

Основные тенденции

- Страны ЕФСР сохранили устойчивый рост в 2022–2025 годах. Рост обеспечивается сильным внутренним спросом и высокой инвестиционной активностью. Бюджетная политика оказывает поддержку ключевым драйверам роста.
- Только в Армении и Таджикистане инфляция находится вблизи таргета и останется там. В остальных странах инфляция по-прежнему стабильно высокая из-за перегрева внутреннего спроса, фискального стимулирования, ускоренного повышения тарифов (ЖКХ, энергия), дефицита ГСМ, волатильности цен на продовольствие.
- Центробанки России, Казахстана и Кыргызстана либо сохраняют высокие ставки, либо повышают их для борьбы с инфляцией. НБРБ использует дифференцированные меры. Только в Армении и Таджикистане есть пространство для паузы или снижения ставок ввиду замедления инфляции.
- Во всех странах отмечаются негативные тенденции во внешней торговле: сокращение экспорта (Россия, Беларусь, Армения), рост импорта, расширение товарного дефицита (Беларусь, Кыргызстан, Таджикистан).

Макропрогноз

- В 2026–2028 годах прогнозируется замедление роста во всех странах против 2024–2025 годов. Экономический рост замедляется в России, Беларуси и Армении. В 2025 году в Казахстане, Кыргызстане и Таджикистане темпы роста находятся на пиковых значениях, в 2026 году ожидается их замедление.
- Прогнозируется постепенное снижение инфляции. Перед ЦБ четырех стран стоит задача возвращения инфляции к цели.
- В бюджетной сфере сохраняются напряженности — необходимость фискальной консолидации (Армения, Россия, Казахстан), а также масштабные расходы на инфраструктуру и поддержку госпредприятий (Кыргызстан, Таджикистан).
- В прогнозах доминируют риски, имеющие внешнее происхождение: замедление экономики России, неблагоприятная ценовая конъюнктура на сырьевых рынках (нефть, металлы), ужесточение санкционного давления.

Прирост ВВП, %

	2025	2026	2027	2028
Россия	0,7	1,1	1,6	1,7
Казахстан	6,1	4,6	4,3	4,2
Армения	6,1	5,1	4,8	4,8
Беларусь	1,5	1,1	1,0	1,2
Кыргызстан	9,0	6,4	6,0	5,5
Таджикистан	7,8	7,1	6,7	6,0

Инфляция (дек/дек), %

	2025	2026	2027	2028
Россия*	6,9	5,1	4,1	4,0
Казахстан*	12,5	10,0	8,4	7,0
Армения	3,7	3,3	3,0	3,0
Беларусь*	7,1	6,6	6,2	6,0
Кыргызстан	8,9	6,4	6,3	5,8
Таджикистан	4,3	4,8	5,5	5,0

* 4 кв / 4 кв

БЫСТРОЕ ЗАМЕДЛЕНИЕ ЭКОНОМИКИ — ПРОИНФЛЯЦИОННЫЕ ШОКИ — ОСТОРОЖНОЕ СНИЖЕНИЕ СТАВКИ

Макропрогноз 2026–2028

- **Рост ВВП в 2026 году останется относительно низким — 1,1%** из-за сокращения инвестиций, обусловленного жесткой ДКП, снижения фискального импульса и падения нефтегазовых экспортных доходов. К концу 2026 года экономика выйдет из состояния перегрева. С 2027 года начнется восстановление экономического роста до его потенциального уровня.
- **Инфляция составит 6,9% на конец 2025 года.** Проинфляционные шоки, а именно повышение НДС до 22%, рост сборов на импортные автомобили и кризис на рынке моторного топлива, обусловят сохранение повышенной инфляции в 2026 году.
- **Ожидаем смягчения денежно-кредитной политики** в 2026 году более осторожными темпами — средняя ставка составит 13,5% годовых.
- **Курс рубля ожидается на уровне 84 рубля за доллар в 2025 году,** с постепенным ослаблением до 91 рубля в 2026 году и 95–96 рублей в 2027–2028 годах.

Риски и неопределенности

- **Бюджетные риски:** отклонение доходов бюджета из-за замедления активности и колебаний цен на нефть и валюту, требующее пересмотра прогнозов и политики.
- **Макроэкономические риски:** негативные эффекты на экономическую активность в 2026 году из-за высокой ставки, роста НДС и утильсбора, а также ограничений для ИП и МСБ, что может привести к снижению потребительского спроса и формированию дезинфляционного давления.
- **Валютные риски:** более сильное ослабление рубля из-за падения цен на нефть на фоне торговых конфликтов и сокращения валютных продаж из ФНБ.

Параметры прогноза

	Прирост ВВП, %	ИПЦ (дек/дек), %	Ключевая ставка (среднегодовая), %
2025	0,7	6,9	18,9
2026	1,1	5,1	13,5
2027	1,6	4,1	8,3
2028	1,7	4,0	7,5

РОСТ ВЫШЕ ОЖИДАНИЙ — КВАЗИФИСКАЛЬНОЕ СТИМУЛИРОВАНИЕ — АДМИНИСТРАТИВНОЕ ОХЛАЖДЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Макропрогноз 2026–2028

- В 2025 году рост реального ВВП — 6,1%, **в среднесрочной перспективе экономика замедлится до 4,2–4,6%** на фоне реализации налогово-бюджетных реформ (включая бюджетную консолидацию) и сохранения жесткой ДКП.
- **Медленное замедление инфляции** из-за усиления проинфляционных факторов — **до 10% в IV квартале 2026 года**. По мере закрытия положительного разрыва выпуска инфляция продолжит замедляться и снизится до 7% к концу 2028 года.
- **Номинальный курс тенге ослабнет до 554–594 тенге за доллар в 2026–2028 годах** из-за снижения трансфертов из Нацфонда и ухудшения ценовой конъюнктуры на сырьевых рынках.

Риски и неопределенности

- **Расширение квазифискального импульса** через институты развития и нацкомпании может увеличить внутренний спрос, изменить траекторию экономического роста и усилить инфляционные риски.
- Формирование «**отложенной инфляции**» из-за введения административных мер по заморозке цен на ЖКУ и ГСМ.
- Со стороны мировой экономики ключевой риск формирует возможное снижение цен на нефть и другие сырьевые товары, что окажет давление на экспортную выручку, доходы бюджета и Нацфонда и усилит давление на курс тенге.

Параметры прогноза

	Прирост ВВП, %	ИПЦ (дек/дек), %	Ставка ТONIA (среднегодовая), %
2025	6,1	12,5	16,1
2026	4,6	10,0	16,9
2027	4,3	8,4	12,9
2028	4,2	7,0	10,4

ПОВЫШЕННЫЙ ВНУТРЕННИЙ СПРОС – ИНФЛЯЦИЯ В ПРЕДЕЛАХ ТАРГЕТА – ПОСТЕПЕННАЯ ФИСКАЛЬНАЯ КОНСОЛИДАЦИЯ

Макропрогноз 2026–2028

- Рост экономики в 2025 году достигнет 6,1%, что будет обеспечено значительной активностью в строительном секторе и секторе услуг, а в 2026–2028 годах начнет постепенно замедляться до 4–5%.
- Инфляция: 3,7% в 2025 году (в рамках таргета), затем стабилизация на уровне ~3% в 2026–2028 годах.
- Постепенная фискальная консолидация: с прогнозируемого дефицита бюджета 5,0% ВВП в 2025 году до 2,8% ВВП к 2028 году.
- Дефицит СТО сохранится на уровне 4–5% ВВП.

Риски и неопределенности

- Экономика Армении постепенно возвращается к сбалансированному росту, но ухудшение внешних условий, включая влияние России, может еще сильнее замедлить ее темпы.
- В условиях активного кредитования усиливается зависимость экономики от внутреннего спроса. В случае устойчивости этих тенденций экономика может оставаться в состоянии перегрева дольше, чем предусмотрено в базовом сценарии.
- Ценовая волатильность продовольствия и энергоресурсов, а также возможное ослабление реального эффективного курса могут привести к выходу инфляции за пределы целевого диапазона ЦБ РА.
- В бюджетной сфере сохраняются разнонаправленные риски: в 2025 году возможны невыполнения планов по капитальным и текущим расходам, а в долгосрочном периоде — риски обусловленные увеличением социальных расходов.
- Позитивным отклонением от базового сценария может стать запуск Амулсарского рудника в 2026 году.

Параметры прогноза

	Прирост ВВП, %	ИПЦ (дек/дек), %	Государственный бюджет, % ВВП
2025	6,1	3,7	-5,0
2026	5,1	3,3	-4,5
2027	4,8	3,0	-3,5
2028	4,8	3,0	-2,8

СЛАБЫЙ ВНЕШНИЙ СПРОС — ЗАМЕДЛЕНИЕ ЭКОНОМИКИ — СНИЖЕНИЕ ИНФЛЯЦИОННОГО ДАВЛЕНИЯ

Макропрогноз 2026–2028

- Замедление экономической активности в России выступает ключевым фактором снижения темпов **экономического роста** в Беларуси.
- По итогам 2025 года прирост реального ВВП ожидается около 1,5%, а в **среднесрочной перспективе замедлится** до 1–1,3%.
- Накопленное давление со стороны внутреннего спроса, рынка труда и повышенного роста цен в России будет поддерживать **инфляцию** выше целевых значений.
- **Фискальная политика** будет направлена на обеспечение близкого к сбалансированному сальдо консолидированного бюджета.
- **Внешнеэкономическая сбалансированность** будет поддерживаться постепенным сокращением дефицита СТО.

Риски и неопределенности

- **Реализация стимулирующей политики** на фоне сокращения внешнего спроса.
- **Усиление конкуренции для белорусских производителей** на российском рынке в условиях успешной адаптации российских производителей к санкционным ограничениям.
- **Политика санкций** в отношении России и Беларуси может выступить как негативным фактором при расширении и (или) унификации санкций, так и позитивным при ослаблении давления.
- Повышательным риском для прогноза выступает возможное **положительное влияние реализуемых инвестиционных проектов** на экономический потенциал.

Параметры прогноза

	Прирост ВВП, %	ИПЦ (дек/дек), %	Консолидированный бюджет, % ВВП
2025	1,5	7,1	-0,3
2026	1,1	6,6	+0,1
2027	1,0	6,2	+0,2
2028	1,2	5,0	+0,3

ИМПУЛЬС СТРОИТЕЛЬСТВА — ПРОИНФЛЯЦИОННОЕ ДАВЛЕНИЕ — ЗНАЧИТЕЛЬНЫЕ РАСХОДЫ «ПОД ЧЕРТОЙ»

Макропрогноз 2026–2028

- **Экономический рост** стабилизируется вблизи 6% благодаря высоким объемам инвестиционного и жилищного строительства.
- Сохранится **высокая инфляция** — средний рост цен превысит 6% г/г в 2026–2028 годах из-за высоких цен на продовольствие и горюче-смазочные материалы, ежегодного повышения тарифов на электроэнергию, давления со стороны внутреннего спроса.
- **Бюджет** будет профицитным на фоне высоких неналоговых доходов, при этом существенная часть профицита будет направлена на финансирование расходов «под чертой», включая масштабные проекты социально-экономического развития.

Риски и неопределенности

- **Формирование бюджетного разрыва** при росте затрат на крупные инфраструктурные проекты, поддержку предприятий энергетического сектора, докапитализацию государственных банков и строительных компаний.
- Краткосрочное замедление экономического роста из-за **дефицита электроэнергии в зимний период**.
- **Снижение денежных переводов** в связи с ужесточением условий найма трудовых мигрантов и замедлением роста зарплат в России.

Параметры прогноза

	Прирост ВВП, %	ИПЦ (дек/дек), %	Республиканский бюджет, % ВВП
2025	9,0	8,9	+2,6
2026	6,4	6,4	+1,6
2027	6,0	6,3	+1,5
2028	5,5	5,8	+0,8

ПОВЫШЕННЫЙ ПРИТОК ДЕНЕЖНЫХ ПЕРЕВОДОВ МИГРАНТОВ — АМБИЦИОЗНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРОЕКТЫ — РИСКИ ЛИКВИДНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА

Макропрогноз 2026–2028

- Постепенное замедление роста до 6,0% в 2028 году ввиду нормализации объемов денежных переводов и темпов роста у ключевых торговых партнеров (Россия, Китай, Казахстан).
- **Дефицит государственного бюджета расширится до 2,5% ВВП в 2026 году** на фоне значительного роста расходов (+3,7 п. п. г/г), в т. ч. на строительство Рогунской ГЭС и оплату труда. В 2027–2028 годах дефицит бюджета сохранится на уровне 2,5% ВВП.
- **Потребительская инфляция повысится до 5%**, что соответствует целевому диапазону.
- Профицит СТО сменится дефицитом (0,2% ВВП в 2027 году и 0,8% ВВП в 2028 году) в результате постепенного снижения притока по счету оплаты труда и счету вторичных доходов (в % ВВП).

Риски и неопределенности

- Если **повышенный приток денежных переводов сохранится** на более длительный срок, это может поднять темпы роста экономики над уровнем базового прогноза.
- Сохраняется **повышенный риск ликвидности госдолга** в 2026–2027 годах на фоне необходимости погашения обязательств по еврооблигациям.
- **Недостижение** утвержденных **параметров по доходам бюджета** при сохранении высоких расходов.
- **Завершение строительства Рогунской ГЭС** сопряжено с рисками для бюджетной и долговой устойчивости в случае возможных задержек предоставления внешнего финансирования, необходимостью производить эти расходы за счет собственных доходов и поиска новых источников финансирования в случае увеличения стоимости строительства.

Параметры прогноза

	Прирост ВВП, %	ИПЦ (дек/дек), %	Государственный бюджет, % ВВП
2025	7,8	4,3	-0,3
2026	7,1	4,8	-2,5
2027	6,7	5,5	-2,5
2028	6,0	5,0	-2,5