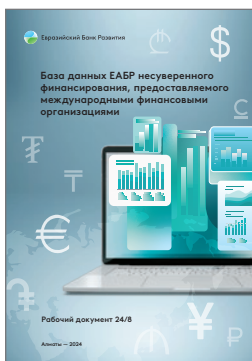
Доклад содержит детальные сведения о масштабах, динамике, географической и отраслевой структуре взаимных прямых инвестиций стран Евразийского региона за период с 2016 г. по первое полугодие 2024 г.



Доклад 24/9 (RU)

Несуверенное финансирование международных финансовых организаций в Кыргызской Республике

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



Рабочий документ 24/8 (RU/EN)

База данных ЕАБР несuverенного финансирования, предоставляемого международными финансовыми организациями

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



Доклад 24/7 (EN)

Капитал в многосторонних банках развития

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



Доклад 24/6 (RU/EN)

Евразийский транспортный каркас

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



Доклад 24/5 (RU/EN)

Питьевое водоснабжение и водоотведение в Центральной Азии

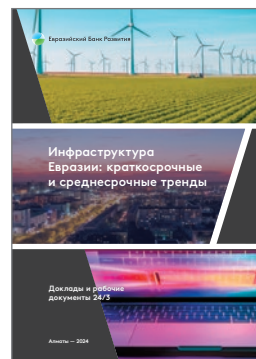
В Центральной Азии 10 млн человек не имеют доступа к безопасной питьевой воде. С учетом приоритетного значения питьевой воды для здоровья населения и масштаба вызовов в регионе требуется комплексный подход. В исследовании ЕАБР представлен набор практических шагов, который формирует такой подход.



Доклад 24/4 (RU/EN)

Нефтегазохимическая промышленность Евразии: перспективы углубления переработки

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



Доклад 24/3 (RU/EN)

Инфраструктура Евразии: краткосрочные и среднесрочные тренды

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



Евразийский Банк Развития

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

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



Евразийский Банк Развития

www.eabr.org