



Евразийский
Банк Развития

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ 2026–2028



ДЕКАБРЬ 2025





МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

ДЕКАБРЬ 2025

2025

Экономическая активность в регионе продолжила расширяться



прирост ВВП в 2025 г.

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

6,9%

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

≈16%

ключевая ставка в России
на конец 2025 г.

≈18%

базовая ставка в Казахстане
на конец 2025 г.

2026

Экономика региона возвращается
к устойчивым темпам роста

2,3%

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

6,1%

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

6,3%

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

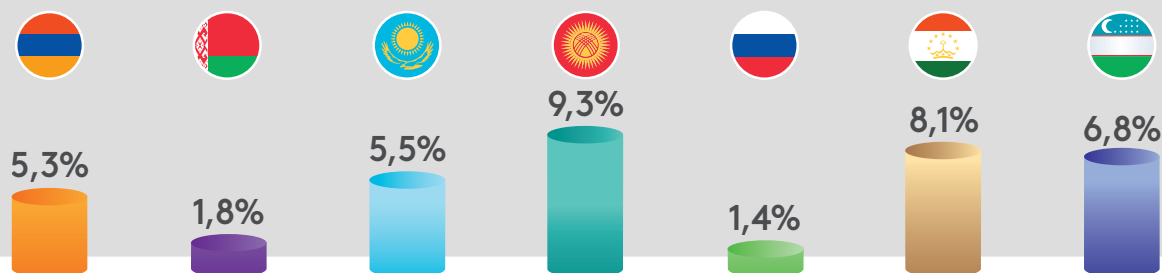
≈13%

ключевая ставка в России
на конец 2026 г.

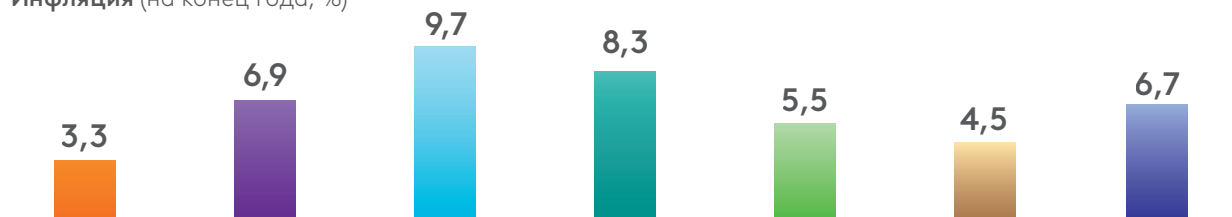
≈14%

базовая ставка в Казахстане
на конец 2026 г.

Прирост ВВП в 2026 г. (% г/г)



Инфляция (на конец года, %)



Курс к доллару (в среднем за год)



Винокуров, Е., Кузнецов, А., Шарафутдинов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (2025) *Макроэкономический прогноз 2026–2028. Декабрь 2025*. Алматы: Евразийский банк развития.

Авторы

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© Евразийский банк развития, 2025

СОДЕРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ	5
ГОСУДАРСТВА — УЧАСТНИКИ ЕАБР	6
ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА	7
Врезка 1. После эпохи сверхдешевых денег: испытание для финансовой стабильности и инвестиций в условиях «нормального» уровня ставок.....	11
Врезка 2. Тренды использования валют: в резервах, расчетах и банковских операциях.....	16
РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ	21
Текущая ситуация.....	22
Прогноз.....	24
Риски	26
РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ	27
Текущая ситуация.....	28
Прогноз.....	30
Риски	32
РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН	33
Текущая ситуация.....	34
Прогноз.....	36
Риски	38
КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА	39
Текущая ситуация.....	40
Прогноз.....	42
Риски	44
РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ	45
Текущая ситуация.....	46
Прогноз.....	48
Риски	51
РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН	53
Текущая ситуация.....	54
Прогноз.....	56
Риски	58
РЕСПУБЛИКА УЗБЕКИСТАН	59
Текущая ситуация.....	60
Прогноз.....	62
Риски	64
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	65
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	67
ГЛОССАРИЙ	69

РЕЗЮМЕ

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

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

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

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

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

ГОСУДАРСТВА — УЧАСТНИКИ ЕАБР

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

прирост в % к предыдущему году, если не указано другое

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

Примечание: здесь и в остальных таблицах П — прогноз,

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

ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Динамика процентных ставок в США и еврозоне будет разнонаправленной.

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

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

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

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

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

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

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

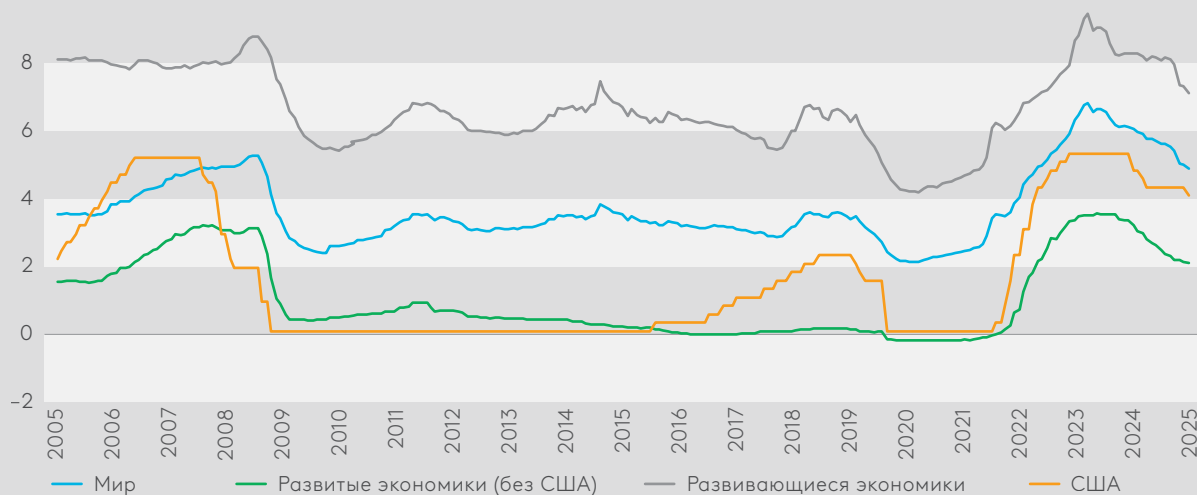
За последние годы резко выросла стоимость обслуживания долга ([рисунки 1 и 2](#)), ускорилось накопление новых заимствований, а устойчивость компаний снизилась. Мировая экономика фактически вернулась к старым нормам по ставкам после более чем десятилетнего периода с конца 2000-х гг. по начало 2020-х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

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

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

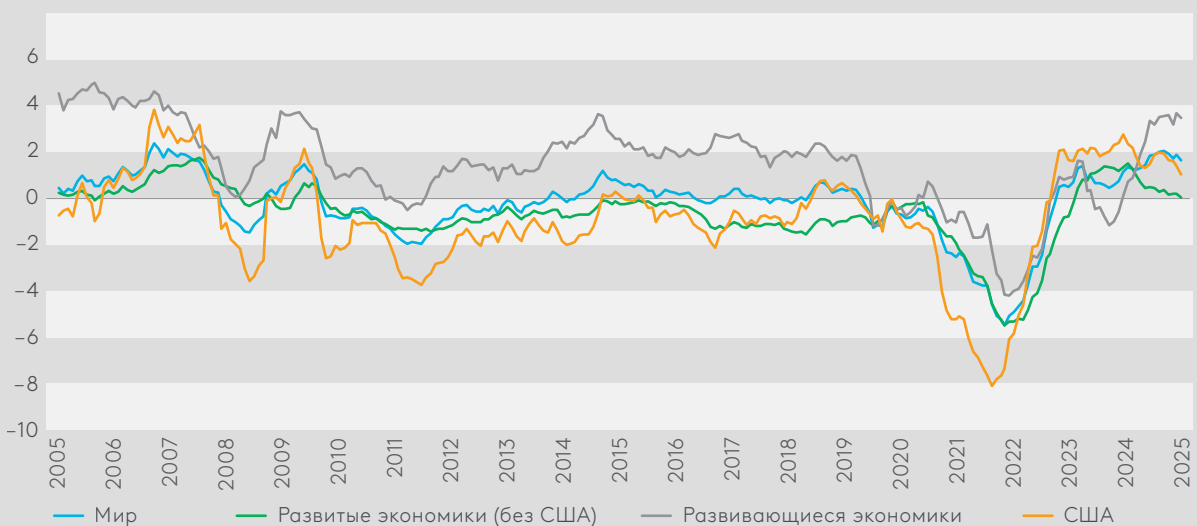
Для стран, чьи внешние обязательства во многом номинированы в долларах, подешевевший доллар снизил их стоимость долга в пересчете на национальную валюту. Снизилось давление на бюджеты в части погашения и обслуживания долга. Сохраняющаяся высокая неопределенность на мировых рынках по-прежнему создает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

↓ Рисунок 1. Номинальные ключевые процентные ставки, % годовых



Источник: Federal Reserve Bank of Dallas.

↓ Рисунок 2. Реальные ключевые процентные ставки, % годовых



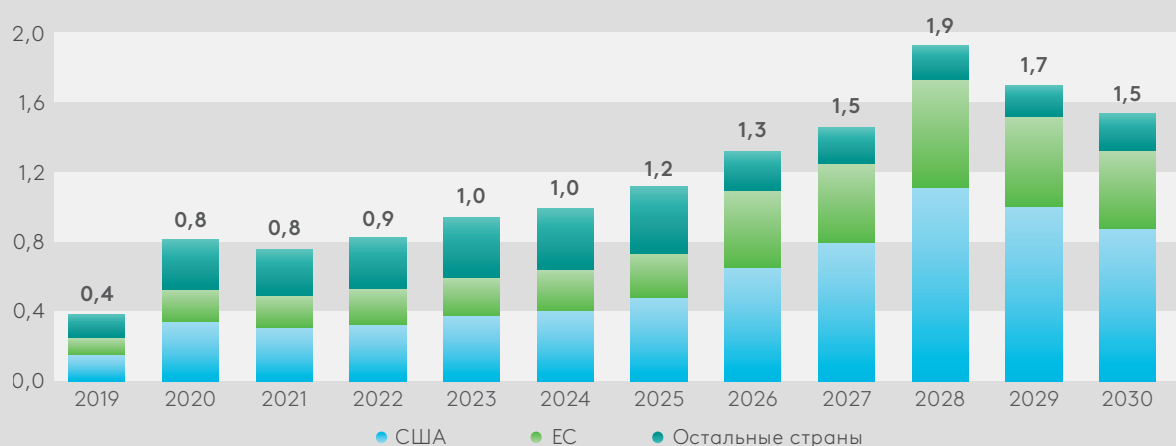
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР на основе данных МВФ.

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

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

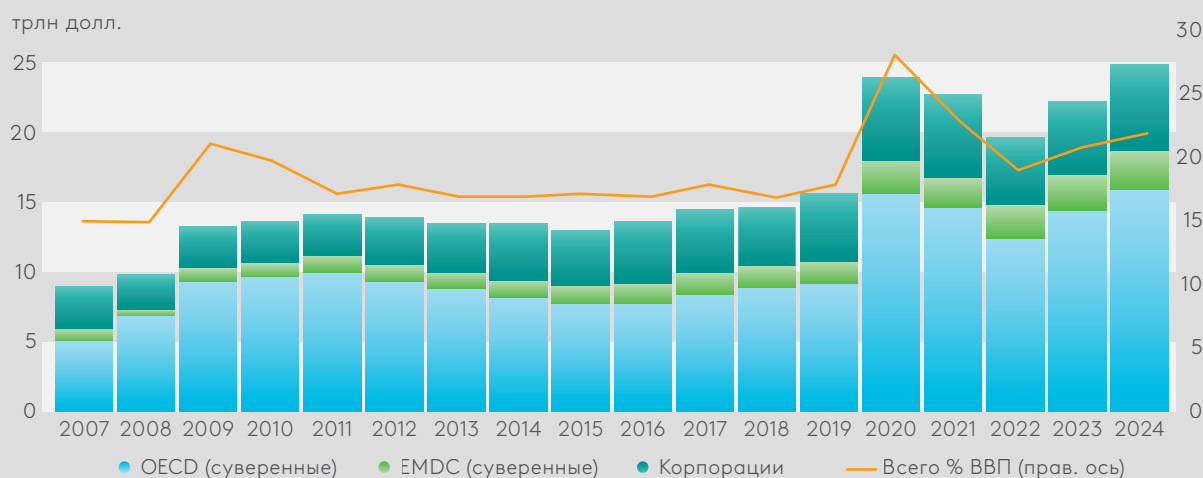
рефинансирование превратилось в серьезную проблему: новые кредиты обходятся дороже и, как правило, предоставляются на более короткий срок (S&P, 2025). Компании сталкиваются с необходимостью выплатить крупные суммы в сжатые сроки. Так, если в 2019–2020 гг. можно было привлекать новые кредиты в еврозоне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

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



Источник: S&P.

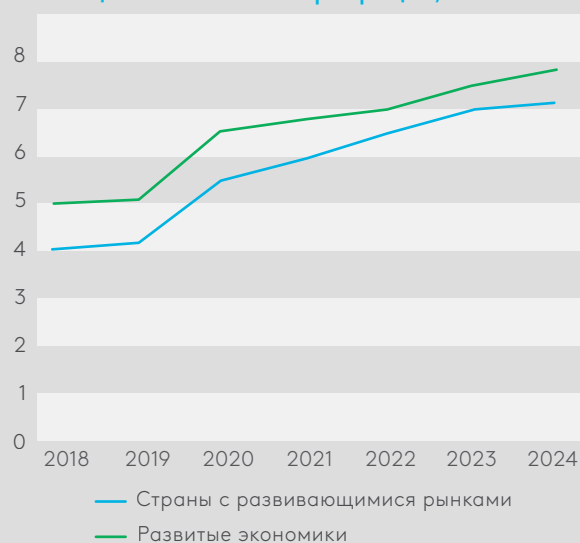
↓ Рисунок 4. Выпуск долговых обязательств



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

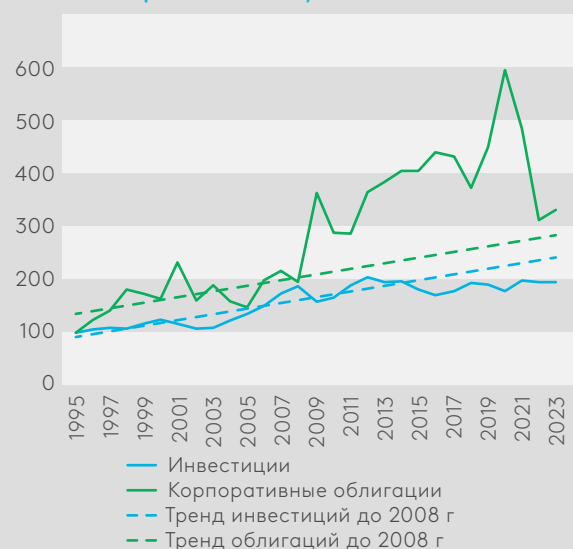
Финансовое положение компаний ухудшается: растущая долговая нагрузка и высокая стоимость обслуживания обязательств снижают их способность погашать долги. Растет число компаний с низким уровнем покрытия процентных платежей⁵. Однако это лишь часть проблемы. Ряд крупных компаний продолжает функционировать,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

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



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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

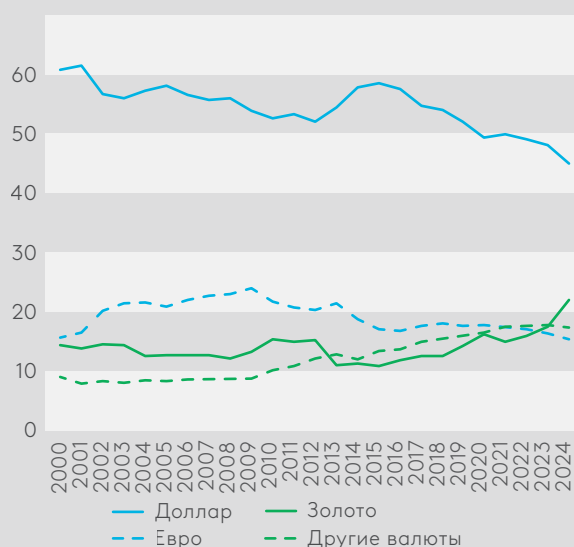
1. Дедолларизация резервов

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

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

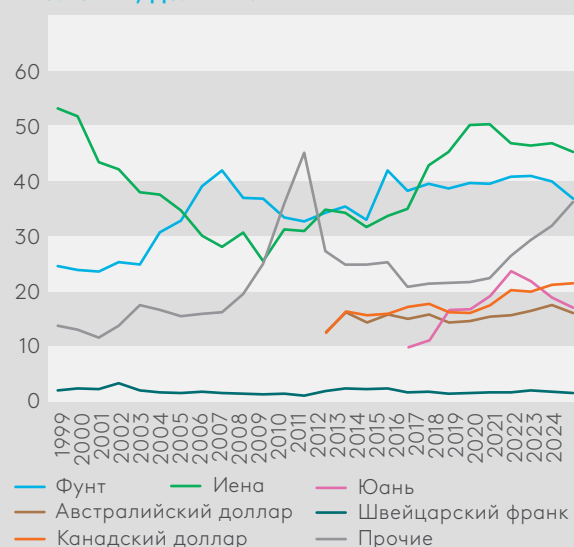
⁹ Доля золота в резервах выросла прежде всего благодаря росту цен на этот металл. [Физический объем запасов золота](#) в резервах центральных банков увеличился на 0,6% за 2024 г. и на 12% за 2014–2024 гг.

↓ Рисунок 7. Структура международных резервов¹⁰, доли в %



Источник: ВБ, МВФ, расчеты аналитиков ЕАБР.

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



Источник: ВБ, МВФ, расчеты аналитиков ЕАБР.

2. Долларизация (и деевроизация) расчетов

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

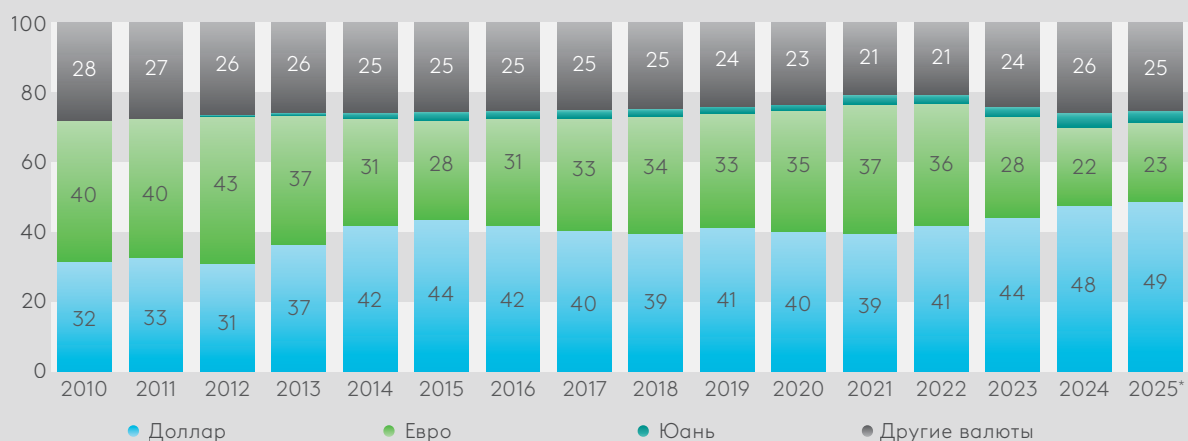
¹⁰ Без учета резервных позиций в МВФ, СДР и «других резервных активов». В рамках анализа под международными резервами понимается сумма валютной части и стоимости золотого запаса.

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

¹² Данные доступны за период с 2010 г.

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

↓ Рисунок 9. Валютная структура международных расчетов через систему SWIFT



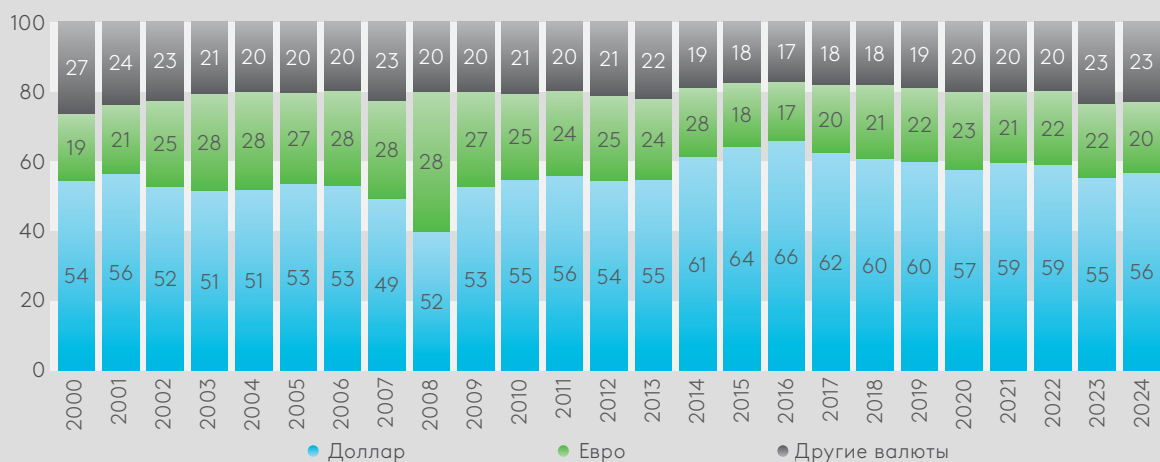
Примечание: * январь — июль 2025 г.

Источник: ФРС, SWIFT, расчеты аналитиков ЕАБР.

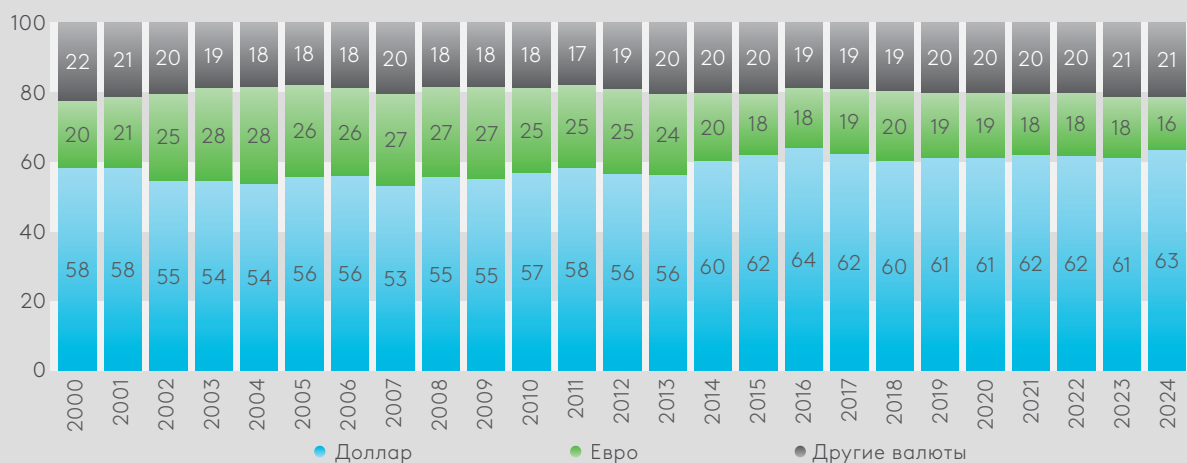
3. Стабильность структуры международных банковских активов и пассивов

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

↓ Рисунок 10А. Валютная структура международных активов банков*



↓ Рисунок 10Б. Валютная структура международных пассивов банков



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

** Включая юань.

Источник: ФРС США.

Выводы

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

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

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

РЕСПУБЛИКА
АРМЕНИЯ



РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ

Рост ВВП Армении прогнозируется на уровне 5,3% в 2026 г. Инфляция по итогам 2026 г. составит 3,3%, оставаясь в целевом диапазоне в условиях стабильности обменного курса драма. В прогноз на 2026 г. заложено слабоотрицательное влияние бюджетной политики на экономику.

Текущая ситуация

Экономическая активность¹⁴ в Армении увеличилась на 8,1% г/г в январе — октябре 2025 г. Рост был обеспечен секторами услуг (+10,8% г/г) и строительства (+20,6% г/г), а также улучшением показателей промышленности. В январе — октябре спад в промышленном секторе (–3,0% г/г) сохранился, при этом в III квартале 2025 г. динамика выпуска стала положительной впервые с 2024 г. и в октябре составила +17,9% г/г. На деловую активность продолжают положительно влиять сектора строительства на фоне роста ипотечного кредитования (на 21,8% г/г в октябре 2025 г.) и торговли (+3,2% г/г в январе — октябре). Внутренний спрос поддерживали высокие темпы роста кредитования населения (на 26,5% г/г в октябре 2025 г.) и рост денежных переводов на 25% г/г в январе — сентябре. Туристическая активность увеличилась на 0,8% г/г по итогам девяти месяцев 2025 г. после снижения на 11,3% г/г в I квартале.

ВВП Армении вырос на 6,0% по итогам первых девяти месяцев 2025 г. Наибольший вклад внесли финансовая деятельность, информация и связь, а также строительство (увеличились на 14,8%, 18,1% и 22,8% г/г соответственно). Потребительские расходы домашних хозяйств и инвестиции были основными драйверами со стороны спроса (рост соответственно на 10,2% и на 19,6% г/г).

В 2025 г. ожидается рост ВВП на 6,0% г/г, что несколько выше, чем в нашем предыдущем прогнозе. Внутренний спрос поддерживается высокими темпами кредитования населения, положительной динамикой денежных переводов и активными инвестициями в основной капитал. Расширение бюджетного дефицита, запланированное на 2025 г., также оказывает стимулирующее воздействие на совокупный спрос. Восстановление туристической активности также будет способствовать устойчивости экономического роста в IV квартале 2025 г.

¹⁴ Показатель экономической активности — это месячный индекс, который, в отличие от ВВП, показывает изменения реального объема выпуска продукции в экономике, а не добавленную стоимость с учетом налогов.

В январе — сентябре 2025 г. приток трансграничных переводов в Армению увеличился на 7,3% г/г (чистый приток вырос на 15,5% г/г) и составил 4,2 млрд долл.¹⁵ Рост обеспечили переводы из Российской Федерации и Великобритании. При этом за тот же период отток средств вырос на 4,9% г/г, преимущественно в Швейцарию. Чистый приток некоммерческих переводов, включающих переводы домашним хозяйствам, увеличился на 25% г/г в январе — сентябре текущего года (после снижения в 2023 и 2024 гг.), что оказало дополнительную поддержку внутреннему спросу.

Инфляция в Армении составила 3,7% г/г в октябре после 3,8% г/г в сентябре. Уровень инфляции в основном продолжает определяться стоимостью продовольствия (5,6% г/г в октябре после 5,8% г/г месяцем ранее), что связано с динамикой мировых цен. В октябре инфляция в секторе услуг несколько ускорилась (2,9% г/г после 2,8% г/г месяцем ранее), вместе с тем в непродовольственном сегменте рост цен стабилизировался на уровне 0,9% г/г.

Мы ожидаем, что темпы роста потребительских цен составят 3,3% г/г на конец 2025 г. Такая динамика будет обусловлена внешним инфляционным давлением, прежде всего за счет высоких цен на импортируемые продукты, и ростом инфляции в секторе непродовольственных товаров. Усиление инфляции в секторе услуг, главным образом из-за роста стоимости авиаперевозок и увеличения туристических потоков во втором полугодии, станет дополнительным проинфляционным фактором.

Центральный банк Армении вновь сохранил ставку рефинансирования на уровне 6,75% на заседании 4 ноября. Инфляция находилась в целевом интервале и составила 3,7% г/г в октябре после 3,8% г/г в сентябре. Вместе с тем ЦБ РА отмечает, что увеличились риски роста цен на импортируемые товары и риски усиления инфляционного давления, в том числе за счет расширения внутреннего спроса. При условии, что инфляция будет находиться в целевом диапазоне ЦБ РА и внутренний спрос продолжит сбалансированный рост, ставка рефинансирования будет на уровне около 6,5–6,75% до конца 2025 г.

Стоимостные объемы экспорта и импорта снизились в январе — октябре текущего года на 44,7% г/г и 31,2% г/г соответственно, потому что положительное влияние внешней торговли драгоценными металлами исчерпано. Если не учитывать фактор торговли драгоценными и недрагоценными металлами, рост объемов экспорта составил 8,4% г/г (продукты питания и минеральные продукты), а импорта 7,6% г/г (транспортные средства и продукты питания) в январе — сентябре 2025 г.

¹⁵ Включают коммерческие и некоммерческие перечисления физических лиц через банковскую систему РА. В 2022, 2023 и 2024 гг. приток трансграничных переводов физических лиц в Армению составил соответственно 5,1; 5,6 и 5,8 млрд долл. против 2,0 млрд долл. в среднем за год в 2019–2021 гг. Вместе с тем в 2023 и 2024 гг. усилился отток.

Баланс государственного бюджета сформировался с дефицитом в размере 1,0% ВВП в январе — сентябре 2025 г. (1,0% ВВП в 2024 г.). Доходы увеличились на 14,3% г/г, расходы — на 14,1% г/г. На 2025 г. запланированный правительством уровень дефицита составляет 5,5% ВВП — после 3,7% ВВП годом ранее. Это допускает ускорение роста государственных расходов в течение оставшейся части 2025 г. и дополнительное стимулирование внутреннего спроса.

В январе — октябре 2025 г. курс армянского драма к доллару укрепился на 1,1% г/г, а к евро и российскому рублю — ослаб на 2,2% и 7,9% г/г соответственно. Уровень международных резервов достиг 4,5 млрд долл. в октябре 2025 г., превысив исторический максимум (4,2 млрд долл. в 2023 г.). Вместе с ростом туристической активности, улучшением динамики денежных переводов и внешней торговли это стало важным фактором поддержания стабильности национальной валюты.

Прогноз

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

Показатель	2024	2025П	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	5,9	6,0	5,3	5,3	5,1
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	1,5	3,3	3,3	3,3	3,0
Ставка рефинансирования (%, в среднем за год)	8,0	6,8	6,5	6,0	6,0
Курс армянского драма к доллару (в среднем за год)	392	389	393	400	403

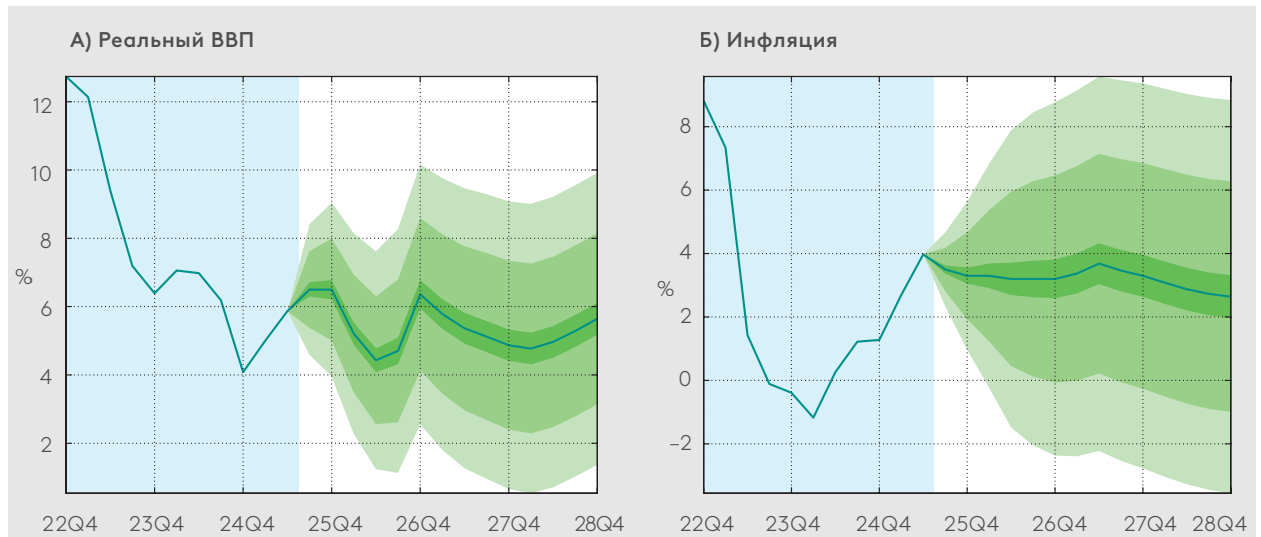
Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

ВВП Армении, по прогнозу, увеличится на 5,3% в 2026 г. (рисунок 11.А). Темпы экономического роста останутся высокими. Основной вклад в экономику по-прежнему будет обеспечен потреблением домашних хозяйств (при поддержке высокого уровня кредитования и накоплений), а также инвестициями в основной капитал. Улучшение глобальных экономических перспектив, включая ускорение роста в России, будет способствовать сохранению стабильного внешнего спроса, в том числе на туристические услуги. В то же время сокращение дефицита бюджета с 5,5% до 4,5% ВВП в 2026 г. окажет сдерживающее влияние на расширение совокупного спроса (таблица 3). **В 2027–2028 гг. темпы роста экономики прогнозируются на уровне около 5,2% г/г в среднем.** Экономическая активность будет формироваться вблизи долгосрочных темпов при поддержке стабильного внешнего спроса, восстановления промышленного производства и сбалансированной монетарной политики.

Инфляция прогнозируется на уровне 3,3% г/г на конец 2026 г. (рисунок 11.Б). В 2026–2028 гг. инфляция сохранится в целевом диапазоне ЦБ РА ($3\pm 1\%$), составляя в среднем 3,3% в год, в условиях возвращения экономики к долгосрочным темпам роста. В то же время проинфляционными факторами выступят сильный внешний спрос, устойчивое потребление домашних хозяйств и повышение мировых цен на продовольствие в среднесрочном периоде.

↓ Рисунок 11. Прогноз экономической активности и инфляции в Армении



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

Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

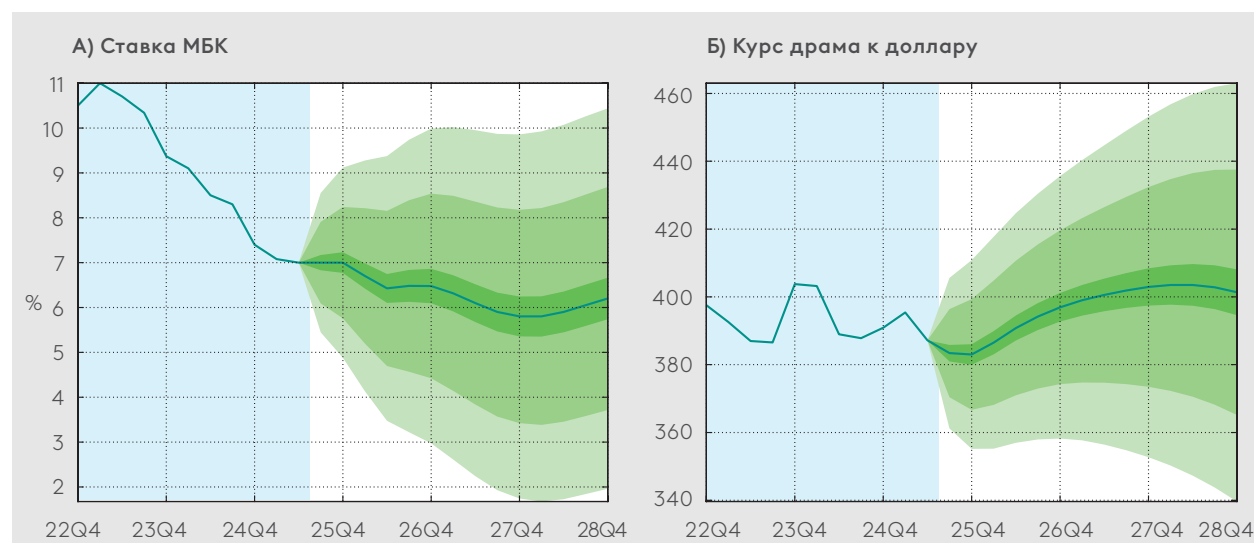
Денежно-кредитная политика и курс армянского драма

Ставка рефинансирования в среднем составит 6,5% в 2026 г. (рисунок 12.А). На конец 2026 г. ожидаем ставку около 6,5%. ЦБ РА, учитывая сохраняющиеся проинфляционные риски со стороны как внутреннего, так и внешнего спроса, будет подходить к снижению ставки с осторожностью. В 2027–2028 гг. ставка, согласно прогнозу, стабилизируется вблизи 6,0%, что будет соответствовать поддержке инфляции в целевом диапазоне ЦБ РА и обеспечению темпов роста ВВП на долгосрочном устойчивом уровне — около 5,0–5,5% в год.

Среднегодовой курс драма к доллару прогнозируется на уровне 393 в 2026 г. (рисунок 12.Б). На динамику обменного курса драма повлияет рост импорта в условиях стабильного внутреннего потребительского и инвестиционного спроса. Поддержку национальной валюте окажет стабильный внешний спрос. В 2027–2028 гг. среднегодовой курс составит около 400 драмов за доллар. Постепенное ослабление армянского драма будет происходить на фоне повышения цен на импортируемое продовольствие, сохранения долгосрочных темпов роста экономики и в меньшей степени за счет снижения ставок на денежном рынке.

Сдерживающая бюджетная политика в среднесрочной перспективе. По нашей оценке, влияние бюджетной политики на спрос в 2026 г. будет ограничивающим, учитывая [планы](#) Правительства РА снизить дефицит бюджета до 4,5% ВВП после 5,5% в 2025 г. Сокращение дефицита будет обусловлено уменьшением расходов на 1,2 п.п. — до 30,4% ВВП при сохранении доходов на уровне 26% ВВП. Правительство намерено удерживать капитальные расходы на уровне 5,7% ВВП в 2026–2028 гг. Успешная реализация этих планов повысит общую производительность и окажет положительное влияние на темпы потенциального роста экономики в среднесрочной перспективе. В 2027–2028 гг. ожидается умеренно сдерживающее воздействие бюджетной политики на спрос в связи с постепенным снижением расходов до 28,7% ВВП и стабилизацией доходов около 26% ВВП.

↓ **Рисунок 12. Прогноз процентной ставки и курса армянского драма**



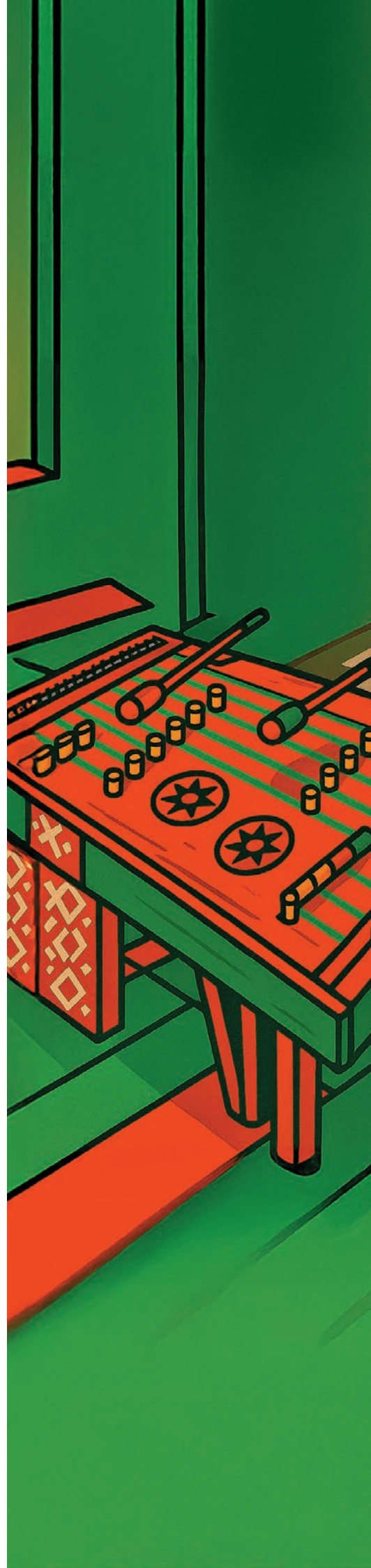
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Геополитические риски. Сохранение геополитической напряженности повышает неопределенность прогнозов по ключевым макроэкономическим показателям. В случае реализации неблагоприятных сценариев возрастет страновой риск, усилятся проинфляционные факторы и риски ослабления внешнего спроса.

Риски, связанные с глобальной торговлей. Продолжающаяся мировая торговая напряженность и замедление роста у торговых партнеров могут привести к снижению внешнего спроса и еще большей нестабильности мировой инфляции. Длительная неопределенность в торговой политике США способна ослабить потребительскую и инвестиционную активность как в самих США, так и в других странах. Ужесточение торговых мер может, с одной стороны, снизить цены за счет падения спроса на импорт, а с другой — вызвать перебои в цепочках поставок и усилить инфляционное давление на глобальном уровне.

РЕСПУБЛИКА
БЕЛАРУСЬ



РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

Рост ВВП Беларуси в 2026 г. составит 1,8% в условиях сохранения потребительской и инвестиционной активности. Инфляция прогнозируется вблизи 7% в конце 2026 г. Ожидаем снижения ценового давления на фоне возврата экономики к траектории сбалансированного роста. Ставка рефинансирования сохранится близкой к текущему уровню (9,75%) на всем прогнозном горизонте.

Текущая ситуация

Экономика Беларуси вырастет на 1,8% в 2025 г. Высокая потребительская и инвестиционная активность остается ключевым драйвером роста. По итогам девяти месяцев ВВП увеличился на 1,6% г/г. Экономическая активность поддерживалась мерами властей по стимулированию инвестиций и ростом доходов населения. Оценка на 2025 г. понижена на 1,4 п.п. по сравнению с [предыдущим прогнозом \(ЕАБР, 2025\)](#) из-за того, что рост спроса со стороны основного торгового партнера — России — замедляется активнее, чем предполагалось ранее.

Строительство, торговля и ИТ-сектор обеспечили более половины прироста ВВП за январь — сентябрь 2025 г. Добавленная стоимость в строительной отрасли увеличилась на 10,7% г/г, сформировав почти 0,6 п.п. прироста ВВП. Рост в ИТ-отрасли составил 3,9% г/г. Сильная динамика пассажирских перевозок (+6,5% г/г) поддержала увеличение добавленной стоимости в транспортном секторе (+2,5% г/г). Более высоким темпам роста экономики препятствовало снижение объемов промышленного производства (–0,8% г/г) на фоне сокращения экспортных поставок. Падение внешнего спроса на товары белорусских производителей отразилось в росте запасов готовой продукции — их объем составил 80,1% среднемесячного выпуска на 1 октября 2025 г. (против 61,7% годом ранее). В сельском хозяйстве объем выпуска пока также не достиг уровня предыдущего года (–1% г/г) вследствие сокращения поголовья скота. Однако урожай основных сельскохозяйственных культур лучше, чем в прошлом году, и это позволяет ожидать, что положительные темпы роста восстановятся по итогам года.

Внутренний спрос расширяется на фоне высокой потребительской и инвестиционной активности. Потребление растет благодаря повышению заработных плат (+10% г/г). Росту доходов населения способствовала политика властей по вовлечению граждан в трудовую деятельность, вследствие чего уровень безработицы в III квартале 2025 г. снизился до 2,4%, обновив исторический минимум. Инвестиции в основной капитал выросли на 15,3% г/г. Значительная часть прироста (6,5 п.п.) была профинансирована за счет роста банковского кредитования (+56,5% г/г) — этому способствовали меры Национального банка и расширение льготного кредитования. Дополнительно бюджетное финансирование увеличилось на 35,4% г/г, обеспечив около 4,7 п.п. прироста инвестиций. Основным направлением роста капитальных вложений стала промышленность, в том числе в добывающем секторе

(+89,1% г/г), обработке (+21,3% г/г) и водоснабжении (+32,4% г/г). Высокие темпы роста инвестиций также отмечаются в сельском хозяйстве (+12,4% г/г), транспортной отрасли (+12,3% г/г) и секторе операций с недвижимостью (+11,1% г/г).

Инфляция стабилизируется, но останется выше цели (5%) и составит около 7,1% в 2025 г. Рост цен ускорился с 5,2% г/г в конце прошлого года до 7,4% г/г в июле 2025 г., после чего замедлился до 6,9% г/г в октябре. Ускорение было связано с ростом внутреннего спроса и выравниванием цен с Россией. Снижение темпов роста цен на сезонные овощи и фрукты, усиление административного регулирования на мясомолочную продукцию и укрепление обменного курса стали факторами замедления инфляции в III квартале 2025 г. Базовая инфляция впервые с начала года снизилась до 7,1% г/г в октябре (с 7,7% г/г в августе), что говорит об ослаблении инфляционного давления.

Дефицит внешней торговли товарами и услугами расширился до 0,6 млрд долл. в январе — августе 2025 г. — с 0,11 млрд долл. годом ранее. Ключевой фактор — увеличение отрицательного сальдо торговли товарами в 1,5 раза, до 3,21 млрд долл. Экспорт сократился на 2,5% г/г из-за уменьшения спроса на инвестиционные товары и снижения экспортных цен на промежуточные товары на ключевых рынках. Импорт товаров вырос на 1,4% г/г. Инвестиционная активность способствовала росту ввоза машин и оборудования на 9% г/г. Потребительский импорт увеличился на 16,6% г/г в условиях сильной динамики розничного товарооборота. Повышение профицита внешней торговли услугами до 2,6 млрд долл. за счет роста экспорта услуг (+15,4% г/г) компенсировало более половины увеличения дефицита торговли товарами.

Условия банковского кредитования изменились незначительно. Национальный банк в июне повысил ставку рефинансирования на 0,25 п.п. — до 9,75%. Политика регулятора реализовывалась посредством пруденциальных мер и различалась в зависимости от целей кредитования. Были приняты меры для повышения ставок потребительского кредитования, в то время как условия для инвестиционных кредитов смягчались. В результате ставки по кредитам для физических лиц повысились с 10,6% в I квартале до 11,2% в III квартале, а для юридических лиц сохранялись в диапазоне 12,0–12,3%. Кредитный портфель увеличивался умеренно: +4,8% на 1 сентября 2025 г. по сравнению с началом года за счет расширения кредитования в национальной валюте (+10% г/г).

Золотовалютные резервы росли в январе — октябре 2025 г., обновляя исторические максимумы. Их объем достиг 13,72 млрд долл. на начало ноября, увеличившись более чем в 1,5 раза (+4,8 млрд долл.) с начала года. Основными факторами роста стали, во-первых, переоценка стоимости золота в структуре золотовалютных резервов на 2,42 млрд долл. из-за повышения цен и, во-вторых, наращивание резервов в иностранной валюте (+2,32 млрд долл.). Валютные средства увеличиваются на фоне чистого предложения валюты на внутреннем рынке (+1,07 млрд долл.).

Прогноз

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

Показатель	2024	2025П	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	4,0	1,8	1,8	1,9	2,0
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	5,2	7,1	6,9	6,7	6,5
Ставка рефинансирования (% годовых в среднем за год)	9,5	9,7	9,75	9,75	9,75
Курс белорусского рубля к доллару (в среднем за год)	3,25	3,08	3,32	3,66	3,89

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

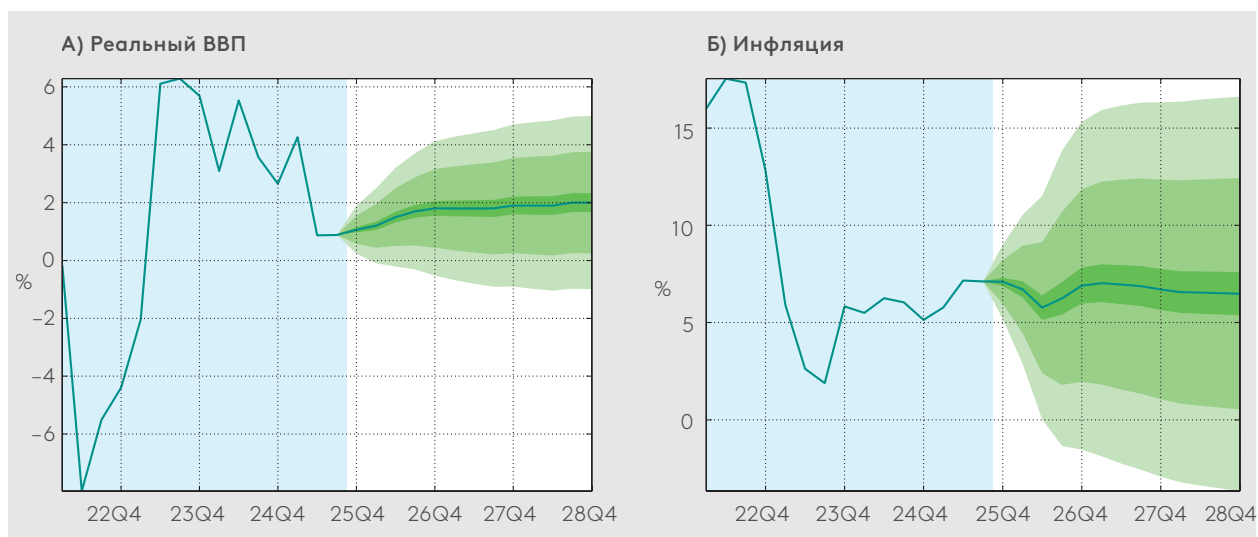
Экономическая активность и инфляция

Прогнозируется рост ВВП на 1,8% в 2026 г. (таблица 4). Экономика продолжит расти за счет внутреннего спроса. Увеличение доходов населения поддержит потребительскую активность, а правительство сохранит курс на стимулирование инвестиций. Предусмотренные механизмы кредитной поддержки и реализация более 600 проектов в рамках инвестиционных договоров с правительством обеспечат положительную динамику инвестиций. Инвестиционная активность наряду с мерами поддержки жилищного строительства придаст импульс строительной отрасли. Растущая потребность в замещении иностранных программных продуктов в Беларуси и России будет способствовать дальнейшему развитию ИТ-индустрии. Рост внутреннего спроса приведет к увеличению импорта. В то же время ожидаемое охлаждение спроса на белорусские товары из-за замедления роста российской экономики окажет сдерживающее влияние на экспорт. Улучшение конкурентоспособности вследствие ослабления реального курса лишь частично нивелирует негативный эффект снижения внешнего спроса. Запасы готовой продукции и сдержанный внешний спрос могут затруднять расширение промышленного производства.

Ожидаем, что в 2027–2028 гг. экономика ускорит темпы роста, вернувшись к траектории сбалансированного развития (рисунок 13.А). Экономическая активность будет расти в условиях повышения спроса со стороны России и увеличения внутреннего потребления. Реализация интеграционных и импортозамещающих проектов начнет расширять производственные возможности. Однако нехватка трудовых ресурсов и ограниченность доступа к передовым технологиям останутся сдерживающими факторами.

Инфляция, по нашим прогнозам, замедлится до 6,9% в 2026 г. и будет сохраняться вблизи обновленной целевой отметки — 7% (рисунок 13.Б). Инфляционный эффект от выравнивания цен с Россией в значительной степени исчерпан. Вместе с тем девальвация белорусского рубля к доллару и рост внутреннего спроса продолжат оказывать проинфляционное давление. Повышение ставки НДС в России может привести к дополнительному импорту инфляции.

↓ Рисунок 13. Прогноз экономической активности и инфляции в Беларуси

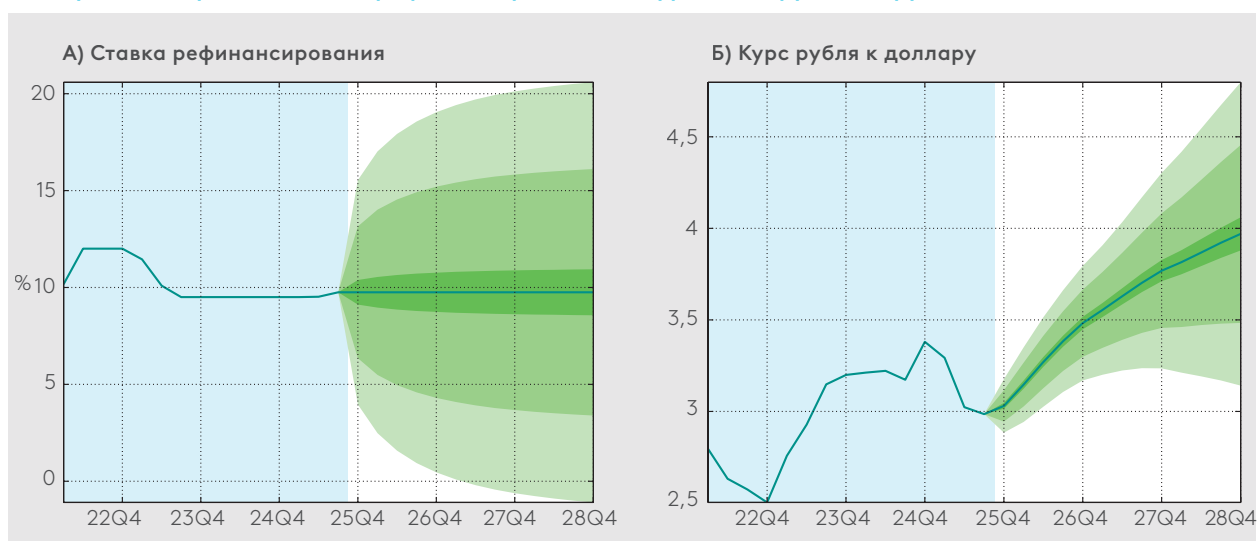


Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс белорусского рубля

Денежно-кредитные условия существенно не изменятся. Ожидается сохранение ставки рефинансирования на уровне, близком к текущему (около 9,75% годовых). Стабилизация инфляционных процессов не создает оснований для ее повышения. Национальный банк продолжит регулировать ликвидность макроprudенциальными мерами для возврата внутреннего спроса к траектории сбалансированного роста. С учетом прогнозируемой динамики цен в реальном выражении ставка останется положительной и стабильной. Ожидаемая ставка рефинансирования — около 9,75% на всем горизонте прогноза, что будет способствовать закориванию инфляционных ожиданий.

↓ Рисунок 14. Прогноз ставки рефинансирования и курса белорусского рубля



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Среднегодовой курс белорусского рубля к доллару прогнозируется на уровне 3,32 в 2026 г. Дефицит внешней торговли продолжит расширяться, повышая спрос на иностранную валюту. Более высокие темпы инфляции в Беларуси по сравнению со странами-партнерами будут создавать условия для ослабления белорусского рубля — это позволит поддерживать ценовую конкурентоспособность национальных товаропроизводителей. Чистая продажа валюты населением сохранится, поддерживая курс рубля ([рисунок 14.5](#)).

Риски

Снижение ВВП в России остается ключевым риском для экономики Беларуси.

Переориентация на российский рынок привела к тому, что его доля в белорусском экспорте товаров выросла до двух третей. Ограниченные логистические возможности поставок в третьи страны затрудняют быструю диверсификацию экспорта, что может вызвать сокращение производства. Для смягчения последствий правительство принимает меры по диверсификации направлений экспорта и расширению доступа на альтернативные рынки. При этом в случае расширения бюджетного стимулирования в России будут формироваться условия для более высоких, по сравнению с прогнозными, темпов роста в Беларуси. Кроме того, рост инвестиционной активности в условиях государственной поддержки создает условия для повышения эффективности экономики, а расширение производственного потенциала — для ускорения роста ВВП без усиления ценового давления.

Позитивным фактором риска может быть смягчение внешних логистических ограничений для Республики Беларусь, что отразится в том числе в повышении пропускной способности пограничных пунктов со странами ЕС и возобновлении доступа к балтийским портам. Это приведет не только к расширению экспорта, но и к существенному восстановлению транзитного потенциала, а в итоге — к ускорению роста ВВП.

РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН



РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

Ожидаем устойчивый рост экономики Казахстана на уровне около 5,5% в 2026–2028 гг. Раскрытие потенциала в несырьевом секторе станет ключевой опорой роста ВВП. Инфляция приблизится к целевому ориентиру в 5% в 2028 г. благодаря мерам денежно-кредитной политики. Ожидаем сохранения базовой ставки на уровне 18% до конца I квартала 2026 г.

Текущая ситуация

Экономика расширяется максимальными за последние 13 лет темпами. ВВП вырос на 6,4% г/г в январе — октябре 2025 г., что является самым высоким показателем с 2012 г. Как мы и [ожидали \(ЕАБР, 2024\)](#), запуск новых мощностей на месторождении Тенгиз придал импульс горнодобывающей промышленности. Ее вклад в динамику ВВП увеличился с 0,8 п.п. в январе — марте до 1,2 п.п. в январе — сентябре 2025 г. Кроме этого, второй год подряд отмечается форсированный рост в обрабатывающей промышленности (+5,8% г/г в январе — октябре 2025 г.), где роль драйвера выполняют [машиностроительные предприятия \(ЕАБР, 2024b\)](#). Со стороны использования высокие обороты экономики поддерживает сильный внутренний спрос. Инвестиции в основной капитал выросли на 13,1% г/г в январе — октябре во многом благодаря реализации Национального инфраструктурного плана. Основной рост капиталовложений наблюдается в таких секторах, как энергетика (в 1,5 раза) и транспорт (+14,8% г/г). Внутренняя торговля обеспечила 1,4 п.п. роста ВВП. При этом ожидаем более сдержанную потребительскую активность на фоне ужесточения денежно-кредитных условий. Замедление роста в IV квартале 2025 г. также будет сформировано за счет высоких показателей аналогичного периода годом ранее. Прогнозируем рост ВВП на 5,9% по итогам 2025 г.

Инфляция повысилась до 12,6% г/г в октябре 2025 г. после 8,6% г/г в декабре 2024 г. Ключевой вклад в повышение показателя внес рост цен на продовольствие: 5,4 п.п. Здесь давление преимущественно исходит со стороны внешних рынков. В сентябре среднее значение индекса цен на мясо ФАО составило рекордные 127,8 п. Удорожание непродовольственной корзины отчасти связано с ослаблением курса тенге на 5,4% за май — октябрь 2025 г. Рост индекса цен в секторе услуг обусловлен повышением регулируемых тарифов. Кроме этого, существенно повлиял всплеск инфляционных ожиданий, связанный с планируемым повышением ставки НДС. На конец 2025 г. ожидаем инфляцию на уровне 12,3%.

Дефицит счета текущих операций составил 7 млрд долл. по итогам января — сентября 2025 г., что на 3 млрд долл. больше, чем в аналогичном периоде годом ранее, согласно предварительной оценке НБ РК. К расширению отрицательного сальдо счета текущих операций привело уменьшение профицита торгового баланса на 3,5 млрд долл. При этом отмечено сужение отрицательного сальдо

баланса первичных доходов на 638,5 млн долл. — до 17 млрд долл. Это связано с сокращением инвестиционных доходов, которые Казахстан выплачивает прямым иностранным инвесторам. Чистый отток капитала по операциям финансового счета (без учета резервных активов) составил 3,2 млрд долл., преимущественно из-за роста расходов на вложения в иностранные портфельные инвестиции.

Положительное сальдо торгового баланса Казахстана составило 11,6 млрд долл. в январе — сентябре 2025 г. Годом ранее в аналогичном периоде показатель составил 16,7 млрд долл. Экспорт в стоимостном выражении снизился на 5,1% г/г на фоне низких цен на мировых товарно-сырьевых рынках: стоимость нефти упала на 14,4% г/г, а железной руды — на 10,4% г/г. В результате выручка от поставок за рубеж нефти и газового конденсата сократилась на 12,3% г/г при росте физических объемов на 4,2% г/г. А стоимостной объем экспорта металлов сложился на 4,8% меньше по сравнению с аналогичным периодом годом ранее. Также отмечено уменьшение экспорта машин и оборудования в долларовом эквиваленте (–20,6% г/г). Как мы и [ожидали \(ЕАБР, 2024\)](#), поддержку экспорту оказал рост поставок продовольствия (преимущественно зерно: +52,7% г/г). Увеличение импорта на 4,5% в основном обеспечил рост объемов ввозимой продукции машиностроительной (+7% г/г) и химической (+8% г/г) отраслей.

Национальный банк в 2025 г. продолжил повышать базовую ставку. Высокая волатильность инфляционных ожиданий поочередно подпитывалась разными факторами. В начале 2025 г. их всплеск был обусловлен развернувшейся дискуссией о налоговой реформе, что потребовало повышения базовой ставки на 125 б.п. (до 16,5%) в марте. Ослабление тенге во II–III кварталах транслировалось в ускоренный рост инфляции осенью, существенно смягчив денежно-кредитные условия. Это потребовало дальнейшего повышения базовой ставки — до 18%, чтобы вернуть умеренную жесткость денежно-кредитных условий и замедлить рост индекса потребительских цен.

Дефицит государственного бюджета снизился до 2,0 трлн тенге в январе — сентября 2025 г. (2,1 трлн тенге в аналогичном периоде 2024 г.). Улучшение связано с опережающим ростом доходов — на 13,3% г/г, тогда как расходы росли медленнее — на 10,4% г/г. В отчетном году основу роста доходной части бюджета составляли налоговые поступления: +20% г/г против 2,1% г/г в январе — сентябре 2024 г. Здесь ключевую роль играет увеличение сборов корпоративного подоходного налога (+24,9% г/г) и НДС (+20,3% г/г). Темпы наращивания трансфертов из Национального фонда замедлились до 4,1% г/г в январе — сентябре 2025 г. (с 21,1% г/г в аналогичном периоде годом ранее). Повышение расходов преимущественно связано с увеличением отчислений на цели образования (+11,1% г/г) и социальную помощь (+11% г/г).

Суверенный рейтинг Казахстана поддерживается прочной фискальной и внешней позициями. Fitch и Moody's сохранили рейтинги на уровне «BBB» и «Baa1» со стабильными прогнозами. Агентство S&P повысило прогноз по суверенному кредитному рейтингу со «стабильного» до «положительного», подтвердив для страны уровень «BBB-». Суммарные внешние активы НБ РК и Национального фонда составили 111,5 млрд долл. на конец июня 2025 г., что соответствует 38,2% ВВП и покрывает 17,6 месяца импорта. Государственный долг на конец июня сложился на уровне 64 млрд долл., или 22% ВВП. Показатели достаточно сильные и имеют хороший запас прочности. Дополнительными факторами выступают устойчивый экономический рост и способность экономики противостоять кризисам. Все это в совокупности **усиливает инвестиционную привлекательность Казахстана**, что позволило МФ РК в октябре разместить еврооблигации на сумму 1,5 млрд долл. по ставке 4,4%, с наименьшим спрэдом к казначейским облигациям США за всю историю присутствия РК на рынке еврооблигаций.

Прогноз

↓ Таблица 5. Основные макроэкономические показатели Республики Казахстан (базовый сценарий)

Показатель	2024	2025П	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	5,0	5,9	5,5	5,5	5,5
Инфляция (% г/г на конец года)	8,6	12,3	9,7	6,8	5,0
Базовая ставка (% годовых в среднем за год)	14,7	16,7	16,3	12,4	10,2
Курс казахстанского тенге к доллару США (в среднем за год)	469	525	535	559	578

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

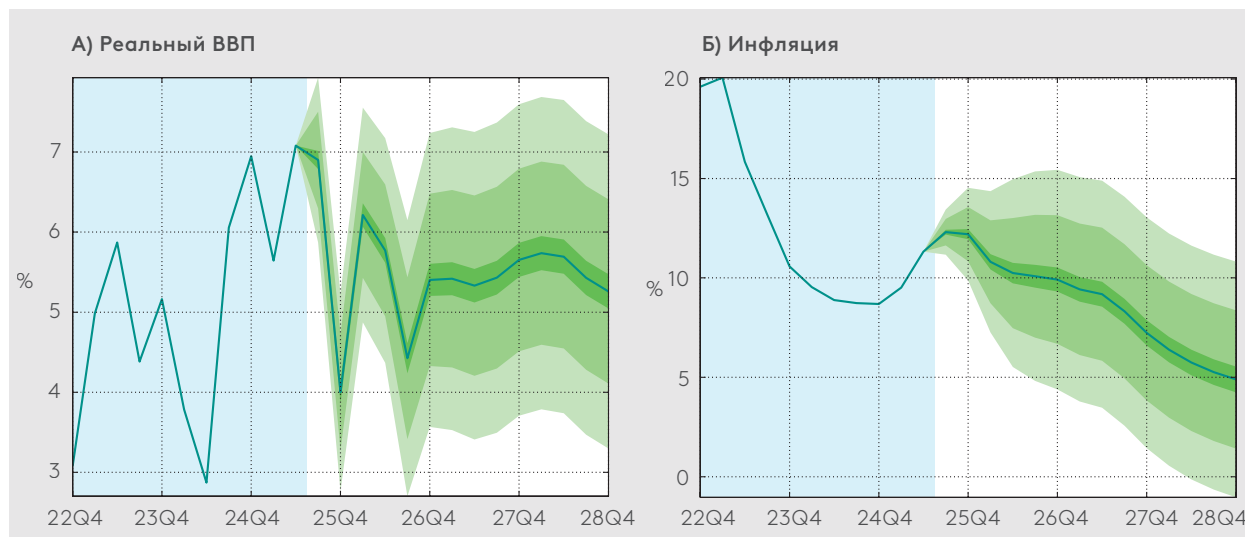
Рост экономики Казахстана ожидается на уровне 5,5% по итогам 2026 г. Мы сохранили оценку, данную в [предыдущем прогнозе \(ЕАБР, 2025\)](#) (таблица 5). Импульс экономической динамике будут придавать меры властей, реализуемые в рамках исполнения Национального плана развития до 2029 г. В частности, создание устойчивого инфраструктурного каркаса в транспорте, энергетике, телекоммуникациях и жилищно-коммунальном хозяйстве будет стимулировать высокую инвестиционную активность. Усилия, направленные на диверсификацию экономики, поспособствуют повышению потенциала в металлургии, машиностроении, нефтегазохимии и пищевой промышленности. Дополнительный положительный эффект проявится в наращивании несырьевого экспорта. При этом замедление экономического роста до 5,5% в 2026 г. после 5,9% г/г по итогам 2025 г. будет связано с более жесткими денежно-кредитными условиями, поэтапной консолидацией налогово-бюджетной политики и более низкими, чем годом ранее, ценами на нефть.

Прогнозируется стабильный рост ВВП Казахстана на уровне 5,5% в 2027–2028 гг. (рисунок 15.А). В среднесрочной перспективе экономика Казахстана адаптируется к новым бюджетным правилам, а базовая ставка будет постепенно снижаться. Негативное влияние низких цен на мировом рынке нефти начнет исчерпывать себя к концу 2027 г. Экономика Казахстана продолжит опираться на внутренние источники роста: укрепление инвестиционного потенциала, развитие регионов, запуск новых отраслевых драйверов роста.

Инфляция снизится до 9,7% г/г на конец 2026 г. Прогноз снижен на 0,8 п.п. по сравнению с [предыдущей оценкой](#) (ЕАБР, 2025). Корректировка связана с более жесткими, чем предполагалось ранее, денежно-кредитными условиями, а также с решением Правительства РК приостановить повышение тарифов и ввести мораторий на рост цен в некоторых сегментах (ПРК, 2025). Повышение ставки НДС в I квартале 2026 г. и высокие инфляционные ожидания продолжат сдерживать замедление инфляции в 2026 г.

Ожидаем приближения инфляции к целевому ориентиру в 2028 г. Умеренно жесткие денежно-кредитные условия и консолидация налогово-бюджетной политики приведут к охлаждению избыточного потребительского спроса. Это, в свою очередь, закрепит дезинфляционную траекторию. Прогнозируем снижение инфляции до 6,8% г/г на конец 2027 г. и до 5,0% — на конец 2028 г. (рисунок 15.Б).

↓ Рисунок 15. Прогноз экономической активности и инфляции в Республике Казахстан



Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

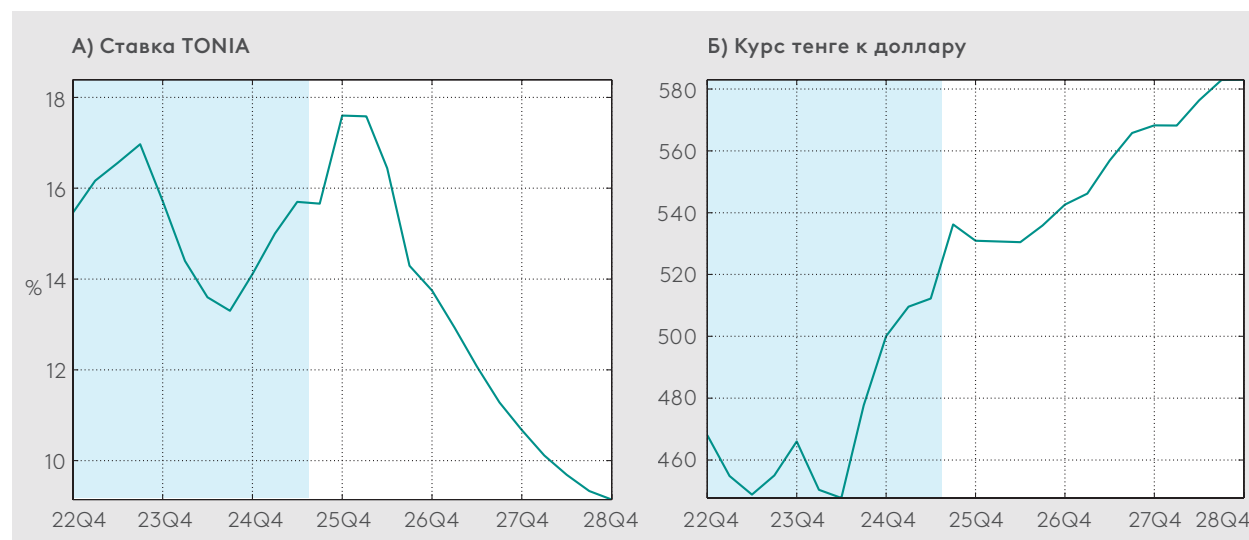
Денежно-кредитная политика и курс казахстанского тенге

Денежно-кредитная политика будет нацелена на сдерживание роста цен. Ключевой задачей регулятора в 2026 г. является обеспечение разворота в динамике инфляции и закрепление ее устойчивого снижения. Поэтому полагаем, что НБ РК будет удерживать базовую ставку на уровне 18% до апреля 2026 г. По мере

того, как пик инфляции будет пройден, регулятор начнет плавно смягчать денежно-кредитные условия. Прогнозируем базовую ставку вблизи 14% на конец 2026 г. с последующим снижением до 9–10% на конец 2028 г. (рисунок 16.А).

В 2026 г. курс национальной валюты оценивается в среднем на уровне 535 тенге за доллар, а на конец года — 544 тенге за доллар (рисунок 16.Б). Фактором поддержки обменного курса выступит высокая базовая ставка, что повысит привлекательность тенговых активов. Кроме этого, в 2026 г. продолжит действовать обязательство квазигоссектора о продаже 50% экспортной выручки, что обеспечит дополнительное предложение иностранной валюты на внутреннем рынке.

↓ Рисунок 16. Курс казахстанского тенге и ставка TONIA



Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

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

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

КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА



КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

Прогнозируем в 2026 г. повышенный рост ВВП Кыргызской Республики — на уровне 9,3% — в условиях сильного внутреннего спроса. Инфляция составит 8,3% на конец 2026 г. Допускаем сохранение учетной ставки на уровне 11% на всем прогнозном горизонте.

Текущая ситуация

Экономика КР четвертый год подряд демонстрирует высокие темпы роста. ВВП увеличился на 10% г/г по итогам января — сентября 2025 г. после стабильного роста на уровне 9% в 2022–2024 гг. Динамику показателя продолжили формировать внутренние драйверы: потребление и инвестиции¹⁶. Сильный внутренний спрос выстраивался в условиях наращивания притока денежных переводов (+16,4% г/г в январе — сентябре 2025 г.), увеличения реальной заработной платы (+10,9% г/г в январе — сентябре 2025 г.) и потребительского кредитования (в 1,9 раза в январе — сентябре 2025 г.). Активизация инвестиций, как мы и [предполагали](#) (ЕАБР, 2025), стимулировалась преимущественно за счет наращивания финансирования из средств республиканского бюджета (рост в 2,6 раза по сравнению с январем — сентябрем 2024 г.). Полагаем, что данные факторы продолжат играть роль ключевых драйверов экономики до конца года, и прогнозируем рост ВВП на уровне 10,3% в 2025 г.

Инфляция повысилась до 9,3% г/г в октябре 2025 г. после 6,3% г/г на конец 2024 г. Рост индекса потребительских цен сохранил повышательную динамику в 2025 г. и со II квартала двигался выше цели. Этому способствовало повышение в мае тарифов на электроэнергию на 23,8%. В роли дополнительных факторов выступили низкие показатели предыдущего года (3–5% г/г в мае — октябре 2024 г.) и удорожание продовольствия на мировых рынках. Для нивелирования внешнего давления правительство в августе ввело контроль над ценами на мясо. Выход из расчетов низкой базы и административное регулирование замедлили темпы роста внутренних цен в сентябре 2025 г. Тем не менее инфляционный фон остается повышенным под действием сильного потребительского спроса и удорожания горюче-смазочных материалов (которое ускоряется с июля). Поэтому ожидаем, что инфляция на конец 2025 г. составит 9,1% г/г.

Состояние счета текущих операций улучшилось. Отрицательное сальдо счета текущих операций платежного баланса сократилось на 938 млн долл. и составило 3,0 млрд долл. в январе — июне 2025 г., согласно предварительной оценке НБ КР. Улучшение показателя связано с сужением дефицита баланса товаров и услуг,

¹⁶ Потребление домашних хозяйств увеличилось на 18,6% г/г, а валовое накопление основного капитала — на 26,1% г/г в январе — июне 2025 г. Рост внутренней торговли составил 10,9% г/г, строительства — 29,6% г/г, инвестиций в основной капитал — 18,8% г/г в январе — сентябре 2025 г.

а также с ростом денежных переводов. По операциям финансового счета, исключая резервные активы, в январе — июне 2025 г. сформировался приток капитала преимущественно вследствие дебютного размещения сектором государственных финансов еврооблигаций на сумму 700 млн долл. Дополнительно повлияло поступление чистых прямых иностранных инвестиций в размере 271,3 млн долл. и привлечение кредитных ресурсов из-за рубежа на сумму 701,6 млн долл.

Дефицит внешней торговли товарами сократился до 6,8 млрд долл. в январе — августе 2025 г. Это на 97 млн долл. меньше, чем в аналогичном периоде 2024 г. Стоимостной объем экспорта снизился на 23,7% г/г вследствие снижения поставок основных металлов на 30,1% г/г и уменьшения реэкспорта средств наземного транспорта на 12% г/г. Стоимостной объем импорта сложился на уровне 8,1 млрд долл., это на 5,2% меньше, чем в аналогичном периоде 2024 г., — в большей степени из-за сокращения объема ввозимых машин.

Национальный банк приступил к раунду повышения ключевой ставки во второй половине 2025 г. В условиях ускорения инфляции регулятор в три этапа (в июле, октябре и ноябре 2025 г.) повысил учетную ставку до 11% — с 9%, удерживаемых с конца мая 2024 г. Ставка по депозитам овернайт сохраняется на уровне 4% с августа 2024 г., а по кредитам овернайт повышена до 12%. Ставка на межбанковском кредитном рынке¹⁷ двигалась вблизи стоимости инструментов изъятия и в среднем в январе — ноябре 2025 г. составила 4,1%. На наш взгляд, такой уровень базовой стоимости ликвидности для коммерческих банков находится ниже нейтрального, оцениваемого нами около 9–10%. Доходность по новым сомовым депозитам, привлекаемым коммерческими банками, в среднем в январе — сентябре 2025 г. составила 2%, что более чем в четыре раза меньше текущей инфляции. Стоимость сомовых кредитных ресурсов, предоставляемых коммерческими банками, за этот же период сложилась на уровне около 20%. Объем новых кредитов увеличился в 1,4 раза по сравнению с январем — сентябрем 2024 г. Темпы роста широкой денежной массы повысились до 39,1% г/г на конец сентября 2025 г. с 30,6% г/г годом ранее. Все это может отражать мягкость денежно-кредитных условий.

Государственный бюджет исполнен с профицитом в 9,2% ВВП по итогам января — августа 2025 г. (5,8% ВВП годом ранее). Доходы составили 40,6% ВВП, увеличившись за год на 5,6 п.п., а расходы сложились на уровне 31,4% ВВП, прибавив 2,2 п.п. Рост поступлений в бюджет обеспечен наращиванием неналоговых доходов в 1,9 раза, преимущественно за счет увеличения в 3,7 раза объема перечисленной прибыли НБ КР. Налоговые доходы выросли на 26,5% г/г за счет роста поступлений по сборам подоходного налога и налога на прибыль (на 45,6% г/г), а также таможенных платежей (в 3,8 раза). Основной рост бюджетных трат пришелся на сектор здравоохранения (в 3,2 раза) и экономические вопросы (в 2,8 раза), включая топливно-энергетический комплекс, сельское хозяйство, горнодобывающую промышленность.

¹⁷ РЕПО 7 дней до середины сентября 2025 г., BIR (Bishkek Interbank Rate) — с середины сентября 2025 г.

Moody's подтвердило суверенный кредитный рейтинг Кыргызской Республики на уровне «В3» и повысило прогноз до «позитивного». Решение принято исходя из улучшения макроэкономических и фискальных показателей. Так, меры властей по диверсификации экономики и активное инвестирование в инфраструктуру привели к повышению потенциальных темпов роста экономики. А уровень государственного долга снизился с 64% ВВП в 2020 г. до 37% в 2024 г.

Прогноз

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

Показатель	2024	2025П	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	9,0	10,3	9,3	7,6	7,5
Инфляция (% г/г на конец года)	6,3	9,1	8,3	7,4	6,2
Учетная ставка (% годовых в среднем за год)	10,5	9,2	11,0	11,0	11,0
Курс кыргызского сома к доллару США (в среднем за год)	87,1	87,4	89,2	91,9	93,3

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

Прогнозируется рост экономики на уровне 9,3% по итогам 2026 г. Оценка повышена на 2,2 п.п. по сравнению с предыдущим прогнозом (ЕАБР, 2025) (таблица 6). Полагаем, что высокая потребительская активность будет более продолжительное время поддерживать рост экономики, чем закладывалось ранее. Высокие темпы потребительского кредитования и положительная динамика денежных переводов сохранятся в начале 2026 г., тем самым стимулируя внутреннюю торговлю. Инвестиционный импульс, задаваемый реализацией государственной программы инвестиций, будет транслироваться в динамику строительного сектора и обрабатывающих отраслей. Согласно прогнозу республиканского бюджета, большая часть внешнего финансирования будет направлена на развитие инфраструктуры: транспортного сектора (21% от общего объема), энергетики (19,5%), водоснабжения (15,9%).

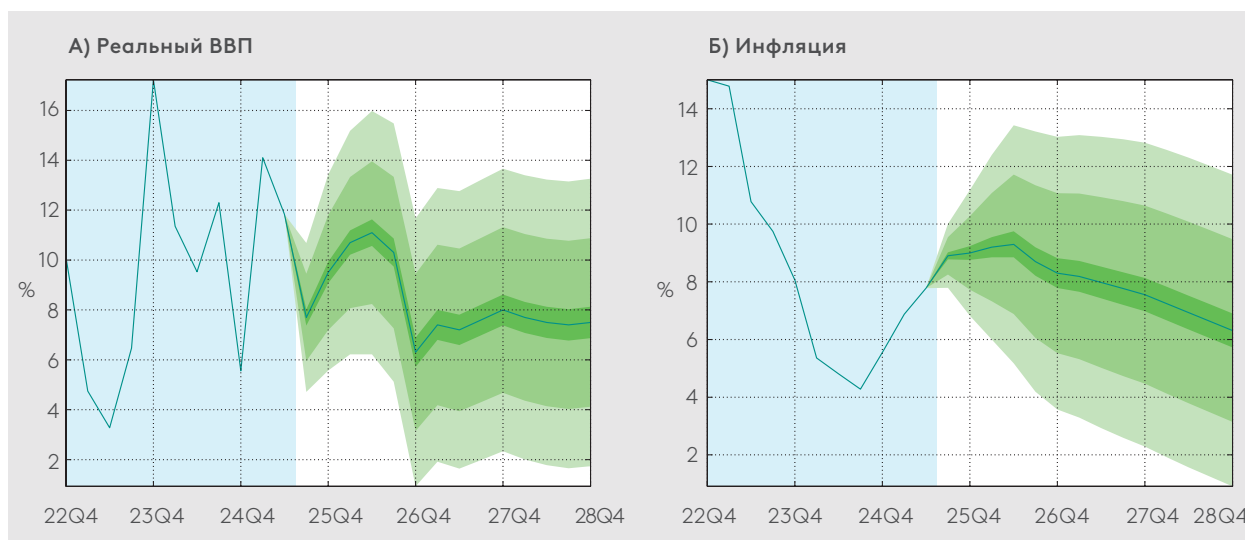
В 2027–2028 гг. темпы роста ВВП будут находиться вблизи 7,5%. Экономика Кыргызской Республики будет постепенно возвращаться к равновесным темпам роста в среднесрочной перспективе по мере охлаждения внутреннего спроса (рисунок 17.А).

Прогнозируем инфляцию на уровне 8,3% г/г на конец 2026 г. Потребительский спрос, стимулируемый высокими темпами кредитования, будет оказывать давление на внутренние цены. Дополнительное влияние в начале 2026 г. окажет рост цен на ГСМ. Проводимая реформа ЖКУ (МЮ КР, 2021) и повышение ставок

акцизного налога на алкоголь в период с 2026 по 2029 г. (МЭК КР, 2025) также внесут свой вклад в формирование повышенного инфляционного фона. С другой стороны, более значительному ускорению внутренних цен будет препятствовать стабильность номинального обменного курса сома к доллару.

Инфляция войдет в целевой коридор в 2028 г. Охлаждение внутреннего спроса будет способствовать замедлению роста цен. Однако повышение тарифов на коммунальные услуги и рост ставок акцизов будут сдерживать нисходящую динамику. Прогнозируем инфляцию на уровне 7,4% на конец 2027 г. и 6,2% на конец 2028 г. (рисунок 17.Б).

↓ Рисунок 17. Экономическая активность и инфляция в Кыргызской Республике



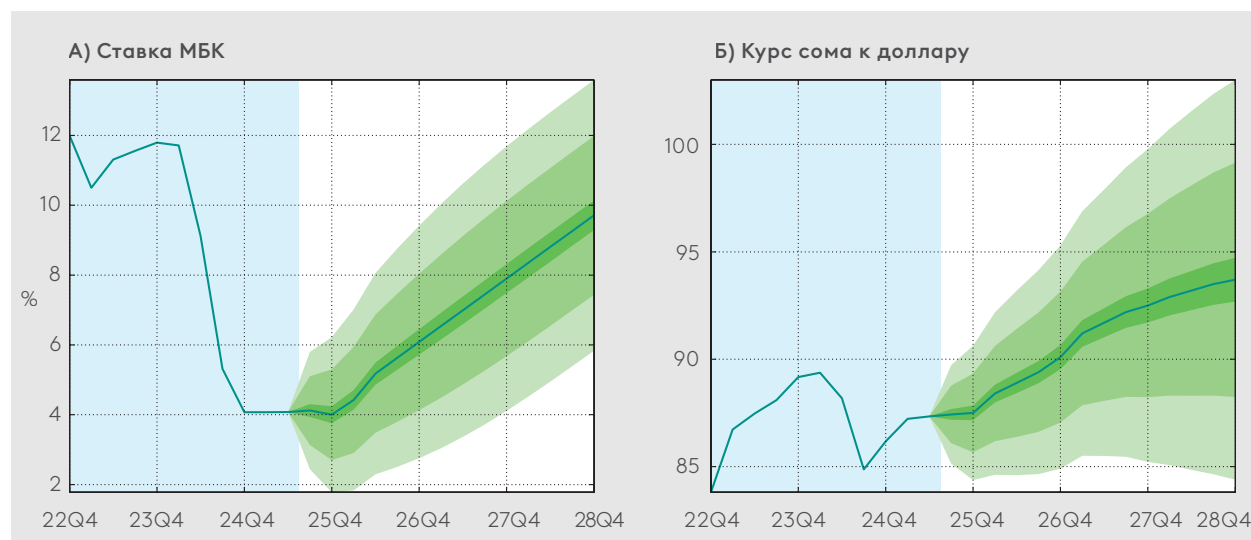
Примечание: сезонно скорректированные данные.

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Учетная ставка прогнозируется на уровне 11,0% по итогам 2026 г. Сохраняется широкий процентный коридор вокруг учетной ставки: 11% (+2 п.п.; –6 п.п.). Вследствие этого ставка на межбанковском кредитном рынке (BIR) в 2025 г. формируется вблизи 4%. В своем прогнозе закладываем предположение, что для выхода из мягких денежно-кредитных условий межбанковская ставка будет повышена до уровня учетной. Поэтому прогнозируем сохранение учетной ставки на уровне 11% на всем периоде и рост ставки BIR до 9% к 2028 г. (рисунок 18.А).

В 2026 г. курс национальной валюты оценивается в среднем на уровне 89,2 сома за доллар. Стабильность курса в 2026 г. будет поддерживаться ростом денежных переводов. В среднесрочном периоде номинальный курс будет несколько ослабевать в соответствии с разницей в уровнях инфляции в Кыргызской Республике и за рубежом (рисунок 18.Б).

↓ Рисунок 18. Курс кыргызского сома и ставка РЕПО



Примечание: РЕПО 7 дней до середины сентября 2025 г., после ставка BIR.

Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

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

Риски ускорения инфляции. Высокие темпы кредитования создают предпосылки для устойчиво высокого инфляционного фона. Другим риском является отток капитала с развивающихся рынков. В случае его реализации курс сома может ослабеть значительно сильнее, чем в базовом сценарии. Как следствие, инфляция будет расти более динамично, и потребуются проведение более жесткой (по сравнению с базовым сценарием) денежно-кредитной политики.

РОССИЙСКАЯ
ФЕДЕРАЦИЯ



РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Ожидаем ускорения роста экономики до 1,4% в 2026 г. Факторами поддержки внутреннего спроса будут увеличение заработных плат и стимулирующая бюджетная политика. Процесс снижения инфляции будет ограничен повышением НДС, поэтому ожидаем, что Банк России сохранит ключевую ставку на уровне около 16% до конца I квартала 2026 г. при отсутствии новых шоков. Прогнозируем, что инфляция замедлится до 5,5% в 2026 г.

Текущая ситуация

Экономика охлаждается после рекордных темпов роста в 2023–2024 гг. за последнее десятилетие¹⁸. Мы ожидаем, что ВВП в 2025 г. увеличится на 1%. Повышенные процентные ставки в рамках политики Центрального банка по снижению инфляции приводят к охлаждению внутреннего спроса. В III квартале 2025 г. ВВП вырос на 0,6% г/г после 1,1% г/г во II квартале и 1,4% г/г в I квартале.

Снижение темпов роста фиксируется во всех ключевых отраслях. В промышленности — основном драйвере роста 2023–2024 гг. — расширение объемов выпуска замедлилось до 0,5% г/г в январе — сентябре после 5,6% в 2024 г. Рост производства поддерживается обрабатывающей промышленностью (+2,9% г/г за январь — сентябрь). При этом динамика отраслей остается разнонаправленной: машиностроительный комплекс благодаря бюджетной поддержке продолжает расти высокими темпами (+9,2% г/г), сохраняется рост металлургии (+1% г/г). В большинстве остальных отраслей объемы выпуска сокращаются на фоне слабого внутреннего и внешнего спроса. Загрузка мощностей в промышленности в III квартале снизилась до 73% (с 78% в 2023–2024 гг.), вернувшись к средним значениям 2017–2020 гг. Добыча полезных ископаемых сократилась на 2,1% г/г в январе — сентябре, преимущественно за счет нефтедобычи. Это связано с соблюдением Россией квот в рамках соглашения ОПЕК+, а также с ограничениями инвестиций в нефтедобычу на фоне снижения экспортных цен.

Внутренний спрос постепенно охлаждается во многом за счет уменьшения инвестиционной активности: рост инвестиций в основной капитал замедлился до 1,5% во II квартале после 8,7% в I квартале. По данным мониторинга Банка России, инвестиционная активность снизилась до минимального с III квартала 2022 г. уровня. В то же время рост потребительского спроса оставался устойчивым на протяжении года: расходы домохозяйств выросли на 3,2% во II квартале после 3% в I квартале. Предварительные данные за III квартал также указывают на ускорение роста потребления. Это обусловлено повышением реальных располагаемых доходов, увеличившихся на 9,2% г/г в январе — сентябре, главным образом за счет роста реальной заработной платы на 4,4% г/г за январь — август. Оплата труда

¹⁸ Не считая восстановительного роста после отмены ковидных ограничений.

растет на фоне дефицита рабочей силы. Большинство предприятий в III квартале по-прежнему сообщают о нехватке работников, хотя и менее выраженной, чем в I–II кварталах. Это отражается в исторических минимумах безработицы: в сентябре показатель составил 2,2%, оставаясь вблизи минимума августа 2025 г. При этом бизнес сохраняет планы по увеличению занятости и таким образом сдерживает охлаждение рынка труда. Рост потребительских расходов также поддерживается высокими доходами от сбережений вследствие повышенных процентных ставок.

Инфляция устойчиво замедляется. Продолжительный период высоких ставок и крепкий рубль на протяжении 2025 г. сформировали тренд на снижение темпов роста потребительских цен. В октябре инфляция составила 7,7% г/г после шести месяцев последовательного замедления. О снижении инфляционного давления свидетельствует и базовая инфляция¹⁹, приблизившаяся к целевому уровню: 4,4% кв/кв²⁰ и 4,2% кв/кв во II–III кварталах соответственно после 8,8% кв/кв в I квартале. Темпы текущей инфляции с устранением сезонного фактора в годовом выражении также приближались к целевым значениям в июне. Однако разовые факторы — рост цен на бензин, повышение тарифов на ЖКУ и подорожание сезонных овощей — ускорили инфляцию. В конце 2025 г. дополнительное давление оказывает рост инфляционных ожиданий предприятий, связанный с предстоящим повышением базовой ставки НДС с 20% до 22% с 1 января 2026 г. Ожидаемый населением²¹ рост цен остается высоким — 13% в III квартале, близко к уровню предыдущего квартала (13,2%). Сохраняющийся рост потребления и высокая инерционность инфляционных процессов предполагают консервативный подход к денежно-кредитной политике. При его реализации мы ожидаем инфляцию около 6% по итогам 2025 г.

Денежно-кредитные условия смягчились относительно пика по ставке после перехода Банка России к снижению процентных ставок с июня 2025 г. Замедление инфляции позволило регулятору сократить ключевую ставку суммарно на 4,5 п.п. — до 16,5% в октябре 2025 г. Однако предшествующий период жесткой политики привел к замедлению роста кредита экономике. Рост кредитования физических лиц снизился в сентябре до 2,8% г/г после двузначных значений в I квартале (10,2% г/г в марте). Рост корпоративного кредита также замедлился до 10,4% г/г по сравнению с расширением на 16,8% г/г в январе 2025 г. Мы полагаем, что снижение ключевой ставки с пикового уровня 21% формирует условия для оживления кредитования экономики.

Профицит текущего счета платежного баланса сократился в 1,6 раза по сравнению с январем — сентябрем предыдущего года и составил 30,1 млрд долл. Снижение мировых цен на нефть обусловило падение экспорта товаров

¹⁹ Базовая инфляция измеряется на основе базового индекса потребительских цен (БИПЦ) и характеризует устойчивую часть общего показателя инфляции.

²⁰ С устранением сезонного фактора в годовом выражении.

²¹ Медиана инфляционных ожиданий населения на год вперед, по данным опросов населения ООО «ИНФОМ».

в стоимостном выражении на 4,1% г/г. На фоне укрепления реального обменного курса импорт снизился в меньшей степени (–0,7% г/г). В результате сальдо внешней торговли товарами сократилось на 11,3 млрд долл. Сфера услуг при этом расширяется, несмотря на внешние ограничения. В то же время более высокие темпы роста импорта услуг (+16,6% г/г) по сравнению с темпами роста их экспорта (+8,5% г/г) привели к расширению дефицита торговли услугами на 7,2 млрд долл.

Сформировались условия для ослабления курса рубля. Устойчивое предложение иностранной валюты со стороны экспортеров, продававших более 90% валютной выручки в январе — июле 2025 г., формировало стабильную среду на валютном рынке. Однако падение мировых цен на нефть привело к сокращению объемов предложения валюты: в январе — сентябре 2025 г. объем чистых продаж снизился на 30,3% г/г. Высокие процентные ставки поддерживали курс рубля, который в октябре укрепился более чем на 20% к декабрю 2024 г. Ожидаем, что курс национальной валюты составит около 81 рубля за доллар на конец 2025 г.

Снижение цен на нефть усиливает давление на доходы бюджета. Дефицит за январь — октябрь 2025 г. составил 4,2 трлн рублей против профицита 0,1 трлн рублей годом ранее. Более медленный рост доходов (+0,2 трлн рублей г/г) по сравнению с расходами (+4,5 трлн рублей г/г) стал ключевым фактором ухудшения сальдо. Падение нефтегазовых поступлений (–2 трлн рублей г/г) связано со снижением цен на нефть (–14,2% г/г) и укреплением рубля (7,2% г/г). При этом ненефтегазовые доходы выросли на 2,3 трлн рублей г/г в условиях увеличения поступлений НДФЛ и налога на прибыль. Продолжающееся снижение нефтяных цен будет оказывать давление на бюджет. Запланированные меры — повышение ставки НДС с 20% до 22% и уменьшение порога доходов для применения УСН с 60 млн до 20 млн рублей с 2026 г. — позволят снизить зависимость бюджета от колебаний цен на энергоносители.

Прогноз

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

Показатель	2024	2025П	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	4,3	1,0	1,4	2,0	2,1
Инфляция (в % г/г на конец года)	9,5	6,0	5,5	5,1	4,5
Ключевая ставка (% годовых в среднем за год)	17,5	19,2	14,4	12,2	10,5
Курс российского рубля к доллару США (в среднем за год)	92,4	85	94	104	109

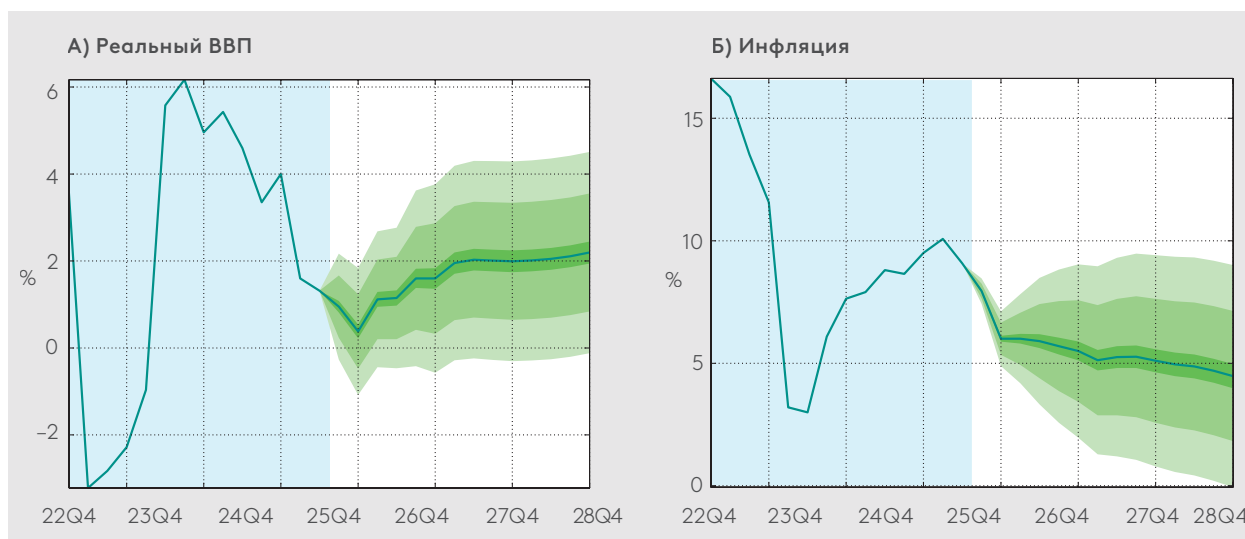
Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

Прогнозируем рост ВВП на 1,4% в 2026 г. Бюджетная политика продолжит поддерживать экономику в условиях превышения расходов над доходами на 1,6% ВВП в 2026 г. Дефицит будет формироваться в условиях низких цен на нефть. Несмотря на замедление, рост доходов населения сохранится, поддерживая потребительский спрос, хотя и на более низком уровне. Ослабление реального курса рубля в 2026 г. повысит конкурентоспособность российских производителей, расширит экспортные возможности и простимулирует импортозамещение. С другой стороны, повышение налоговой нагрузки будет замедлять экономическую активность, удерживая ее ниже потенциального уровня (таблица 7).

В 2027–2028 гг. темпы экономического роста приблизятся к своим потенциальным значениям (рисунок 19.А). Снижение ключевой ставки поможет восстановлению кредитования и инвестиций. Ожидается ускорение роста реальной заработной платы, что создаст условия для увеличения потребления. Рынок труда останется напряженным: ожидаем сохранение дефицита рабочей силы. Однако реализация мер государственной миграционной политики²² может снизить влияние этого сдерживающего фактора.

↓ Рисунок 19. Прогноз экономической активности и инфляции в России



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Ожидаем сохранения инфляции выше цели на всем горизонте прогноза. По нашим прогнозам, инфляция замедлится до 5,5% в 2026 г. Рост цен будет связан с несколькими факторами: повышением НДС на 2 п.п., ростом тарифов на ЖКХ и железнодорожные перевозки (около 10%), а также увеличением утилизационного сбора на автомобили. Кроме того, ослабление курса рубля приведет к подорожанию импортных товаров. Однако темпы роста цен продолжат замедляться

²² Указ Президента Российской Федерации № 738 от 15 октября 2025 года «О Концепции государственной миграционной политики Российской Федерации на 2026–2030 годы».

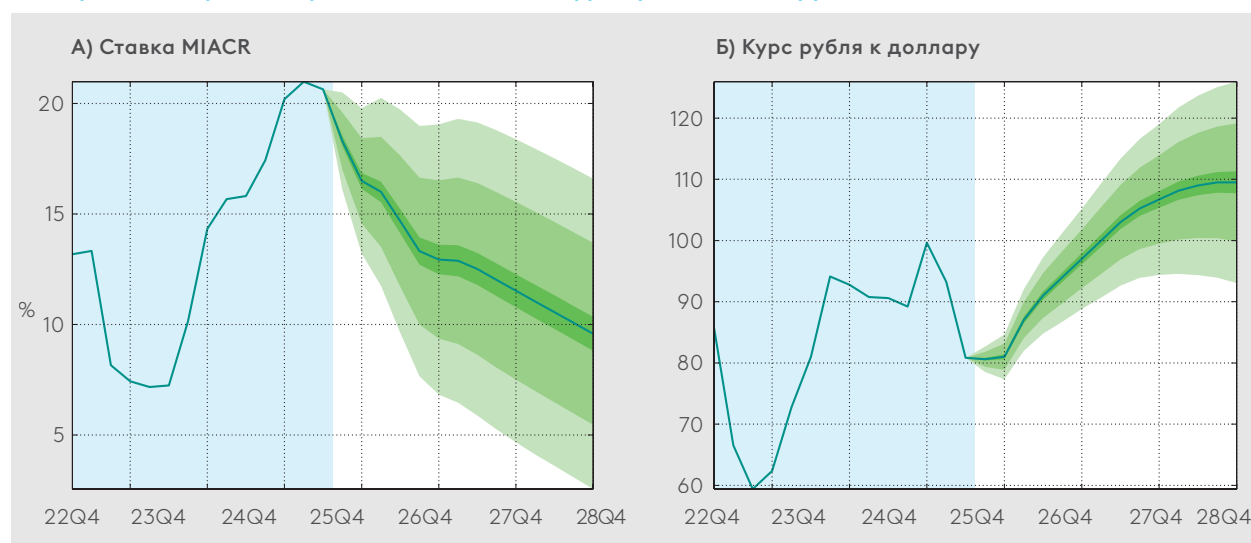
в 2027–2028 гг. в условиях поддержания необходимой жесткости денежно-кредитных условий Центральным банком. Поэтому прогнозируем, что инфляция приблизится к целевому уровню в конце прогнозного горизонта ([рисунок 19.Б](#)).

Денежно-кредитная политика и курс российского рубля

Считаем, что Банк России продолжит поддерживать достаточно жесткие денежно-кредитные условия для устойчивого снижения инфляции в условиях проинфляционных рисков. Поэтому полагаем, что Центральный банк будет удерживать ключевую ставку на уровне около 16% до апреля 2026 г. По мере прохождения пика инфляции из-за повышения НДС у регулятора появится возможность возобновить цикл снижения ставки. Прогнозируем ключевую ставку около 13% на конец 2026 г. с последующим снижением до 10% к концу 2028 г. ([рисунок 20.А](#)).

Обменный курс, по прогнозу, сложится около 94 рублей за доллар в среднем за 2026 г. ([рисунок 20.Б](#)). Ожидаем умеренного ослабления курса на фоне сокращения профицита текущего счета в условиях более низких цен на нефть по сравнению со средним уровнем за последние три года. Снижению курса будет способствовать прекращение продажи иностранной валюты из ФНБ (1,2 трлн рублей в 2025 г.) для финансирования бюджетного дефицита и инвестиционных проектов. Постепенное сокращение доходности рублевых активов на фоне снижения процентных ставок также будет оказывать давление на рубль. В последующие годы номинальное снижение курса будет несколько превышать инфляционную разницу между Россией и внешним миром, постепенно нивелируя укрепление рубля, накопленное в 2025 г. При этом рост экспорта и расширение внешнеторгового профицита начиная с 2027 г. будут сдерживать дальнейшее ослабление рубля.

↓ **Рисунок 20. Прогноз процентной ставки и курса российского рубля**



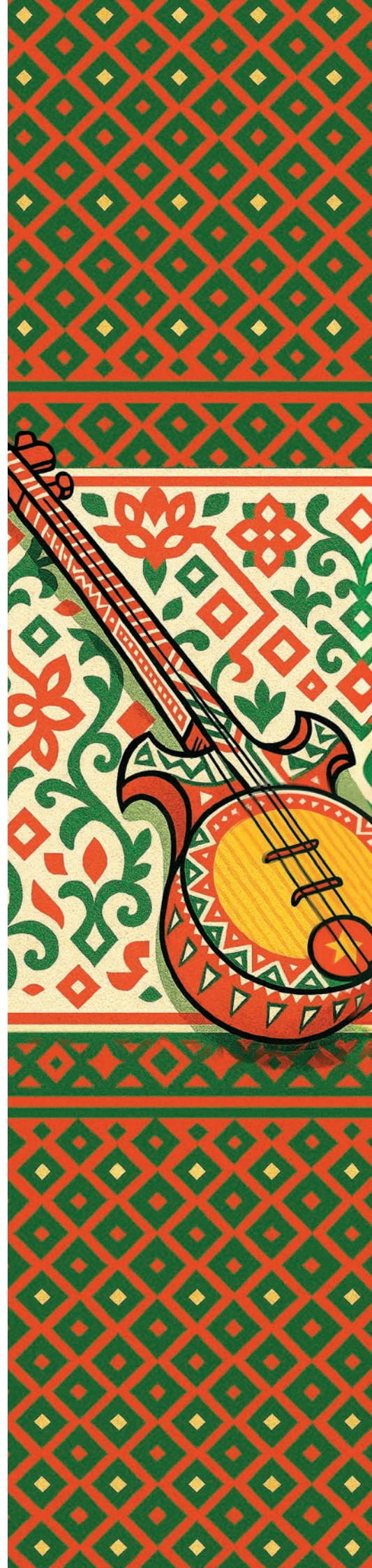
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Более существенное снижение цен на экспортируемую нефть остается ключевым риском. В рамках рискованного сценария предполагается, что вследствие снижения спроса на сырьевых рынках цена на сорт нефти Brent может снизиться до 45–50 долл. за баррель во II–III кварталах 2026 г. При таком сценарии экспортная цена российской нефти может сократиться до 40 долл. за баррель, что транслируется в падение нефтегазовых доходов. Это с высокой вероятностью приведет к ослаблению российского рубля более чем на треть по сравнению с IV кварталом 2025 г., до уровня 110–115 рублей за доллар к середине 2026 г. Усилится инфляционное давление, и рост цен может ускориться до 8,5–9% в 2026 г. В этом сценарии самые высокие квартальные темпы роста цен придется на III–IV кварталы 2026 г. Банк России в рискованном сценарии может поднять ключевую ставку до 20% и сохранять ее на этом уровне до конца 2026 г.

Поскольку в базовом сценарии цены на экспортную нефть уже ниже уровня отсечения, их дальнейшее снижение ограничит возможности увеличивать бюджетные расходы. Учитывая ограниченность внешних источников заимствования, возрастет потребность в расширении внутреннего долга. Это, в свою очередь, может сократить доступность финансовых ресурсов для частного сектора. Обусловленное этим снижение внутреннего спроса в рискованном сценарии с высокой вероятностью приведет к снижению реального ВВП в 2026 г.

РЕСПУБЛИКА
ТАДЖИКИСТАН



РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН

По нашей оценке, в 2026 г. экономика Таджикистана продолжит расти быстрыми темпами — на 8,1%. Этому будут способствовать инвестиции в добычу полезных ископаемых, обрабатывающую промышленность и энергетику, а также высокие цены на золото и цветные металлы. Мягкая денежно-кредитная политика обеспечит стабильный рост экономики и сохранение инфляции в пределах целевого диапазона НБТ (5±2%) в 2026–2028 гг.

Текущая ситуация

Темпы роста экономики остаются высокими. По итогам января — сентября 2025 г. ВВП увеличился на 8,2% г/г. Быстро наращивают выпуск многие отрасли. Промышленное производство увеличилось на 24% г/г, сельское хозяйство — на 8,1% г/г, торговля — на 12,1% г/г (в том числе розничная на 10,6% г/г). Грузооборот вырос на 17,1% г/г, а перевозки пассажиров — на 19,8% г/г.

По нашим оценкам, ВВП Таджикистана в 2025 г. вырастет на 8,3%. Ускорение роста инвестиций до конца года и сильная динамика потребления на фоне снижения ставки НБТ обеспечат рост ВВП выше, чем зафиксированный в январе — сентябре. Определяющим фактором увеличения экономической активности в IV квартале станет высокий внутренний спрос. Рост потребления и инвестиций поддерживается рекордными доходами от экспорта золота и цветных металлов, а также высоким притоком денежных переводов.

Самым динамичным сегментом экономики в январе — сентябре 2025 г. осталась добывающая промышленность. Добыча полезных ископаемых выросла на 60% г/г, прежде всего за счет увеличения объемов разработки рудных месторождений. Выработка электроэнергии и тепла повысилась на 13,4% г/г. Обрабатывающая промышленность прибавила 8,1% г/г. Сильные результаты в пищевой промышленности (+9,9% г/г) и металлургии (+7,6% г/г) дополнились восстановлением роста в текстильной отрасли (+9,1% г/г после +0,4% г/г за январь — август). Текстильная промышленность преодолела стагнацию, вызванную низким урожаем хлопка в прошлом году.

Торговля растет под влиянием сильного потребительского спроса. По итогам января — сентября 2025 г. розничные продажи увеличились на 10,6% г/г. Двухзначный рост торговли обусловлен повышением оплаты труда. Средняя реальная зарплата выросла на 17% г/г по итогам января — августа. Объем денежных переводов по итогам первой половины 2025 г. увеличился на 57% г/г, до 64% ВВП, что положительно влияет на потребление. Бурный рост также связан с укреплением российского рубля и ростом зарплат в России, откуда поступает основная часть переводов.

Инвестиции повысились на 20,4% г/г по итогам января — сентября. Как мы и ожидали ([ЕАБР, 2025а](#)), рост инвестиций вернулся в положительную область по мере исчерпания статистического эффекта повышенной инвестиционной активности в начале 2024 г. Поступательный рост капиталовложений в экономику Таджикистана определяется реализацией государственных программ развития. Наиболее крупные инвестиции со стороны государства идут на расширение и модернизацию мощностей по производству электроэнергии, а также электрических сетей²³.

Торговый дефицит расширился до 4,2 млрд долл. по итогам января — сентября 2025 г. с 3,6 млрд долл. за тот же период 2024 г. Сильный внутренний спрос привел к увеличению импорта на 19,3% г/г, до 6,0 млрд долл. Выросли поставки из-за рубежа таких товаров, как машины, оборудование и транспортные средства — на 50% г/г, недрагоценные металлы — на 43% г/г и полимерные материалы — на 36% г/г. Экспорт увеличился на 30,2% г/г, до 1,8 млрд долл., за счет роста поставок за рубеж минеральной продукции (+43,3% г/г), недрагоценных металлов (+80% г/г) и драгметаллов (+10,4% г/г). Благодаря росту экспорта торговый дефицит уменьшился относительно размеров экономики. Дефицит составил 33,7% ВВП по итогам января — сентября 2025 г. после 42,6% ВВП в январе — июне. Это подтверждает оценку динамики торгового баланса, представленную в предыдущем Макропрогнозе ([ЕАБР, 2025а](#)). Снижение торгового дефицита относительно ВВП также означает, что расширение внутреннего спроса не ухудшает платежный баланс страны.

Национальная валюта продолжает укрепляться. Курс составил 9,28 сомони за доллар в среднем за октябрь 2025 г. Сомони подорожал на 15% по сравнению с декабрем 2024 г., когда средний курс был равен 10,92 за доллар. Этому способствовал рост цен на экспортируемые товары: по итогам января — сентября 2025 г. золото в среднем подорожало на 39% г/г, алюминий — на 18,1% г/г, медь — на 4,6% г/г, цинк — на 3,0% г/г. Дополнительным фактором укрепления стал рост объема денежных переводов в Таджикистан.

Инфляция составила 3,1% г/г по итогам октября — на 0,5 п.п. ниже уровня декабря 2024 г. Рост потребительских цен остается вблизи нижней границы целевого интервала Национального банка ($5 \pm 2\%$). Инфляцию сдерживает укрепление национальной валюты. Дополнительным фактором снижения инфляции стало падение мировых цен на ключевые для Таджикистана импортные товары, в частности энергоносители.

Национальный банк снизил ставку рефинансирования с 9% на начало года до 7,5% на начало ноября 2025 г. Это минимальное значение с декабря 2014 г. Денежно-кредитная политика сложилась мягкой по итогам 2025 г. Это будет способствовать тому, что инфляция останется в пределах целевого диапазона Национального банка.

²³ Согласно [закону о бюджете](#), на 2025 г. запланированы расходы на нужды ТЭК в размере 8,4 млрд сомони (5,1% ВВП).

Государственный бюджет остается профицитным. Сальдо доходов и расходов составило 3,5 млрд сомони по итогам января — августа 2025 г., увеличившись с 1,8 млрд сомони за январь — август прошлого года. Расширение профицита объясняется ростом доходов на 27% г/г под влиянием роста ВВП и, соответственно, налоговой базы. Расходы повысились на 23% г/г. Увеличилось финансирование энергетики (+45% г/г) и социальной сферы — расходы на образование, например, повысились на 34% г/г. Благодаря исполнению бюджета с профицитом величина государственного долга страны снизилась до 21,4% ВВП на середину 2025 г. с 25,2% ВВП на конец 2024 г. и 43% ВВП на конец 2021 г. Таким образом, бюджетная политика правительства способствует укреплению устойчивости экономики.

Прогноз

↓ Таблица 8. Основные макроэкономические показатели Республики Таджикистан (базовый сценарий)

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

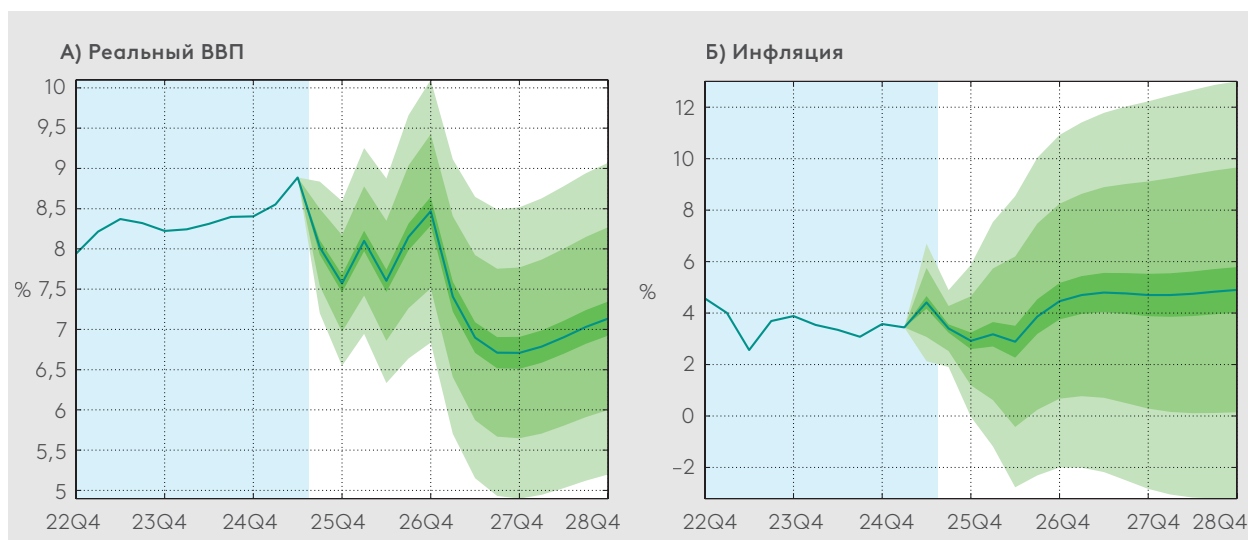
Источник: национальные ведомства, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

Прогнозируем рост ВВП на уровне 8,1% в 2026 г. (таблица 8) — прогноз повышен на 0,1 п.п. по сравнению с июньским (ЕАБР, 2025а). Инвестиционная активность, в большой степени финансируемая государством, сохранит быстрые темпы роста. Динамику ВВП будет также поддерживать расширение мощностей и запуск новых производств в промышленности. В качестве крупных проектов можно назвать расширение и модернизацию национального производителя алюминия — Таджикской алюминиевой компании (ТАЛКО) — и создание в стране собственного переработчика железной руды — Таджикского металлургического комбината. Высокие цены на золото также останутся фактором, способствующим росту экономики.

В 2027 и 2028 гг., согласно прогнозу, экономика вырастет на 7,2% и 7,1% соответственно. Рост ВВП останется повышенным (рисунок 21.А). Этому будет способствовать сохранение благоприятной конъюнктуры на рынках металлов. Денежные переводы в Таджикистан также продолжают поступать в значительных объемах — предпосылки для этого связаны с устойчивым дефицитом на рынке труда России. Темпы роста ВВП Таджикистана продолжают превышать средние по региону благодаря широким возможностям для создания новых предприятий, высоким темпам роста населения и идущему процессу урбанизации страны.

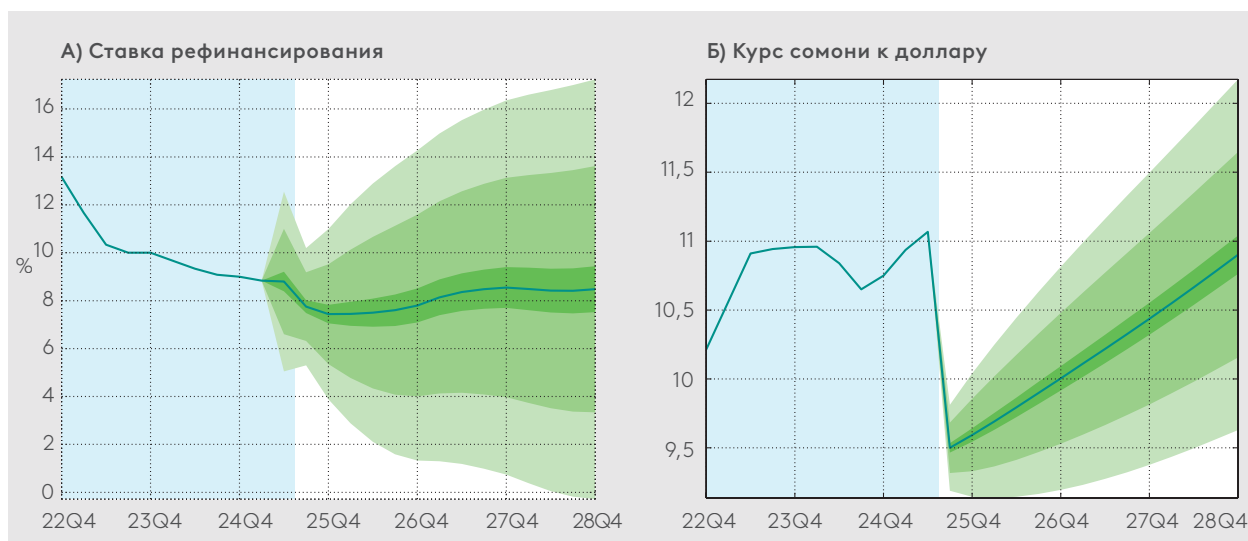
↓ Рисунок 21. Прогноз экономической активности и инфляции в Таджикистане



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

К концу 2026 г. рост потребительских цен прогнозируется около 4,5%. Прогноз пересмотрен вниз на 1 п.п. по сравнению с предыдущим Макропрогнозом (ЕАБР, 2025а) с учетом замедления инфляции под влиянием укрепления сомони. Проинфляционный фактор — сильный внутренний спрос, обусловленный ростом зарплат. В частности, власти повысили оплату труда в бюджетной сфере на 36% в 2025 г. Кроме того, на потребительский спрос положительно влияет рост денежных переводов. Дополнительным проинфляционным фактором остается планомерное повышение регулируемых цен, например, в ЖКХ и сфере общественного транспорта. При этом снижение мировых цен на энергоносители и продовольствие, напротив, сдерживает инфляцию.

↓ Рисунок 22. Ставка рефинансирования и курс сомони



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

В 2027–2028 гг. инфляция, по нашим прогнозам, закрепится в пределах целевого диапазона (рисунок 21.Б). Это станет возможным на фоне постепенного ослабления сомони относительно доллара (рисунок 22.Б), роста мировых цен на продовольствие и сильного внутреннего спроса. Более низкие цены на энергоносители по сравнению со средним уровнем за последние три года продолжают сдерживать инфляцию.

Денежно-кредитная политика и курс национальной валюты

Курс сомони к доллару ожидается на уровне 9,8 в среднем за 2026 г. (рисунок 22.Б) после 10,3 в 2025 г. Новый прогноз предполагает более высокую стоимость таджикской валюты относительно доллара, чем июньский (ЕАБР, 2025). Факторы, способствующие укреплению сомони: высокие цены на золото и рост объемов денежных переводов.

В 2027–2028 гг. курс национальной валюты вернется на траекторию постепенного ослабления к доллару. В среднем за год курс составит около 10,3 сомони за доллар в 2027 г. и 10,8 — в 2028 г. Медленное снижение стоимости сомони будет обусловлено ростом торгового дефицита. Последний увеличится на фоне замедления экспорта из-за более сдержанной, чем в 2025 г., динамики мировых цен на металлы, а также из-за продолжающегося роста импорта под влиянием сильного внутреннего спроса.

Ожидаем, что НБТ начнет повышать ставку рефинансирования в 2026 г. Это будет обусловлено возвращением инфляции к центру целевого диапазона. Ставка, по нашему прогнозу, вернется к уровню около 8,5% годовых (рисунок 22.А) к концу прогнозного периода. При этом в реальном выражении ставка составит 3–4%. Реальная стоимость капитала в экономике будет находиться на уровнях, минимальных с 2017 г. (за исключением периода пандемии), способствуя стабильному росту экономики страны.

Риски

Наиболее значительные риски для экономики Таджикистана имеют внешний характер. На фоне неурегулированности глобального тарифного противостояния велика вероятность замедления мирового экономического роста и снижения цен на сырье. В случае реализации такого сценария упадет спрос на такие экспортные товары страны, как цветные металлы, руды и текстиль. Сократятся объемы денежных переводов. Это приведет к замедлению роста потребления и инвестиций. В таких условиях ВВП страны будет расти темпами, ниже равновесного уровня.

РЕСПУБЛИКА
УЗБЕКИСТАН



РЕСПУБЛИКА УЗБЕКИСТАН

Экономический рост Узбекистана в 2026 г. прогнозируем на уровне 6,8%. Ему способствуют устойчивый внутренний спрос и высокая инвестиционная активность, а также благоприятная внешнеторговая конъюнктура — прежде всего высокие цены на золото. К концу 2026 г. инфляция составит около 6,7%. Денежно-кредитная политика останется относительно жесткой в 2026 г. Ожидаем постепенного снижения процентной ставки примерно до 13% на конец 2026 г. по мере замедления инфляции.

Текущая ситуация

Рост экономики страны в январе — сентябре 2025 г. составил 7,6% г/г после 7,2% г/г в первом полугодии. Ускорение обусловлено расширением внутреннего спроса и благоприятной конъюнктурой на внешних рынках. Розничный товарооборот увеличился на 11% г/г за январь — сентябрь 2025 г. (после 9,7% г/г за первое полугодие) на фоне роста доходов населения. Инвестиции в основной капитал выросли на 15,2% г/г (5,5% г/г в первом полугодии). Экспорт за январь — сентябрь 2025 г. продемонстрировал рост в стоимостном выражении на 33,3% г/г. В частности, увеличилась выручка от поставок за рубеж золота (+70,5% г/г), овощей и фруктов (+42,4% г/г), зерновых (+53,3% г/г). В случае золота основным фактором роста стало повышение мировых цен на металл, в случае сельскохозяйственной продукции — продолжающийся выход узбекских производителей на внешние рынки.

Промышленное производство увеличилось на 6,8% г/г в январе — сентябре 2025 г. Обработывающая промышленность продемонстрировала прирост на 7,1% г/г. Наиболее динамичное развитие показало производство резиновых и пластмассовых изделий, которое прибавило 19,1% г/г за январь — август 2025 г. В этой отрасли появляются новые предприятия — например, производство [Kmita-Polymers](#) в г. Чирчик. Текстильное производство прибавило 16,9% г/г за тот же период (пример нового производства — [предприятие в г. Нурафшон](#)). Спад наблюдался в таких отраслях, как добыча нефти (–9,6% г/г) и газа (–4,5% г/г) в условиях [снижения продуктивности](#) старых месторождений.

По нашим прогнозам, экономика вырастет на 7,4% по итогам 2025 г. благодаря устойчивому потребительскому спросу и благоприятным условиям внешней торговли. Помимо этого, продолжают расти инвестиции в основной капитал, способствуя наращиванию производственного потенциала и развитию инфраструктуры. Крупные вложения осуществляются, в частности, в сфере энергетики — в строительство новых [тепловых электростанций](#), а также в рамках проекта по развитию городов [«Новый Узбекистан»](#).

Инфляция продолжает снижаться. По итогам октября 2025 г. рост потребительских цен составил 7,8% г/г, что ниже пикового значения в 10,6% г/г, достигнутого в июне 2024 г., и ниже 9,8% г/г (показатель на конец 2024 г.). Замедление инфляции обусловлено жесткой денежно-кредитной политикой Центрального банка и стабилизацией тарифов на энергоносители — после их повышения в начале года. Проинфляционное давление создается устойчивым потребительским спросом на фоне роста доходов населения. За январь — сентябрь 2025 г. доходы населения выросли в номинальном выражении на 18,4% г/г на фоне увеличения номинальной средней зарплаты на 19% г/г, а также переводов из-за рубежа (в долларовом выражении — на 26% г/г по итогам первой половины года, до 15% ВВП). Сдерживающим фактором выступает стабильность обменного курса национальной валюты — ей, в свою очередь, способствует улучшение торгового баланса. Ожидаем, что на конец 2025 г. инфляция составит 7,5%.

Дефицит торгового баланса сократился до 6,4 млрд долл. (6,1% ВВП) за январь — сентябрь 2025 г. против 8,6 млрд долл. (10,7% ВВП) за те же месяцы 2024 г. За январь — сентябрь 2025 г. экспорт достиг 26,7 млрд долл., что на 33,3% больше, чем в аналогичном периоде 2024 г. (20 млрд долл.). Рост экспорта обеспечивается высокими мировыми ценами на золото, а также увеличением поставок продукции сельского хозяйства и обрабатывающей промышленности, включая текстиль и химическую продукцию. Импорт за этот же период вырос на 15,6% г/г, до 33,1 млрд долл. Опережающий рост экспорта по сравнению с импортом способствует улучшению текущего счета платежного баланса и оказывает поддержку национальной валюте.

Национальная валюта выросла в цене — с 12 920 сумов за доллар в начале года до 12 025 на конец октября 2025 г. Укреплению способствовало улучшение торгового баланса. Прогнозируем среднегодовой курс сума в 2025 г. на уровне 12 647, что практически совпадает с показателем 2024 г. (12 652). Поддержку национальной валюте окажут значительные объемы денежных переводов и рост экспортной выручки от золота.

Центральный банк сохраняет основную ставку на уровне около 14% годовых после повышения с 13,5% годовых в марте 2025 г. Ужесточение денежно-кредитной политики в 2025 г. обусловлено необходимостью сдерживания инфляционного давления, которое оставалось повышенным в начале года вследствие индексации тарифов на энергоносители и устойчивого роста потребительского спроса. Под влиянием политики ЦБ РУ темпы роста банковского кредитования снизились с 20,1% г/г в январе 2024 г. до 15,1% г/г в июле 2025 г., что способствовало ослаблению инфляционного давления со стороны спроса.

Фискальная позиция улучшается. За первое полугодие 2025 г. дефицит консолидированного бюджета составил 32,6 трлн сумов (1,9% ВВП) против 34,5 трлн (2,4% ВВП) годом ранее — сокращение на 5,5% г/г. Консолидированные доходы выросли на 23% г/г, а расходы — только на 18% г/г. Планируемый уровень дефицита

на 2025 г. закреплён на уровне 3% ВВП. К увеличению доходов, помимо роста экономики, привели изменения налоговой политики с 1 января 2025 г.: отмена льгот для экспортеров по налогу на прибыль и налогу с оборота (приведение к нормам ВТО); повышение ставок для субъектов электронной торговли до 10% по налогу на прибыль и до 3% по налогу с оборота; повышение акциза на табачную продукцию; индексирование базовой ставки земельного налога (около 10%), корректировка ставки и минимальной базы по налогу на имущество (в том числе для физлиц). Фискальная политика остается умеренно стимулирующей, поддерживая экономический рост при соблюдении фискальной дисциплины. Приоритетными направлениями расходов по-прежнему выступают развитие инфраструктуры, социальная поддержка населения и инвестиции в человеческий капитал.

Прогноз

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

Показатель	2024	2025П	2026П	2027П	2028П
ВВП в сопоставимых ценах (прирост в % к предыдущему году)	6,5	7,4	6,8	6,4	6,3
Инфляция (прирост в % г/г на конец года)	9,8	7,5	6,7	5,8	5,2
Основная ставка (% годовых в среднем за год)	13,8	13,9	13,7	12,4	11,6
Обменный курс сума к доллару США (в среднем за год)	12 652	12 647	12 800	14 100	15 100

Источник: данные национальных ведомств, расчеты аналитиков ЕАБР.

Экономическая активность и инфляция

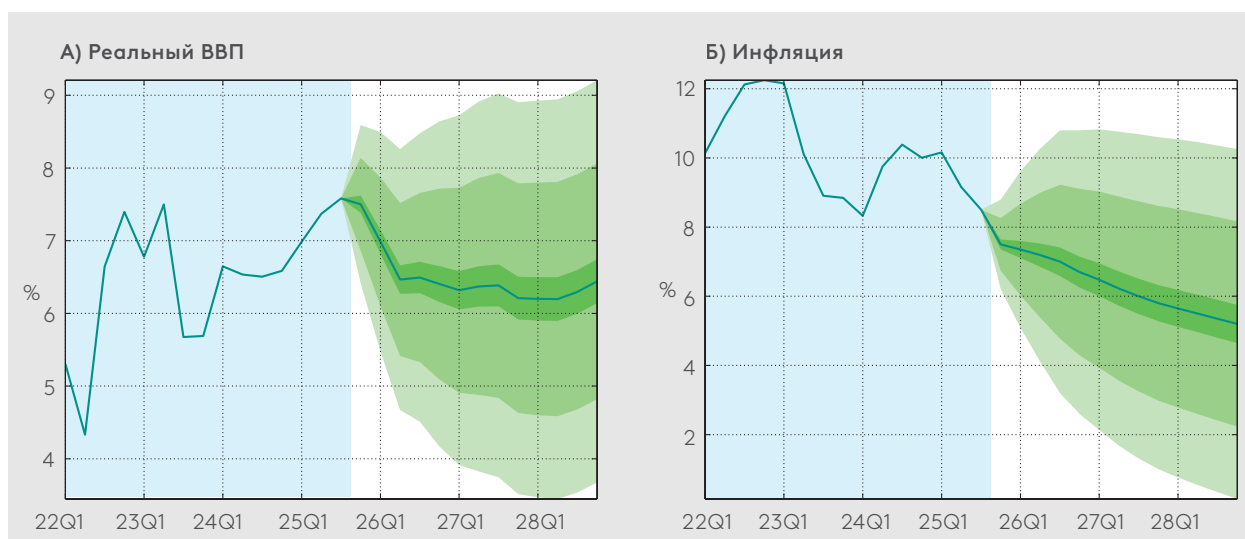
Рост ВВП, согласно нашему прогнозу, в 2026 г. останется высоким — на уровне 6,8% (таблица 9). Снижение темпов относительно 2025 г. (рисунок 23.А) будет обусловлено некоторым охлаждением потребительской активности под влиянием относительно жестких денежно-кредитных условий. При этом экономика сохранит устойчивые темпы роста благодаря продолжающимся структурным реформам и модернизации производственных мощностей.

Ожидаем роста ВВП на 6,4% и 6,3% в 2027 г. и 2028 г. соответственно. Своевременное смягчение денежно-кредитных условий будет способствовать хорошей динамике инвестиционной и потребительской активности. Другими факторами устойчивого роста ВВП (темпами выше 6%) останутся диверсификация экономической структуры, развитие несырьевого экспорта и эффекты от реализованных инфраструктурных проектов. Фискальная политика будет направлена на поддержание дефицита бюджета в пределах 3% ВВП, обеспечивая баланс между стимулированием экономики и сохранением долговой устойчивости.

Ожидаем дальнейшего замедления инфляции до 6,7% к концу 2026 г. Снижение ценового давления станет результатом достаточно жесткой денежно-кредитной политики, стабилизации тарифов на энергоносители и относительной устойчивости национальной валюты. Потребительский спрос продолжит расти, но менее интенсивно, чем в 2025 г. Возможное повышение мировых цен на продовольствие может оказать умеренное проинфляционное давление, однако общий тренд останется дезинфляционным ([рисунок 23.Б](#)).

В 2027–2028 гг. процесс дезинфляции продолжится: прогнозируем снижение инфляции до 5,8% к концу 2027 г. и до 5,2% к концу 2028 г. Постепенному приближению к целевому уровню в 5% будут способствовать несколько факторов: своевременное смягчение денежно-кредитной политики, стабилизация энергетических тарифов и медленное ослабление обменного курса. К концу прогнозного периода инфляция будет находиться вблизи целевого ориентира Центрального банка.

↓ **Рисунок 23. Прогноз экономической активности и инфляции в Узбекистане**



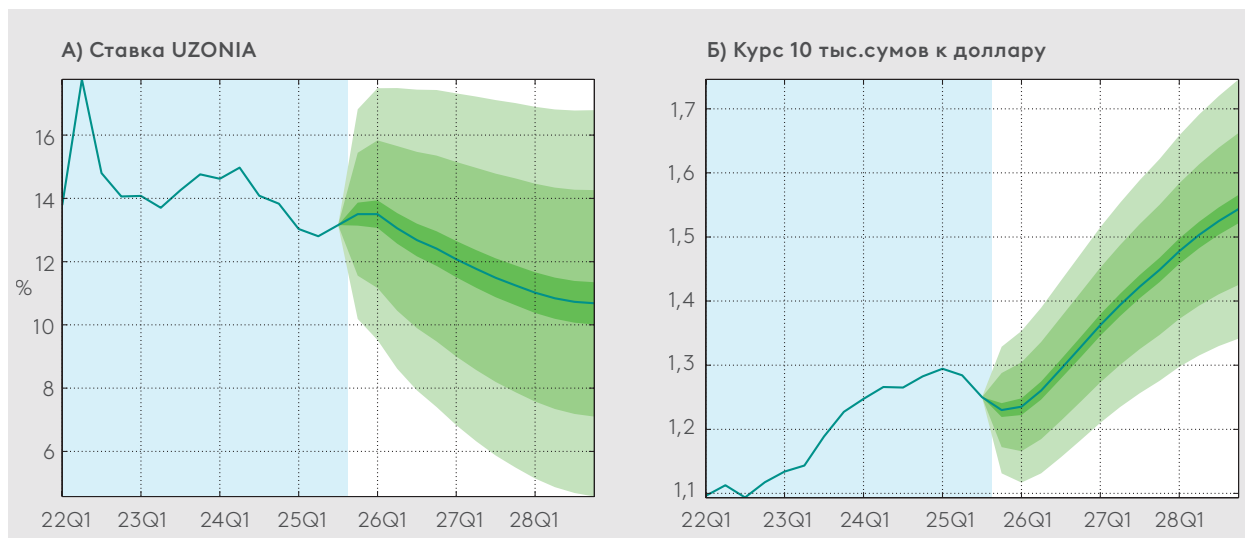
Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Денежно-кредитная политика и курс национальной валюты

Центральный банк начнет смягчать денежно-кредитную политику по мере замедления инфляции в 2026 г. Основная ставка снизится до около 13% на конец 2026 г. ([рисунок 24.А](#)). К концу 2028 г. ожидаем более активного снижения ставки — до 11%. Постепенное смягчение политики создаст более благоприятные условия для кредитования экономики, при этом темп снижения ставки будет учитывать инфляционные риски.

Ожидаем, что курс сума к доллару составит 12 800 в 2026 г., 14 100 в 2027 г. и 15 100 в 2028 г. ([рисунок 24.Б](#)), следуя долгосрочному тренду. Денежные переводы трудовых мигрантов продолжат играть важную роль в компенсации торгового дефицита и в поддержке платежного баланса.

↓ Рисунок 24. Процентная ставка и обменный курс (базовый сценарий)



Источник: расчеты аналитиков ЕАБР.

Риски

Замедление экономического роста в странах — основных торговых партнерах. Более значительное, чем прогнозируется, охлаждение экономик основных торговых партнеров, особенно России, может привести к сокращению узбекского экспорта и существенному снижению поступлений денежных переводов. Учитывая, что денежные переводы от трудовых мигрантов составляют значительную часть доходов населения и поддерживают внутреннее потребление, их уменьшение негативно отразится как на платежном балансе, так и на потребительском спросе внутри страны. Это в конечном итоге замедлит темпы экономического роста.

Волатильность мировых цен на сырьевые товары. Резкое повышение мировых цен на энергоносители, например, в случае обострения геополитической напряженности в мире, приведет к увеличению импортных расходов страны и ухудшению условий торговли. Одновременно существенное снижение цен на золото и другие металлы — на фоне стабилизации глобальной экономики или ужесточения денежно-кредитной политики в развитых странах — может сократить экспортную выручку Узбекистана. Учитывая высокую долю золота и других сырьевых товаров в структуре экспорта, реализация данных сценариев может ослабить национальную валюту и создать дополнительные вызовы для макроэкономической стабильности.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Соболевская, М., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (ЕАБР, 2024) Макроэкономический прогноз 2025–2027. Декабрь 2024. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews/makroekonomicheskii-prognoz-2025-2027/> (Просмотрено 23 октября 2025).

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Шарафутдинов, А., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (ЕАБР, 2025) Макроэкономический прогноз 2025–2027. Июнь 2025. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews/macroeconomic-outlook-2025-2027-june/> (Просмотрено 23 октября 2025).

Кузнецов, А., Соболевская, М., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (ЕАБР, 2024b) Макроэкономический обзор ЕАБР. Август 2024. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: https://eabr.org/upload/iblock/f5d/Makroobzor-avgust-2024_13.08.24.pdf (Просмотрено 22 октября 2025).

Министерство экономики и коммерции Кыргызской Республики МЭК КР (2025) О поэтапном повышении ставок акцизного налога на алкогольную продукцию. Октябрь 2025. Доступно на: <https://mineconom.gov.kg/ru/post/11269> (Просмотрено 3 ноября 2025).

Министерство Юстиции Кыргызской Республики МЮ КР (2021) Среднесрочная тарифная политика Кыргызской Республики на электрическую энергию на 2021–2025 годы. Сентябрь 2021. Доступно на: <https://cbd.minjust.gov.kg/158785/edition/6855/ru> (Просмотрено 3 ноября 2025).

Официальный информационный ресурс Премьер-министра Республики Казахстан (ПРК, 2025) По поручению Главы государства Правительством принимаются меры по обеспечению макроэкономической стабильности и нивелированию негативных последствий экономических реформ. Доступно на: <https://primeminister.kz/ru/news/po-poruceniiu-glavy-gosudarstva-pravitelstvom-prinimaiutsia-mery-po-obespecheniiu-makroekonomicheskoi-stabilnosti-i-nivelirovaniu-negativnykh-posledstvi-ekonomicheskikh-reform-30620> (Просмотрено 3 ноября 2025).

Abbas, S., et al. (2025) Global corporate debt risks and maturity wall implications. IMF Working Paper. Доступно на: <https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/view/journals/087/2025/001/087.2025.issue-001-en.pdf>

Albuquerque, R., & Iyer, R. (2025) Zombie firms in emerging markets. IMF Research. Доступно на: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/06/16/The-Rise-of-the-Walking-Dead-Zombie-Firms-Around-the-World-534866>

Aldasoro, I., Doerr, S., & Zhou, H. (2025) Non-bank lending during crises. BIS Working Papers No. 1074. Доступно на: <https://www.bis.org/publ/work1074.pdf> (Просмотрено 1 октября 2025).

Avalos, F., Chernenko, S., Davydiuk, O., & Sarto, A. (2025) The global drivers of private credit. BIS Quarterly Review. Доступно на: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2503b.pdf (Просмотрено 1 октября 2025).

Brookings Institution (2024) Non-bank financial intermediaries and systemic risk. Доступно на: <https://www.brookings.edu/articles/risks-that-non-bank-financial-institutions-pose-to-financial-stability/> (Просмотрено 1 октября 2025).

CEPR (2024) Leverage in non-bank financial institutions. Доступно на: <https://cepr.org/voxeu/columns/corporate-sector-vulnerabilities-high-rate-world-growing-risks-financial-stability> (Просмотрено 1 октября 2025).

European Central Bank (2023) Non-bank financing of the corporate sector in the euro area. Доступно на: <https://www.ecb.europa.eu/pub/research/html/index.en.html> (Просмотрено 1 октября 2025).

European Central Bank (2025) Growth of non-bank financial intermediaries, financial stability, and monetary policy. Доступно на: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/sintra/ecb.forumcentbankpub2025_Pelizzon_paper.en.pdf (Просмотрено 1 октября 2025).

Federal Reserve (2025) Federal government interest payments. US Government Reports. Доступно на: <https://www.federalreserve.gov/publications.htm> (Просмотрено 1 октября 2025).

Gelos, G., Patelli, P., & Shim, I. (2024) The dollar and global capital flows. BIS Papers. Доступно на: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2409d.pdf (Просмотрено 1 октября 2025).

IMF (2024) Effects of higher-for-longer interest rates. IMF Working Paper WP2410. Доступно на: <https://www.imf.org/media/Files/Publications/WP/2025/English/wpia2025171-source-pdf.ashx> (Просмотрено 1 октября 2025).

IMF (2025a) Global Financial Stability Report, April 2025. Доступно на: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2025/04/22/global-financial-stability-report-april-2025> (Просмотрено 1 октября 2025).

Islam, Asif M., & Nguyen, Ha. (2024) Distributional Crowding Out Effects of Public Debt on Private Investment in Developing Economies. Policy Research Working Paper. Доступно на: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4509345 (Просмотрено 1 октября 2025)

OECD (2025a) Global debt report. Доступно на: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2025/03/global-debt-report-2025_bab6b51e/8ee42b13-en.pdf (Просмотрено 1 октября 2025).

OECD (2025b) Economic Outlook 2025. Доступно на: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2025/06/oecd-economic-outlook-volume-2025-issue-1_1fd979a8/83363382-en.pdf (Просмотрено 1 октября 2025).

S&P (2025). Global Refinancing: Pressures Linger For The Lowest-Rated Credit, S&P Global Ratings analytic report, October 2025. Доступно на <https://www.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/global-refinancing-pressures-linger-for-the-lowest-rated-credits101653465> (Просмотрено 1 ноября 2025).

UNCTAD (2025) A World of Debt. United Nations Report. Доступно на: https://unctad.org/system/files/officialdocument/osgttinf2025d4_summary_en.pdf#page=3.44 (Просмотрено 1 октября 2025).

Windsor, C. (2023) "The Impact of Interest Rates on Bank Profitability". Доступно на: <https://www.rba.gov.au/publications/rdp/2023/pdf/rdp2023-05.pdf> (Просмотрено 1 октября 2025).

World Bank (2024) Corporate debt research and publications statistics. Доступно на: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/570381599749598347/pdf/Growth-of-Global-Corporate-Debt-Main-Facts-and-Policy-Challenges.pdf> (Просмотрено 1 октября 2025).

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

ВБ	Всемирный банк
ВВП	валовой внутренний продукт
ВТО	Всемирная торговая организация
ЕАБР, Банк	Евразийский банк развития
ЕС	Европейский союз
ЕЦБ	Европейский центральный банк
ЕЭК	Евразийская экономическая комиссия
ЖКУ	жилищно-коммунальные услуги
КР	Кыргызская Республика
ИИ	искусственный интеллект
ИТ	информационные технологии
МБК	межбанковский рынок кредитования
МВФ	Международный валютный фонд
МФ РК	Министерство финансов Республики Казахстан
НБ РБ	Национальный банк Республики Беларусь
НБ КР	Национальный банк Кыргызской Республики
НБ РК	Национальный банк Республики Казахстан
НБТ	Национальный банк Таджикистана
НДС	налог на добавленную стоимость
ОЭСР	Организация экономического сотрудничества и развития
РА	Республика Армения
РБ	Республика Беларусь
РЕПО	вид сделки, при которой ценные бумаги продаются и одновременно заключается соглашение об их обратном выкупе по заранее оговоренной цене
РК	Республика Казахстан
РТ	Республика Таджикистан
РФ	Российская Федерация
СДР	Special Drawing Rights, синтетическое резервное и платежное средство на основе корзины резервных валют. Эмитируется Международным валютным фондом (МВФ).
США	Соединенные Штаты Америки
ФНБ	Фонд национального благосостояния
ФРС, ФРС США	Федеральная резервная система США
ЦБ РА	Центральный банк Республики Армения
ЦБ РФ	Центральный банк Российской Федерации (Банк России)
BIR	Bishkek interest rate
CBDC	Central bank digital currency (цифровая валюта центрального банка)
ICR	Interest cover ratio — отношение операционной прибыли компаний к расходам на обслуживание долга
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Организация экономического сотрудничества и развития)
ОПЕК+	Объединение стран, членов ОПЕК, и нефтедобывающих стран, не входящих в организацию
PMI	Purchasing Managers' Index (индекс деловой активности)
S&P	Standard & Poor's (американская рейтинговая компания и провайдер финансовой информации)

SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (международная система обмена финансовыми сообщениями)
TONIA	Tenge OverNight Index Average
bbl	американский нефтяной баррель
%	процент
% г/г	годовой темп прироста
г.	год
гг.	годы
долл.	доллар США
кв/кв	квартал к кварталу
млн	миллион
млрд	миллиард
п.п.	процентный пункт
трлн	триллион
тыс.	тысяча

ГЛОССАРИЙ

Бюджетные (фискальные) резервы

Объем свободных средств государственного бюджета, доступных для финансирования расходов.

Бюджетный (фискальный) импульс

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

Валютизация банковских вкладов (кредитов)

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

Нейтральная ставка

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

Потенциальный (равновесный) ВВП

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

Равновесный курс валюты

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

Разрыв выпуска

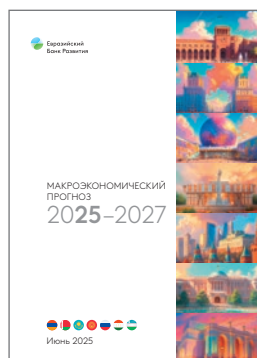
Отклонение объема реального ВВП от своего потенциального уровня. Положительный разрыв выпуска, как правило, характеризует ситуацию избыточного спроса в экономике и является индикатором инфляционного давления. При отрицательном разрыве выпуска справедливо обратное.

Purchasing Managers' Index (PMI)

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



Аналитика на сайте ЕАБР



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.



Рабочий документ 25/13 (RU)

Персидский залив: мониторинг макроэкономики и финансов

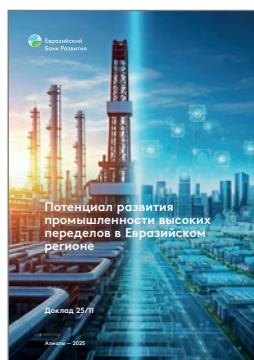
В мониторинге ЕАБР проанализированы экономики шести стран Персидского залива, оценены среднесрочные тенденции: рост ВВП, инфляция, долговая устойчивость, бюджетная и денежно-кредитная политики.



Доклад 25/12 (RU/EN)

Складская инфраструктура Евразийского региона: возможность десятилетия

В докладе представлен анализ текущего состояния сектора складирования, хранения и сортировки в Евразийском регионе, изучены основные факторы, влияющие на его развитие, а также дана детальная прогнозная оценка потребностей в складской инфраструктуре в регионе в перспективе до 2040 г.



Доклад 25/11 (RU/EN)

Потенциал развития промышленности высоких переделов в Евразийском регионе

Переход к производству продукции высоких переделов может стать мощным драйвером экономического роста региона. В исследовании определены приоритетные отрасли промышленности и узкие ниши для каждой страны, а также представлены оценки экспортного потенциала и потенциала импортозамещения.



Рабочий документ 25/9 (RU/EN)

Ловушка среднего дохода: что делать с гипотезой, у которой нет общепризнанной формулировки?

Исследование показывает, что разнообразие трактовок «ловушки среднего дохода» мешает понять, попала ли экономика в нее. При этом выявлены факторы перехода к высокому доходу: стабильная макроэкономика, инновационность, сильные институты и благоприятная демография.



Доклад 25/8 (RU/EN)

Инвестиции в будущее: проекты международных финансовых организаций в Евразии

В докладе проанализированы 10 фундаментальных трендов несусловного финансирования международных финансовых организаций в Евразийском регионе и сформулирован ряд предложений для более активных и диверсифицированных инвестиций МФО в проекты развития.



Доклад (RU/EN)

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

В совместном докладе представлен 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

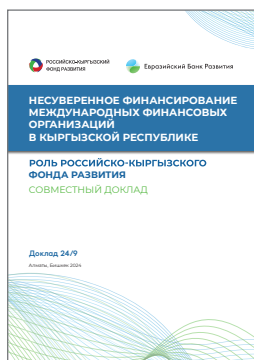
Доклад содержит детальные сведения о масштабах, динамике, географической и отраслевой структуре накопленных взаимных прямых инвестиций между странами Евразийского региона, с одной стороны, и Китаем, Турцией, Ираном, странами Залива, с другой стороны, за период с 2016 г. по первое полугодие 2024 г.



Доклад 24/10 (RU/EN)

Мониторинг взаимных инвестиций ЕАБР — 2024. Евразийский регион

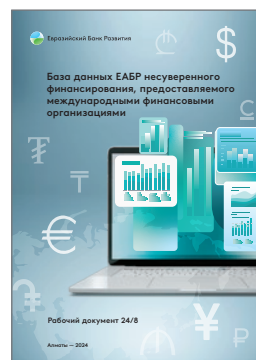
Доклад содержит детальные сведения о масштабах, динамике, географической и отраслевой структуре взаимных прямых инвестиций стран Евразийского региона за период с 2016 г. по первое полугодие 2024 г.



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.



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