

Пересмотр прогноза

- Экономика России замедлилась сильнее ожиданий, что на данный момент заметно повлияло только на Беларусь — оценка роста обеих экономик в 2025 году была понижена. Остальные страны региона продолжили уверенный рост, поэтому мы скорректировали рост в сторону повышения. Среднесрочные прогнозы существенно не поменялись.
- В Казахстане, Беларуси и Кыргызстане высокая инвестиционная активность стимулировала рост, но привела к усилению инфляционного давления из-за устойчивого спроса, поддержанного фискальными мерами, что потребовало повышения прогноза по инфляции на 2025 год.

Риски и неопределенности

- В целом, страны ЕФСР успешно адаптируются к меняющейся конъюнктуре, и мы не отмечаем для них формирование новых рисков по сравнению с предыдущим прогнозом.
- Ключевые риски связаны с охлаждением экономики России, что может ослабить внешний спрос (особенно в Армении и Беларуси) и сократить денежные переводы (в Кыргызстане и Таджикистане).
- Сохраняются общие риски снижения цен на сырье на фоне глобальной торговой напряженности.

Несмотря на риски и уязвимости, формирование критических дисбалансов, представляющих угрозы макроэкономической стабильности, в странах ЕФСР в среднесрочной перспективе не ожидается.

Прирост ВВП, %

	2025	2026	2027	2028
Россия	1,1	1,3	1,5	1,7
Казахстан	5,7	4,5	4,3	4,2
Армения	6,2	5,0	4,8	4,8
Беларусь	1,6	1,3	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	7,6	4,2	4,0	4,0
Казахстан	11,7	9,0	7,2	6,1
Армения	4,0	3,3	3,0	3,0
Беларусь	8,0	6,8	6,1	5,0
Кыргызстан	8,1	6,3	6,3	5,6
Таджикистан	5,3	4,1	5,6	4,6

ВЫХОД ИЗ ПЕРЕГРЕВА — ЗАМЕДЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ — СМЯГЧЕНИЕ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

Макропрогноз 2025–2028

- **Экономика замедлится до 1,1% в 2025 году** — мягкая посадка после периода «перегрева». Возврат к потенциальному росту 1,7% к 2028 году.
- **Инфляция: 7,6% на конец 2025 года** при сохранении проинфляционных рисков (перегрев экономики, рост зарплат). Возвращение к цели 4% ожидается в 2027 году.
- **Денежно-кредитная политика: снижение ключевой ставки до 16% в 2025 году** и достижение нейтрального уровня 7,5–8,5% в 2027–2028 годах.
- **Среднегодовой курс рубля ожидается на уровне 85 рублей за доллар в 2025 году** с постепенным ослаблением до 96 рублей к 2028 году.

Риски и неопределенности

- Сохраняются риски локального переохлаждения отдельных отраслей экономики.
- **Усиление санкционного давления** против российских компаний и зарубежных покупателей экспорта остается ключевым фактором неопределенности.
- На фоне снижения ставок по депозитам и изменения структуры сбережений **повышается вероятность усиления волатильности рубля**, что может отразиться на ценовой и финансовой стабильности.
- Сохранение низких мировых цен на нефть в сочетании с крепким рублем повышает **вероятность недополучения бюджетных доходов**.

Параметры прогноза

	Прирост ВВП, %	ИПЦ (дек/дек), %	Ключевая ставка (среднегодовая), %
2025	1,1	7,6	19,0
2026	1,3	4,2	11,8
2027	1,5	4,0	8,5
2028	1,7	4,0	7,5

РОСТ ВЫШЕ ОЖИДАНИЙ — ИНФЛЯЦИЯ ДАВИТ НА РЕАЛЬНЫЕ ДОХОДЫ — ФИСКАЛЬНОЕ СТИМУЛИРОВАНИЕ СОХРАНЯЕТСЯ

Макропрогноз 2025–2028

- В 2025 году рост реального ВВП ускорится до 5,7% за счет расширения добычи на месторождении Тенгиз и реализации инфраструктурных проектов при поддержке бюджета.
- В среднесрочной перспективе экономика замедлится до 4,2–4,5% на фоне сохранения жесткой ДКП, ожидаемой фискальной консолидации.
- Пик инфляции в IV квартале 2025 года на фоне повышения ставок НДС — 11,7%. В дальнейшем ожидается замедление на фоне жесткой ДКП и сбалансированности фискальных мер.
- Ожидается ослабление номинального курса до 554–585 тенге/доллар в 2026–2028 годах из-за снижения цен на энергоресурсы, сокращения трансфертов из Нацфонда, сохранения инфляционного дифференциала с торговыми партнерами.

Риски и неопределенности

- Риск ускорения инфляции уже реализовался, но существует **угроза сохранения инфляции на высоком уровне** на фоне высоких инфляционных ожиданий и длительного сохранения перегрева экономики.
- **Риск большего ослабления курса** в связи с ростом импорта и ослаблением факторов, поддерживающих курс в настоящий момент (трансферты из Нацфонда, продажа валютной выручки, прекращение операций по зеркалированию покупки золота).
- Традиционно сохраняются риски, связанные с высокой зависимостью от цен на нефть.

Параметры прогноза

	Прирост ВВП, %	ИПЦ (дек/дек), %	Ставка ТОНIA (среднегодовая), %
2025	5,7	11,7	16,1
2026	4,5	9,0	14,8
2027	4,3	7,2	12,0
2028	4,2	6,1	9,8

РОСТ ЗА СЧЕТ ВНУТРЕННЕГО СПРОСА — ИНФЛЯЦИЯ У ВЕРХНЕЙ ГРАНИЦЫ ТАРГЕТА — ВЫСОКИЙ ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА

Макропрогноз 2025–2028

- **Экономический рост в 2025 году ускорится** до 6,2% за счет высокого роста в секторе строительства и услуг, а в 2026–2028 годах постепенно замедлится до 4,8% — вблизи потенциального (4–5%).
- **Инфляция в 2025 году — у верхней границы таргета** (4%); в 2026–2028 годах стабилизируется на уровне 3,0%.
- **Дефицит бюджета** в 2025–2026 годах прогнозируется **на относительно высоком уровне** — 5,0–4,5% ВВП, после чего, в результате мер фискальной консолидации, будет постепенно снижаться: до 2,8% ВВП в 2028 году.
- **Дефицит СТО** сохранится на уровне 4–5% ВВП.

Риски и неопределенности

- В экономике Армении наблюдается **устойчивый структурный сдвиг в сторону неторгуемого сектора** в условиях сохраняющейся переоцененности армянского драма. Такая динамика увеличивает зависимость экономики от внутреннего спроса и снижает экспортную конкурентоспособность.
- В случае ускоренного ослабления драма и роста цен на импортируемые продовольственные товары **инфляция может выйти за пределы целевого диапазона Центрального банка Армении.**
- **Ускорение кредитования и сохраняющийся перегрев на рынке недвижимости.**
- **Расходы на поддержку переселенцев из Нагорного Карабаха** могут оказаться более продолжительными и затратными.

Параметры прогноза

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

СОКРАЩЕНИЕ ВНЕШНЕГО СПРОСА — ОХЛАЖДЕНИЕ ЭКОНОМИКИ — ВЫСОКАЯ ИНФЛЯЦИЯ

Макропрогноз 2025–2028

- Замедление экономической активности в России выступит ключевым фактором снижения темпов **экономического роста** в Беларуси.
- По итогам 2025 года прирост реального ВВП ожидается на уровне 1,6%, а в **среднесрочной перспективе замедлится** до 1–1,3%.
- Накопленное давление со стороны внутреннего спроса, рынка труда и роста цен в России будет поддерживать **инфляцию** выше целевых значений.
- **Фискальная политика** будет характеризоваться постепенным увеличением профицита бюджета после умеренного дефицита в 2025 году.
- **Внешнеэкономическая сбалансированность** будет поддерживаться в условиях постепенного снижения дефицита СТО.

Риски и неопределенности

- **Риск формирования макроэкономических дисбалансов** в условиях продолжения политики стимулирования экономического роста на фоне сокращения внешнего спроса и ухудшения условий торговли.
- **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.

Параметры прогноза

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

ВЫСОКИЙ РОСТ — ВЫСОКАЯ ИНФЛЯЦИЯ — ВЫСОКИЕ БЮДЖЕТНЫЕ РИСКИ

Макропрогноз 2025–2028

- **Экономический рост** после роста на 9,0% г/г в 2025 году в течение последующих лет стабилизируется около 6% в условиях замедления роста торговли; поддержку окажут высокие объемы инвестиционного и жилищного строительства.
- **Инфляция** превысит целевой диапазон в 2025 году, в среднесрочной перспективе составит **в среднем выше 6% г/г** из-за высоких цен на продовольствие, повышения тарифов на электроэнергию, ускорения внутреннего спроса.
- **Бюджет будет профицитным**, при этом существенная часть профицита будет направлена на финансирование расходов «под чертой», включая масштабные проекты социально-экономического развития.

Риски и неопределенности

- Риски для финансирования бюджета в связи с поддержкой предприятий низкоэффективного энергетического сектора, реализацией крупных инфраструктурных проектов (Камбаратинская ГЭС, ж/д Китай — Кыргызстан — Узбекистан), докапитализацией Государственной ипотечной компании, государственных банков. **Могут потребоваться дополнительные ресурсы доноров, а также наращивание внутреннего и внешнего госдолга.**
- **Ускорение инфляции** из-за роста цен на горюче-смазочные материалы.
- **Сокращение доходов бюджета** из-за снижения импорта товаров и производства золота (в совокупности почти 50% доходов бюджета).
- **Снижение денежных переводов** из-за изменения условий труда мигрантов и замедления роста зарплат в России.

Параметры прогноза

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

РОСТ ИНВЕСТИЦИЙ И ЭКСПОРТА – ВЫСОКИЕ ДОХОДЫ ФОРМИРУЮТ ПРОФИЦИТ БЮДЖЕТА – НИЗКАЯ ПОТРЕБИТЕЛЬСКАЯ ИНФЛЯЦИЯ

Макропрогноз 2025–2028

- Прогноз **роста реального ВВП** Таджикистана на 2025 год **пересмотрен в сторону повышения** (с 7,5% до 7,8%). Далее ожидается 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** составит 0,6–1,9% ВВП в 2025–2028 годах.
- **Потребительская инфляция незначительно вырастет** в 2025 году и останется на уровне 5% в среднесрочной перспективе.
- **Профицит СТО сменится дефицитом** в 1,3% ВВП в 2027 году. Значительные объем золотовалютных резервов способствует устойчивости платежного баланса.

Риски и неопределенности

- **Сохраняется уязвимость экономики Таджикистана к внешним шокам.** Она усугубляется ростом погашения основной суммы внешнего государственного долга в 2025–2027 годах.
- Завершение строительства Рогунской ГЭС сопряжено с **рисками для бюджетной и долговой устойчивости** ввиду возможных задержек предоставления внешнего финансирования и необходимостью производить эти расходы за счет собственных доходов, а также необходимостью поиска новых источников финансирования в случае увеличения стоимости строительства.

Параметры прогноза

	Прирост ВВП, %	ИПЦ (дек/дек), %	Государственный бюджет, % ВВП
2025	7,8	5,3	-1,9
2026	7,1	4,1	-1,3
2027	6,7	5,6	-0,6
2028	6,0	4,6	-0,9