

An impressionistic landscape painting. The top half features a warm, golden-yellow and orange sky. Below, a range of mountains is depicted with vibrant reds and purples. The foreground shows a body of water reflecting the sky, with a prominent red and white structure, possibly a boat or a building, in the middle ground. The style is characterized by thick, visible brushstrokes and a rich, textured color palette.

ЕФСР

ЕВРАЗИЙСКИЙ ФОНД
СТАБИЛИЗАЦИИ И РАЗВИТИЯ

РЕГИОНАЛЬНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР

| ЗИМА 2025

Документ является кварталным изданием Евразийского фонда стабилизации и развития и содержит анализ основных макроэкономических показателей, а также прогноз макроэкономических параметров в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

Документ публикуется в электронной версии на официальном сайте Евразийского фонда стабилизации и развития на русском и английском языках.

Электронная версия доступна по адресу:

efsd.org/research/regional-economic-outlook/

Для цитирования: Региональный экономический обзор ЕФСР 2025 № 4(8). Москва: Евразийский фонд стабилизации и развития.

Ключевые слова: экономический рост, макроэкономический прогноз, ВВП, инфляция, валютный курс, платежный баланс, денежно-кредитная политика, фискальная политика, процентная ставка, безработица, инвестиции, потребительский спрос.

JEL: E17, E20, E27, E30, E40, E50, F15, H60, O10.

Данный обзор подготовлен командой ЕФСР под общим руководством Главного экономиста **Сергея Улатова**. Подготовкой доклада руководила **Марина Гричик**.

В подготовке обзора принимали участие: **Галымжан Айтказин, Лиана Арутюнян, Марина Гричик, Данил Гришин, Ольга Емельянова, Тигран Костанян, Дмитрий Кудряшов, Наталья Лаврова, Кирилл Лемба, Наталья Писарева, Бауыржан Темирбаев, Тарас Цукарев, Александр Янушкевич**.

ПРИМЕЧАНИЕ:

Дата отсечения данных: 17.11.2025.

Выводы и интерпретация фактов в публикации необязательно отражают официальную позицию Совета директоров ЕФСР, Совета управляющих ЕФСР или государств — участников ЕФСР.

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.

Комментарии, предложения и замечания к настоящему документу можно направить по адресу info@efsd.org.

СОДЕРЖАНИЕ

Вступительное слово Главного экономиста.....	2
Краткие выводы Регионального экономического обзора.....	4
Внешний сектор.....	10
Россия	16
Казахстан	24
Армения.....	32
Беларусь	40
Кыргызстан	48
Таджикистан	56
Риски отклонения от базового прогноза	64
Список сокращений и аббревиатур.....	70

ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

Экономики большинства государств — участников ЕФСР демонстрируют высокую устойчивость к меняющимся внешним условиям, показывая уверенные темпы экономического роста в III квартале 2025 года. Расширение внутреннего спроса, поддержанное стимулирующей бюджетной политикой, быстрым ростом кредитования и в ряде стран ростом денежных переводов, остаются ключевыми драйверами роста в большинстве наших экономик. При этом в Казахстане и Кыргызстане сохраняются признаки перегрева экономической активности, что обуславливает возрастающее инфляционное давление, несмотря на последовательное ужесточение кредитно-денежных условий.

Экономика России продолжила постепенное охлаждение в III квартале в условиях сохраняющихся жестких кредитно-денежных условий и замедления инфляции. При этом, влияние этого замедления на другие экономики региона пока остается ограниченным, за исключением Республики Беларусь, где темпы экономического роста продолжили замедляться в условиях ослабления внешнего спроса.

Наш среднесрочный прогноз по всем странам пересмотрен незначительно, по сравнению с предыдущим. Баланс рисков для наших экономик также существенно не изменился. Преобладают понижительные риски, прежде всего связанные с возможным ослаблением внешнего спроса, включая со стороны России, а также с возможным

Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза

падением цен на ключевые экспортные товары. В ряде стран сохраняются высокие инфляционные риски, в том числе связанные с возможным усилением фискального стимулирования. Мы также видим и повышательные риски в отдельных экономиках, преимущественно связанные с запуском новых производственных мощностей.

В целом мы наблюдаем, что экономическая политика во всех наших странах направлена на поддержание макроэкономической сбалансированности. При этом долговая и бюджетная устойчивость остаются на приемлемом уровне, устойчивость платежных балансов сохраняется. В текущих условиях серьезных угроз для макроэкономической и финансовой стабильности в среднесрочной перспективе в наших странах мы не наблюдаем.



Сергей Улатов
Главный экономист
Евразийского фонда стабилизации и развития

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ РЕГИОНАЛЬНОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО ОБЗОРА

РОССИЯ

Текущая ситуация. Экономический рост продолжает замедляться, прирост ВВП в III квартале 2025 года составил лишь +0,6% г/г. Замедление охватило большинство секторов, включая промышленность, транспорт и торговлю. Рынок труда показывает признаки охлаждения, несмотря на рекордно низкую безработицу (2,1%). Годовая инфляция снизилась до 8%, однако квартальные данные указывают на сохраняющееся ценовое давление. Банк России продолжил осторожное снижение ключевой ставки до 16,5%. Федеральный бюджет испытывает дефицит из-за падения нефтегазовых доходов, который частично компенсируется ростом нефтегазовых поступлений. Курс рубля остается относительно сильным.

Прогноз. Ожидается рост ВВП на 0,7% в 2025 году и 1,1% в 2026 году с последующим возвращением к темпам около 1,7%. Инфляция, по оценкам, снизится до 6,9% к концу 2025 года, но ее замедление будет умеренным из-за повышения НДС и других проинфляционных факторов. Ключевая ставка может быть снижена до 16% к концу 2025 года и до 12% к концу 2026 года. На этом фоне прогнозируется постепенное ослабление курса национальной валюты до 91 рубля за доллар в среднем в 2026 году.

Риски. Основные риски связаны с фискальным сектором — возможное падение нефтегазовых и нефтегазовых доходов может привести к значительному отклонению бюджетных показателей. Существует вероятность более резкого, чем ожидается, замедления экономики в 2026 году из-за жесткой денежно-кредитной политики и роста налоговой нагрузки. Курс рубля может ослабнуть в случае ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры и снижения поддержки со стороны ФНБ.

КАЗАХСТАН

Текущая ситуация. Экономика демонстрирует рекордно высокий рост (6,3% г/г за 9 месяцев 2025 года), поддерживаемый внутренним спросом и государственными инвестициями. Однако инфляция усилилась, достигнув 12,9% в сентябре, что вынудило Нацбанк повысить базовую ставку до 18%. Фискальная позиция улучшилась, дефицит бюджета снизился. Дефицит платежного баланса расширился, а курс тенге в III квартале ослабел.

Прогноз. Рост ВВП в 2025 году ожидается на уровне 6,1% с последующим замедлением до 4,2–4,5% в 2026–2028 годах по мере фискальной консолидации. Инфляция, по оценкам, будет снижаться медленно — до 10,0% на конец

2026 года, оставаясь повышенной весь прогнозный период. Сохранится жесткая денежно-кредитная политика — как минимум до середины 2026 года. Курс тенге прогнозируется в районе 554 за доллар в 2026 году с дальнейшим ослаблением.

Риски. Основные риски — проинфляционные: расширение квазифискальных мер и государственных инвестиций может усилить внутренний спрос и инфляционное давление, частично нивелируя эффект бюджетной консолидации. Существует риск снижения мировых цен на нефть, что негативно скажется на доходах бюджета и платежном балансе. Сохраняется неопределенность относительно сроков отмены административного контроля цен, а устойчивость потребительского спроса может потребовать более длительного периода высоких ставок.

АРМЕНИЯ

Текущая ситуация. Темпы роста экономики начали замедляться, но остаются высокими (6,2% г/г в III квартале), что поддерживается потребительским и инвестиционным спросом. Инфляция снизилась до 3,7% г/г, это создает пространство для смягчения денежно-кредитной политики. Бюджетный дефицит за 9 месяцев по-прежнему умеренный

(1% ВВП) благодаря перевыполнению плана по доходам. Отрицательное сальдо торгового баланса компенсируется притоком переводов и ростом туризма, что способствует укреплению драма и росту международных резервов.

Прогноз. Ожидается рост ВВП на 6,1% в 2025 году с последующей стабилизацией на уровне 4–5%. Фискальная политика будет ориентирована на сокращение дефицита с (-5,0%) в 2025 году до (-2,8%) в 2028 году. Инфляция, по оценкам, составит 3,7% в 2025 году и сохранится вблизи таргета Центробанка (3%) на прогнозном периоде. Дефицит счета текущих операций ожидается на уровне около 5% ВВП в 2025 году, но в последующем сузится до (-4,5% ВВП).

Риски. Сохранение высокого кредитного роста может продлить состояние перегрева. Волатильность мировых цен на продовольствие и энергоресурсы создает инфляционные риски. В бюджетной сфере существуют риски как недовыполнения капитальных расходов в краткосрочной перспективе, так и роста социальных расходов в долгосрочной. Позитивным риском является возможный запуск Амулсарского рудника, который может добавить 1–2 п. п. к росту ВВП.

БЕЛАРУСЬ

Текущая ситуация. Рост экономики замедлился до 1,6% г/г по итогам сентября. Драйверами выступают строительство и сектор услуг, в то время как промышленность сокращается из-за слабого внешнего спроса. Инфляция замедляется (7,1% г/г в сентябре) под влиянием укрепления курса белорусского рубля и более низкой инфляции в России. Национальный банк использует дифференцированные меры для управления ликвидностью и кредитом. Расширяется дефицит внешней торговли (-6,8% ВВП), который компенсируется профицитом услуг и использованием накопленных валютных активов. Чистое предложение валюты на рынке и рост рублевых сбережений поддерживают укрепление курса.

Прогноз. Ожидается, что рост ВВП стабилизируется около 1% в 2026–2028 годах. Инфляция, по оценкам, составит 7,1% в 2025 году и 6,6% в 2026 году с дальнейшим движением к 5%. Фискальная политика будет нацелена на поддержание умеренного первичного профицита бюджета (около 1% ВВП). Внешний баланс улучшится, дефицит счета текущих операций снизится до 0,5–1% ВВП к 2028 году.

Риски. Ключевой риск — дальнейшее ухудшение внешних условий, включая углубление замедления российской экономики и действие санкций. Сохраняется риск реализации властями избыточно стимулирующей политики для поддержки роста, что может подорвать стабильность цен и валютного курса. Важным фактором неопределенности остается эффективность

политики стимулирования инвестиционной активности с точки зрения влияния реализуемых проектов на экономический потенциал.

КЫРГЫЗСТАН

Текущая ситуация. Экономика демонстрирует высокий рост (10,0% г/г за 9 месяцев), поддержанный бумом в строительстве, а также торговлей. Инфляция (9,3% г/г в октябре) превышает целевой диапазон из-за роста цен на продовольствие, ГСМ, высокого внутреннего спроса и повышения тарифов на электроэнергию. Бюджет исполняется с рекордным профицитом (6,9% ВВП) благодаря разовым поступлениям прибыли от Нацбанка. Дефицит счета текущих операций расширился, но компенсируется значительными трансфертами мигрантов и притоком капитала. Международные резервы выросли до 6,1 месяца импорта за счет покупки золота и роста цен на него.

Прогноз. Рост ВВП в 2025 году ожидается на уровне 9,0% с последующим замедлением примерно до 6% в 2026–2028 годах. Инфляция останется повышенной из-за проинфляционных факторов (тарифы, цены на продовольствие и ГСМ). Бюджетный профицит сохранится, но с учетом расходов «под чертой» (на докапитализацию госпредприятий) скорректированный дефицит будет значительным — в среднем 3,6% ВВП в 2026–2028 годах. Дефицит счета текущих операций, как ожидается, постепенно сократится.

Риски. Росту экономики могут способствовать сохранение благоприятной конъюнктуры и наращивание добычи

на месторождении Кумтор. Основной понижательный риск — энергодефицит из-за низкого уровня воды в Токтогульском водохранилище. Инфляционное давление может усилиться из-за роста цен на топливо. Существуют риски для бюджета, связанные с масштабным финансированием госкомпаний и инфраструктурных проектов. Экономика остается уязвимой к сокращению денежных переводов из России на фоне ужесточения условий найма трудовых мигрантов.




ТАДЖИКИСТАН

Текущая ситуация. Экономика растет высокими темпами (8,2% г/г за 9 месяцев) благодаря инвестициям в инфраструктуру, строительство и значительному притоку денежных переводов. Инфляция находится на низком уровне (2,8% г/г в сентябре), что позволяет Нацбанку снижать ставку. Государственный бюджет исполняется с профицитом (2% ВВП) на фоне роста доходов. Платежный баланс исполняется с рекордным профицитом счета текущих операций (18,6% ВВП за первое полугодие) из-за резкого роста переводов мигрантов, перекрывающего большой

товарный дефицит. Международные резервы увеличиваются.

Прогноз. Рост ВВП ожидается на уровне 7,1% в 2026 году с постепенным замедлением до 6% к 2028 году по мере нормализации притока денежных переводов. Инфляция, по оценкам, вырастет до 5% в 2026–2028 годах. Бюджетный дефицит увеличится до 2,5% ВВП в среднесрочной перспективе из-за роста капитальных расходов (в том числе на строительство Рогунской ГЭС). Профицит счета текущих операций сменится небольшим дефицитом к 2027–2028 годам.

Риски. Основные риски связаны с фискальной сферой: возможное недофинансирование или рост стоимости проекта Рогунской ГЭС, а также невыполнение планов по доходам бюджета. В условиях высокой волатильности денежных переводов мигрантов они одновременно формируют как повышающие, так и понижающие риски для роста. Потенциальное расширение санкций на банковский сектор может создать дополнительные операционные сложности для внешней торговли и трансграничных расчетов.

	Оценка	Прогноз			Отклонение от предыдущего прогноза			
	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028
 Российская Федерация								
Прирост ВВП, %	0,7	1,1	1,6	1,7	-0,4	-0,2	0,1	0
Инфляция (IV квартал года), %	6,9	5,1	4,1	4	-0,7	0,9	0,1	0,1
Среднегодовой курс к USD	83,6	91,1	94,9	95,7	-1,6	-3,4	0,2	-0,4
Ключевая ставка Банка России (среднегодовая), %	18,9	13,5	8,3	7,5	-0,1	1,7	-0,2	0
 Республика Казахстан								
Прирост ВВП, %	6,1	4,6	4,3	4,2	0,4	0,1	0	0
Инфляция (IV квартал года), %	12,5	10,0	8,4	7,0	0,8	1	1,2	0,9
Среднегодовой курс к USD	524,9	553,5	573,1	593,7	1,6	-1	4	8,6
Ставка TONIA, %	16,1	16,9	12,9	10,4	0	2,1	0,9	0,6
 Республика Армения								
Прирост ВВП, %	6,1	5,1	4,8	4,8	-0,1	0,1	0	0
Инфляция на конец года, %	3,7	3,3	3,0	3,0	-0,3	0	0	0
Среднегодовой курс к USD	388,2	396,1	411,2	426,9	-5,2	-12,4	-9,3	-6,3
Базовая ставка, %	6,8	6,5	6,3	6,0	0	-0,3	-0,3	0
Сальдо бюджета, %	-5,0	-4,5	-3,5	-2,8	0	0	0	0




Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза

	Оценка	Прогноз				Отклонение от предыдущего прогноза			
	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028	
 Республика Беларусь									
Прирост ВВП, %	1,5	1,1	1,0	1,2	-0,1	-0,2	0	0	
Инфляция на конец года, %	7,1	6,6	6,2	6,0	-0,9	-0,2	0,1	1,0	
Среднегодовой курс к USD	3,1	3,2	3,6	3,7	0	-0,1	0	0	
Базовая ставка, %	9,8	9,8	9,8	9,8	0	0	0	0	
Сальдо бюджета, %	-0,3	0,1	0,2	0,3	0,2	-0,5	-0,6	-0,8	
 Кыргызская Республика									
Прирост ВВП, %	9,0	6,4	6,0	5,5	0	0	0	0	
Инфляция на конец года, %	8,9	6,4	6,3	5,8	0,8	0,1	0	0,2	
Среднегодовой курс к USD	87,6	96,0	97,6	98,5	0	0	0	0	
Базовая ставка, %	11,0	12,0	12,0	12,0	0	2,0	3,0	3,0	
Сальдо бюджета, %	2,6	1,6	1,5	0,8	0,5	0	0,5	1,0	
 Республика Таджикистан									
Прирост ВВП, %	7,8	7,1	6,7	6,0	0	0	0	0	
Инфляция на конец года, %	4,3	4,8	5,5	5,0	-1,0	0,7	-0,1	0,4	
Среднегодовой курс к USD	10,1	10,6	11,1	11,7	-0,1	0	0	0	
Базовая ставка, %	7,5	8,5	8,5	8,5	-0,8	0	0	0	
Сальдо бюджета, %	-0,3	-2,5	-2,5	-2,5	1,6	-1,2	-1,9	-1,6	

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

**Внешний
сектор**

Россия

Казахстан



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Постепенное оживление экономической активности по всему миру осенью отражается в восходящей тенденции индекса Global PMI Composite. После пиков, достигнутых весной, снижаются индексы неопределенности — VIX Index и Economic Policy Uncertainty Index. Тем не менее преждевременно утверждать, что торговое напряжение снято и мировая экономика вышла на устойчивый рост.

РЕГИОНАЛЬНЫЕ ПРОГНОЗЫ

США

Мы скорректировали прогноз роста экономики США на +0,4 п. п., до 2,0%, в 2025 году и ожидаем сохранения темпов вблизи этого уровня в 2026–2028 годах. Предварительные данные по потребительским расходам и инвестициям свидетельствуют о стабильном развитии экономики в III квартале 2025 года — показатели восстановились после первоначального шока от повышения тарифов. Поддержку обеспечат фискальный импульс закона One Big Beautiful Bill Act, смягчение финансовых условий и более низкие ставки тарифов на импорт, чем ожидалось. Влияние повышения тарифов и перестройка цепочек поставок еще не полностью отразились в потребительской инфляции и продолжают оказывать давление в 2026 году, поэтому инфляция останется повышенной до конца 2026 года. Прогнозируем снижение ставки ФРС до 3,25–3,50% в 2026 году с удержанием этого уровня до конца прогнозного периода.

ЕВРОЗОНА

Мы повысили и оценку роста экономики еврозоны на +0,2 п. п., до 1,4%, в 2025 году на фоне ускорения во II–III кварталах. Рост поддерживается восстановлением частного потребления благодаря увеличению реальных зарплат, инвестициями в рамках программы Recovery and Resilience Facility и в военной сфере. Определенный вклад в динамику внесли высокие темпы развития экономики Ирландии. В дальнейшем рост будет поддерживаться увеличением расходов на инфраструктуру и в военной сфере, а также фискальным стимулом в Германии. Отрицательное влияние повышения торговых тарифов сохранится в 2026 году, но со временем оно уменьшится. Инфляция сохраняется около целевого уровня ЕЦБ: рост цен на услуги замедляется, снижение цен на энергию и укрепление евро сдерживают общий уровень инфляции. В 2026 году инфляция немного снизится, до 1,8%, чему будет способствовать продолжающееся падение цен на энергоносители, а в среднесрочной перспективе вернется к уровню около 2%. €STR сохранится на отметке 2%.

КИТАЙ

Сохраняем оценку роста Китая в 5% в 2025 году с учетом уверенной динамики в III квартале, заложившей прочную основу для достижения годовой цели. Рост в значительной степени обусловлен экспортным бумом при слабом росте розничных продаж и инвестиций. С 2026 года рост замедлится из-за структурных проблем, слабости внутреннего спроса, перепроизводства и сохраняющихся торговых напряженностей.

Пониженная инфляция на уровне 0,7% в 2025 году постепенно повысится вследствие дальнейшего стимулирования

внутреннего спроса. Номинальный курс юаня будет постепенно укрепляться до 6,9 за доллар.

ТАБЛИЦА 1. ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ США, ЕВРОЗОНЫ, КИТАЯ

	2024 Факт	2025 Оценка	2026 Прогноз	2027 Прогноз	2028 Прогноз
США					
Прирост реального ВВП, %	2,8	2,0	1,8	1,9	2,0
Инфляция на конец периода, %	2,6	3,0	2,3	2,1	2,1
Ставка ФРС (на конец периода)	4,25-4,50	3,75-4,00	3,25-3,50	3,00-3,25	3,00-3,25
Евროзона					
Прирост реального ВВП, %	0,8	1,4	1,0	1,4	1,4
Инфляция на конец периода, %	2,2	2,1	1,8	2,0	2,0
Ставка ЕЦБ (на конец периода)	3,6	2,1	2,0	2,2	2,2
Курс евро/доллар	1,08	1,13	1,17	1,17	1,17
Китай					
Прирост реального ВВП, %	5,0	5,0	4,5	4,2	4,0
Инфляция на конец периода, %	0,2	-0,1	0,7	1,3	1,7
Курс доллар/юань	7,2	7,2	7,1	7,0	6,9

Источник: BEA, BLS, Eurostat, NBC, ЕЦБ, ФРС, расчеты авторов.

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ

НЕФТЬ

В 2025 году цены на нефть марки Brent имеют тенденцию к снижению из-за торговой напряженности и опасений избыточного предложения на мировом рынке. Спрос растет медленнее, в частности в развитых странах и Китае, в том числе из-за перехода на электромобили, тогда как предложение увеличивается

за счет новых проектов и роста добычи в странах ОПЕК+. В 2026–2028 годах ожидается постепенное снижение цен до 63–66 долл./барр. по Brent при умеренном спросе и стабилизации рынка.

ЗОЛОТО

Цены на золото выросли до рекордных максимумов во второй половине 2025 года, отражая спрос на активы-убежища. В 2026 году цены сохранятся на высоком уровне благодаря

продолжающемуся, хотя и менее активному приобретению золота центральными банками, высокому инвестиционному интересу и смягчению монетарной политики США на фоне геополитических рисков и политической неопределенности.

МЕТАЛЛЫ И МЕДЬ

Тарифная война США снизила цены на базовые металлы, но пошлины на сталь, алюминий и медь способствовали росту цен. Рынки ожидают умеренное повышение — индекс цен на металлы увеличится на 4 п. п. в 2028 году по сравнению с 2026 годом. В 2025 году медь выросла на 25% вследствие ожиданий смягчения

торгового конфликта, перебоев в поставках и ослабления доллара. В 2026 году прогнозируется усиление дефицита меди, что повлияет на рост цен.

ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ

Индекс цен на продовольственные товары снизился в 2025 году на фоне обилия запасов и хороших урожаев. Ожидается, что в дальнейшем он будет расти из-за новых экспортных ограничений, сокращающих международное предложение продуктов питания в условиях возможного ухудшения погодных условий.

ТАБЛИЦА 2. ПРОГНОЗ ЦЕН НА ОСНОВНЫЕ СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

	2024 Факт	2025 Оценка	2026 Прогноз	2027 Прогноз	2028 Прогноз
Золото, долл./унц.	2 388	3 375	3 940	3 763	3 643
Индекс цен на металлы	106,7	110,0	117,5	120,3	121,5
Индекс цен на продовольствие	115,8	110,8	114,9	117,1	118,1
Цены на нефть марки Brent, долл./барр.	80,6	69,2	63,3	64,2	65,9
Медь, долл./т	9 142	9 805	10 481	10 734	10 841

Источник: МВФ, Bloomberg, расчеты авторов.





РОССИЯ

Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Внешний
сектор

Россия

Казахстан



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

Темп роста ВВП России в III квартале 2025 года продолжил снижаться, оставаясь в положительной зоне. По оценке Росстата, прирост составил 0,6% г/г (Рисунок 1). Разрыв выпуска сокращается — экономика постепенно выходит из состояния перегрева.

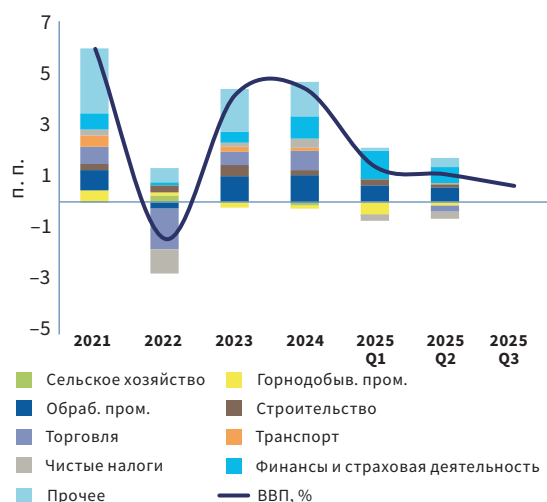
Замедление продолжается в большинстве ключевых отраслей экономики. Индекс выпуска товаров и услуг в III квартале 2025 года замедлился до 0,5% г/г с 3,4% годом ранее. Промышленность также показала замедление: добыча полезных ископаемых углубила спад до (-1,1% г/г) против (-0,8%) годом ранее, а обрабатывающие производства замедлились до 1,4% г/г с 6,9%. Транспорт перешел к снижению грузооборота на (-1,8% г/г) после роста на 0,4% в прошлом году. Торговля ухудшилась: розничный оборот снизился до 2,1% г/г с 6,3%, а оптовый упал на (-2,8%) после роста на 3,6%. Исключениями стали сельское хозяйство, с ростом производства на 3,6% после падения на (-6,4%), и строительство, которое прибавило 2,1% г/г (против 0,1% годом ранее), частично благодаря эффекту низкой базы, связанной с завершением программ льготного кредитования.

Напряжение на рынке труда постепенно снижается в условиях замедления экономической активности. При этом безработица в среднем за июнь — август 2025 года удерживается на историческом минимуме 2,1%. Однако все больше индикаторов указывают на охлаждение рынка труда: реальные денежные доходы населения в III квартале 2025 года замедлились до 6,3% г/г против 11,1% г/г

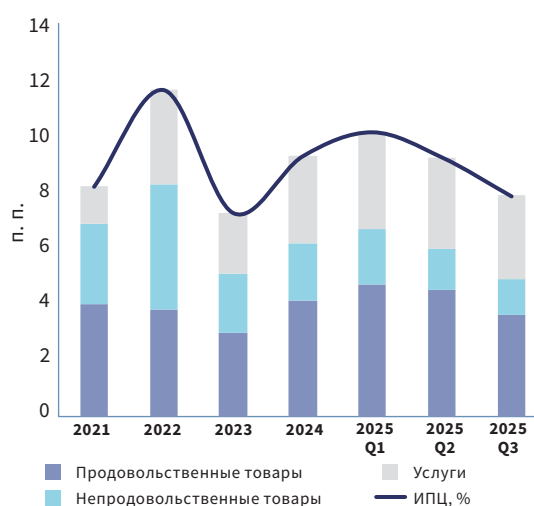
годом ранее, опросы предприятий указывают на снижение дефицита кадров вследствие некоторого сокращения спроса, а платформы трудоустройства отмечают резкий рост потока резюме.

Инфляция в III квартале 2025 года демонстрирует противоречивую динамику: годовой показатель замедлился, тогда как квартальный рост цен свидетельствует об усилении ценового давления. Годовая инфляция снизилась до 8% г/г с 9,4% г/г во II квартале 2025 года, тогда как сезонно скорректированная инфляция за квартал в пересчете на год (с. к. г.) ускорилась до 6,4% после 4,4% соответственно (Рисунок 2). Ускорение обусловлено в основном разовыми факторами — повышением тарифов на жилищно-коммунальные услуги в июле 2025 года и ростом цен на моторное топливо в связи с перебоями на нефтеперерабатывающих заводах. При этом базовая инфляция продолжила замедляться в III квартале 2025 года: годовой показатель — до 7,6% г/г с 8,7% г/г годом ранее, а поквартальный (с. к. г.) — до 4,3% с 4,4% в прошлом квартале. Это указывает на продолжение тренда на ослабление ценового давления. Все компоненты инфляции замедляются в годовом выражении относительно II квартала 2025 года: продовольственные товары — 9,5% г/г против 11,9% г/г, непродовольственные товары — 3,9% г/г против 4,5% г/г, услуги — 11,1% г/г против 12% г/г.

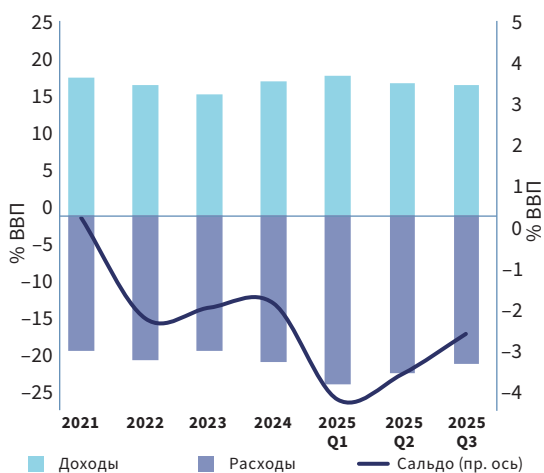
Банк России на заседании в октябре 2025 года продолжил цикл снижения ставки, при этом снизил ставку только на 50 базисных пунктов, до 16,5% годовых. Денежно-кредитные условия остаются жесткими. Регулятор

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству

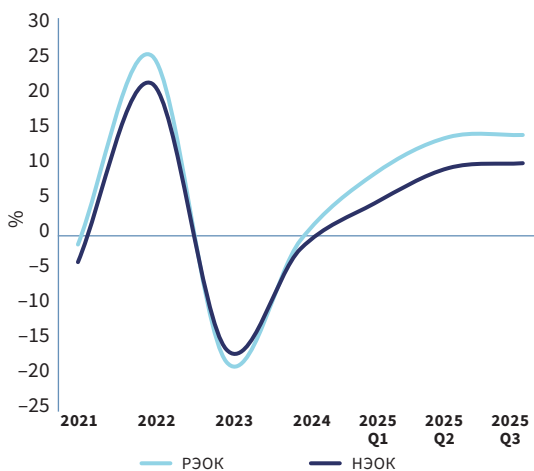
Источник: расчеты на основе данных Росстата.

Рисунок 2. Декомпозиция инфляции (на конец периода, г/г)

Источник: расчеты на основе данных Росстата.

Рисунок 3. Государственный бюджет

Источник: МФ РФ, расчеты ЕФСР.

Рисунок 4. Динамика обменных курсов

Примечание: выше 0 — укрепление; ниже 0 — ослабление.

Источник: Банк России.

объясняет сдержанный темп смягчения монетарных условий сохраняющимися проинфляционными рисками, включая более медленное снижение положительного разрыва выпуска; длительное сохранение или рост инфляционных ожиданий из-за разовых факторов; ухудшение внешних условий из-за геополитики и мировых рынков, возможное

сокращение стоимости российского экспорта; а также более значительный структурный бюджетный дефицит и расширение программ льготного кредитования.

Федеральный бюджет в 2025 году сталкивается с недобором доходов при плановом исполнении расходов,

что ведет к расширению дефицита за 2025 год. За 9 месяцев 2025 года доходы бюджета составили 26,9 трлн рублей, прибавив 2,5% г/г по сравнению с аналогичным периодом 2024 года (Рисунок 3). При этом нефтегазовые доходы снизились на 20,6% г/г, до 6,6 трлн рублей, вследствие сокращения объемов экспорта, обусловленного низкими ценами на нефть и введенными ограничениями на поставки, а также укреплением курса рубля. Ненефтегазовые доходы увеличились на 13,2% г/г, до 20,3 трлн рублей. Расходы бюджета за 9 месяцев выросли на 19,5% г/г и составили 30,7 трлн рублей. В результате дефицит расширился до 3,8 трлн рублей, что позволяет выйти по итогам года на дефицит 5,7 трлн рублей (2,6% ВВП) в соответствии с уточненными параметрами бюджета на 2025 год.

Курс рубля относительно доллара постепенно слабеет в условиях поступательного снижения процентных ставок. За III квартал 2025 года рубль ослаб на 5,6%, достигнув среднего уровня 82,9 рубля за доллар (Рисунок 4). Поддержку курсу по-прежнему оказывают относительно высокие процентные ставки, которые повышают привлекательность рублевых активов и ограничивают спрос на импорт. Кроме того, свою роль продолжают играть факторы продажи валюты из ФНБ.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

Темп роста ВВП России по итогам 2025 года, по нашей оценке, составит 0,7%. Прогноз понижен на 0,4 п. п. в связи с более быстрым, чем ожидалось,

замедлением экономики в III квартале 2025 года. Основной причиной замедления ВВП по итогам года станет резкое охлаждение инвестиционного спроса, темпы роста которого оказались ниже наших ожиданий. Отрицательный вклад в динамику ВВП внесут изменение запасов материально-оборотных средств и более значительное, чем прогнозировалось, падение нефтегазового экспорта. Потребление, несмотря на замедление, останется единственным драйвером роста, обеспечивающим положительную динамику ВВП.

В 2026 году экономика продолжит расти медленными темпами, прирост ВВП составит 1,1%. Инвестиции останутся под давлением из-за жесткой денежно-кредитной политики (ДКП). Потребление замедлится из-за ослабления рынка труда и снижения роста доходов населения. По нашим оценкам, положительный разрыв выпуска закроется во второй половине 2026 года, после чего экономика вернется на траекторию сбалансированного роста — 1,6% в 2027 году и 1,7% в 2028 году.

В базовом сценарии предполагается выполнение параметров планового бюджета на 2026–2028 годы, предусматривающего ликвидацию структурного дефицита. Это будет достигнуто за счет роста ненефтегазовых доходов благодаря повышению ставки и расширению налогооблагаемой базы НДС.

Оценка инфляции на конец 2025 года пересмотрена вниз до 6,9% г/г (7,6% г/г в предыдущем прогнозе), так как фактическая инфляция в III квартале сложилась ниже ожиданий. Основная причина — более существенное сезонное

ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

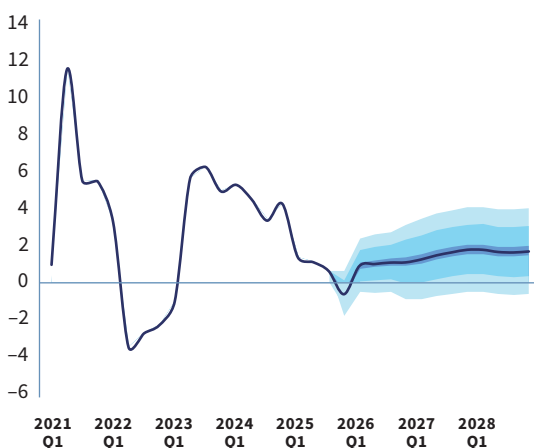
	2024 Факт	2025 Оценка	2026 Прогноз	2027 Прогноз	2028 Прогноз
Прирост реального ВВП, %	4,3	0,7	1,1	1,6	1,7
Инфляция (дек. к дек. пред. года), %	9,5	6,9	5,1	4,1	4,0
Инфляция (среднегодовая), %	8,4	8,8	5,5	4,1	4,0
Курс доллар/рубль (среднегодовой)	93	84	91	95	96
Ключевая ставка Банка России (среднегодовая), %	17,3	18,9	13,5	8,3	7,5

Источник: расчеты авторов.

удешевление плодоовощной продукции на фоне благоприятных погодных условий. Мы считаем, что под влиянием жесткой ДКП снижение инфляционного давления продолжится в среднесрочной перспективе, но темпы снижения инфляции будут более умеренными, чем мы полагали, поскольку экономика столкнется с несколькими проинфляционными шоками. Среди них — повышение НДС с 20 до 22% с января 2026 года, введение новых тарифов утилизационного сбора для импортных автомобилей с декабря 2025 года, а также продолжающаяся напряженность на рынке моторного топлива. С учетом этих факторов прогноз инфляции на 2026 год — 5,1% г/г, на 2027 год — 4,1% г/г. Возврат к таргету 4% ожидается в 2028 году.

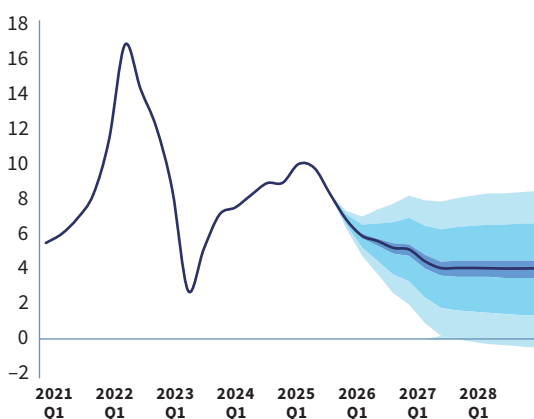
Ключевая ставка Банка России, по нашим оценкам, будет снижена до 16% годовых на конец 2025 года. Быстрое охлаждение экономики, снижение напряженности на рынке труда и продолжающееся, несмотря на действие разовых факторов, устойчивое снижение инфляции создают условия для постепенного смягчения ДКП без ущерба для

Рисунок 5. Прирост реального ВВП, % г/г



Источник: расчеты авторов.

Рисунок 6. Инфляция, % г/г

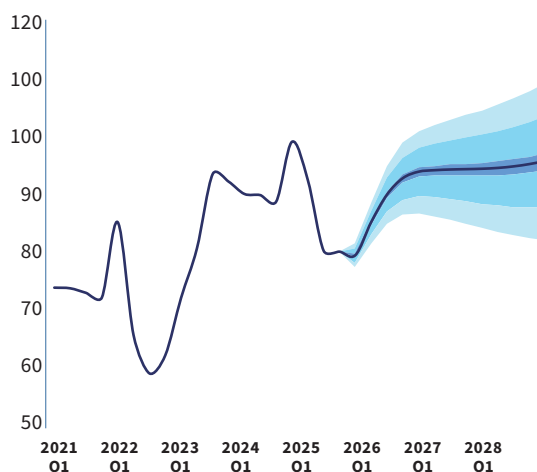


Источник: расчеты авторов.

ценовой стабильности и с целью предотвращения избыточного замедления деловой активности. Дальнейшее смягчение продолжится в 2026 году, но более осторожными шагами по сравнению с предыдущим прогнозом — средняя ставка за год, согласно обновленному прогнозу, составит 13,5%.

Курс рубля в среднем за 2025 год — 84 рубля за доллар. По мере снижения ключевой ставки и восстановления спроса на зарубежные активы мы ожидаем постепенного ослабления национальной валюты до 91 рубля за доллар в 2026 году и 95–96 рублей в 2027–2028 годах.

Рисунок 7. Курс доллар/рубль



Источник: расчеты авторов.

Примечание: диапазоны диаграмм соответствуют доверительным интервалам 10, 50 и 75%.



Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Внешний
сектор

Россия

Казахстан



КАЗАХСТАН



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

Экономический рост Казахстана сохранился рекордно высоким в III квартале.

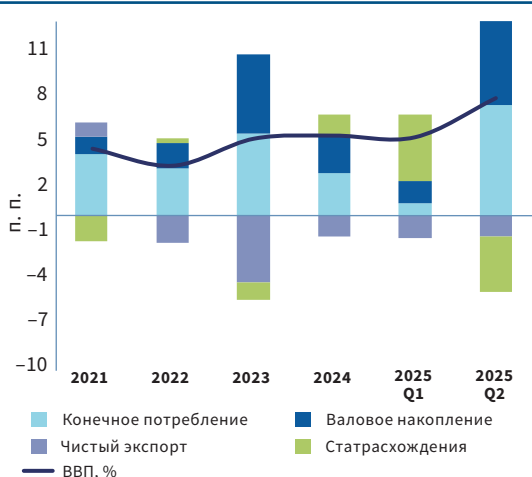
По итогам 9 месяцев 2025 года ВВП вырос на 6,3% г/г, незначительно замедлившись по сравнению с 6,5% г/г за первое полугодие, но существенно ускорившись по сравнению с 4,1% г/г за январь — сентябрь прошлого года. По нашим оценкам, аннуализированный сезонно сглаженный квартальный прирост (SAAR) в III квартале ускорился до 6,3%, тогда как в I и II кварталах он составлял 5,5% и 5,9% соответственно.

Высокие темпы роста поддерживаются за счет внутреннего спроса и инвестиционной активности, в том числе госсектора (Рисунок 1). Прирост объемов розничной торговли за 9 месяцев ускорился до 7,1% г/г, что незначительно ниже показателя за январь — сентябрь прошлого года (7,3% г/г). Рост инвестиций в основной капитал сохранился высоким, несмотря на замедление по итогам 9 месяцев до 13,5% г/г (против

19,3% г/г за первое полугодие). При этом двухзначные темпы роста сохраняются за счет вклада бюджетных средств, доля которых выросла до 23% за 9 месяцев 2025 года с 19% за тот же период прошлого года. Отмечается некоторое улучшение динамики внешней торговли: в III квартале темпы снижения товарного экспорта замедлились до 2,1% г/г после 2,4% г/г во II квартале (накопленный итог за 9 месяцев — снижение на 5,1% г/г). Однако вклад чистого экспорта, по всей вероятности, остается отрицательным из-за опережающего роста импорта, который увеличился на 7,2% в III квартале (рост на 4,5% г/г за 9 месяцев).

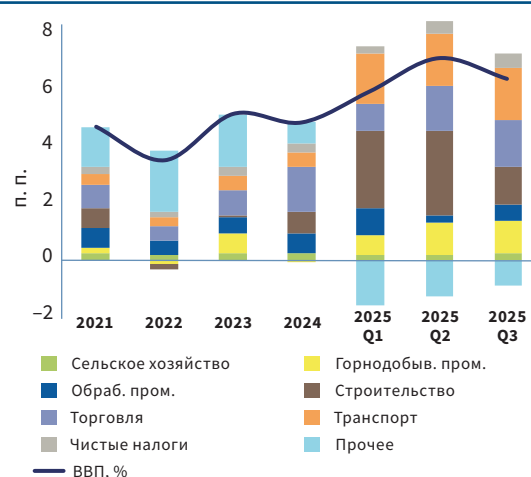
Основной вклад, по нашим оценкам, в прирост ВВП в III квартале 2025 года сформировали транспорт и складирование, торговля, строительство и горнодобывающая промышленность (Рисунок 2). Ускорение в транспорте, оптовой торговле и добыче связано с расширением мощностей Тенгиза, что обеспечило существенный прирост добычи сырой нефти (+13,9% г/г

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по методу использования



Источник: расчеты на основе данных БНС АСПР РК.

Рисунок 2. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



Источник: расчеты на основе данных БНС АСПР РК.

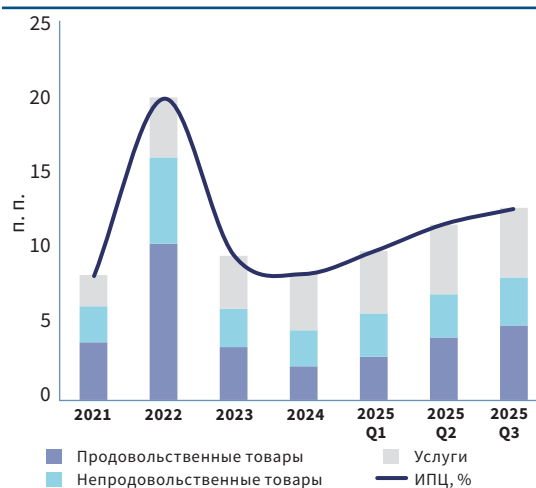
за январь — сентябрь), природного газа (16,7% г/г) и других полезных ископаемых. Кроме того, мультипликативный эффект на экономику оказывала строительная отрасль, однако после пиковых значений первого полугодия в III квартале ее вклад сократился.

Ценовое давление в III квартале усилилось. Инфляция в годовом выражении ускорилась до 12,9% в сентябре с 11,8% в июне, а месячная сезонно скорректированная — до 1,3% с 1,0% соответственно¹ (Рисунок 3). В III квартале по сравнению со II кварталом выросли вклады в годовую инфляцию продовольственных (до 4,8 с 3,8 п. п.) и непродовольственных (до 3,0 с 2,8 п. п.) товаров, а платных услуг сократились (до 4,5 с 4,7 п. п.). По нашему мнению, ускорение инфляции в экономике было вызвано высоким внутренним спросом и повышенными инфляционными ожиданиями в связи с проведением ценовых реформ в ЖКХ, ГСМ, эффектом переноса от ослабления курса тенге в летние периоды, а также адаптацией к бюджетно-налоговой реформе. На этом фоне с целью ослабления инфляционного давления Правительство временно приостановило ценовую либерализацию в сфере ЖКХ и ввело мораторий на рост цен на некоторые виды ГСМ². Как итог — годовая инфляция в октябре замедлилась до 12,6% за счет снижения

¹ Публикация НБРК «Инфляционные тенденции» и оценки сезонно-скорректированной инфляции. Доступно на: <https://nationalbank.kz/ru/news/inflyacionnye-tendencii/rubrics/2315>.

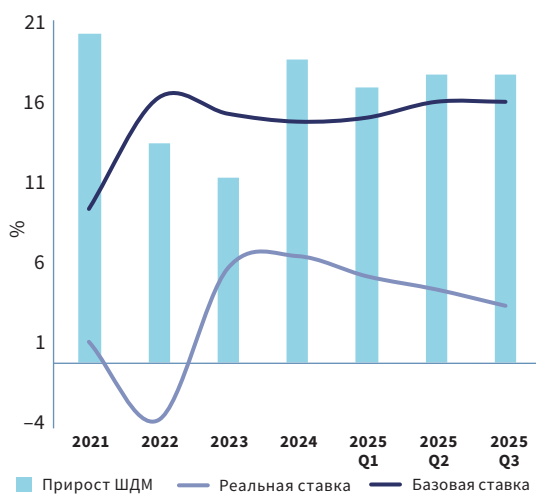
² Официальный информационный ресурс Премьер-министра Республики Казахстан. Доступно на: <https://primeminister.kz/ru/news/po-poruceniiu-glavy-gosudarstva-pravitelstvom-prinimaiutsia-mery-po-obespecheniiu-makroekonomiceskoi-stabilnosti-i-nivelirovaniu-negativnyx-posledstvij-ekonomiceskix-reform-30620>.

Рисунок 3. Декомпозиция инфляции (на конец периода, г/г)



Источник: БНС АСПР РК.

Рисунок 4. Динамика монетарных индикаторов (на конец периода, г/г)



Источник: НБРК.

вклада платных услуг до 3,8 п. п. в октябре с 4,5 п. п. в сентябре.

НБРК повысил базовую ставку в октябре с 16,5 до 18% годовых на фоне ускорения инфляции. Прирост широкой денежной массы в III квартале 2025 года сохранился практически на том же уровне 18,2% г/г, что и во II квартале — 18,3% г/г (Рисунок 4). Повышение нормативов минимальных

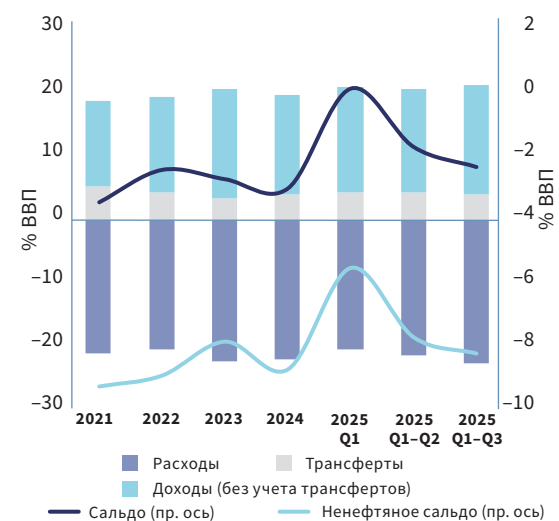
резервных требований в сентябре этого года привело к сокращению отрицательного сальдо по операциям НБРК, поскольку часть средств была перераспределена с депозитных аукционов на корреспондентские счета для формирования обязательных резервов. В дальнейшем, в октябре — ноябре, наблюдалось быстрое восстановление профицита ликвидности, что в том числе обусловлено увеличением бюджетных расходов. Это привело к возвращению банковского сектора в режим повышенной стерилизации через депозитные инструменты регулятора.

Кредитование экономики банковским сектором ускорилось. На конец III квартала 2025 года прирост кредитного портфеля в расширенном определении ускорился до 23,9% г/г (после 22,7% г/г к концу II квартала). Кредиты населению выросли на 23,5% г/г на конец сентября (с 23,0% г/г к концу июня), а корпоративные кредиты увеличились на 25,5% г/г (с 22,2% г/г).

Фискальная позиция улучшилась по сравнению с прошлым годом. По итогам 9 месяцев текущего года прирост доходов госбюджета ускорился до 13,3% г/г против 10,9% г/г в аналогичном периоде прошлого года, а без учета трансфертов из Нацфонда — до 15,8% г/г с 8,4% г/г соответственно. Уровень доходов вырос до 21,6% ВВП по сравнению с 20,8% в аналогичном периоде прошлого года. За январь — сентябрь текущего года улучшилась динамика исполнения доходной части бюджета: темпы роста налоговых поступлений ускорились до 20,0% г/г в годовом выражении по сравнению с 2,1% годом ранее. Их доля в ВВП также увеличилась — с 15,4%

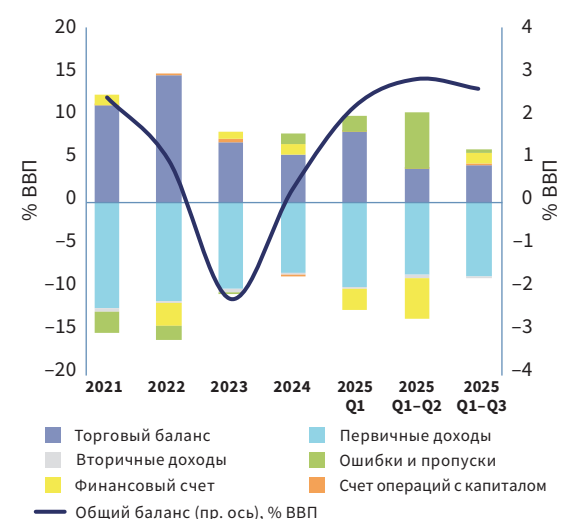
(Рисунок 5). Основными факторами прироста налоговых поступлений стали рост по корпоративному подоходному налогу на 24,9% г/г, обусловленный динамичным развитием экономики, а также увеличение поступлений по НДС на 20,3% г/г, связанное с ростом внутреннего потребления и ускорением инфляции. В то же время рост расходов госбюджета составил за январь — сентябрь 11,8% г/г

Рисунок 5. Государственный бюджет



Источник: МФ РК.

Рисунок 6. Платежный баланс



Источник: НБРК.

по сравнению с 8,8% г/г в предыдущем году, а относительно ВВП 23,6% (22,0% годом ранее). Как итог — дефицит бюджета снизился до 2,0% ВВП (против 2,1% ВВП годом ранее), а нефтяной дефицит остался без изменений на уровне 7,4% ВВП (аналогично прошлому году).

Дефицит платежного баланса расширился в III квартале на фоне роста выплат по первичным доходам (Рисунок 6). По предварительной оценке, в III квартале 2025 года дефицит СТО незначительно расширился до 3,1 млрд долларов (4,4% ВВП) против 2,9 млрд долларов (4,7% ВВП) во II квартале на фоне роста выплат по доходам иностранных инвесторов (на 1 млрд долларов за квартал), что частично компенсировалось ростом профицита торгового баланса на 0,7 млрд долларов.

По финансовому счету зафиксирован чистый приток капитала в размере почти 1 млрд долларов (1,3% ВВП). Приток был обеспечен преимущественно за счет привлечения капитала по портфельным и долговым инструментам на 3,4 млрд долларов и чистого оттока по прямым инвестициям в размере 2,4 млрд долларов. Дефицит платежного баланса финансировался за счет сокращения международных резервов НБРК, которые уменьшились на 1,9 млрд долларов (2,6% ВВП). Это отражает ослабление позиций внешнего сектора в условиях ограниченного восстановления экспортных поступлений и умеренных темпов инвестиционной активности.

В III квартале 2025 года наблюдалось ослабление реального курса тенге. Реальный эффективный обменный курс (РЭОК) снизился на 2,6%, а без учета

торговли нефтью — на 1,8%. Ослабление РЭОК происходило вслед за более выраженным снижением номинального эффективного курса при более высоких темпах роста инфляции по сравнению со странами — торговыми партнерами. Давление на тенге сформировалось преимущественно из-за роста внутреннего спроса на валюту и сезонного увеличения импорта, после периода последовательного укрепления курса.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

По нашим оценкам, рост реального ВВП по итогам 2025 года составит 6,1% (прогноз повышен на 0,4 п. п.). Улучшение прогноза связано с более высоким ростом экономики в III квартале. До конца года рост экономики сохранится на высоком уровне за счет устойчивого увеличения выпуска в базовых отраслях и позитивного мультипликативного эффекта горнодобывающего сектора. Дополнительную поддержку обеспечат высокая инвестиционная активность и потребительский спрос, подпитываемые стимулирующей бюджетной политикой и кредитованием.

В 2026 году экономика продолжит адаптироваться к налогово-бюджетным реформам и возобновлению ценовой либерализации в сфере ЖКХ и ГСМ. В 2026–2028 годах, по нашим оценкам, темпы экономического роста будут возвращаться к потенциальным значениям в диапазоне 4,2–4,5% вследствие жесткой ДКП и фискальной консолидации. Это поспособствует постепенному закрытию положительного разрыва выпуска и ослаблению ценового давления.

ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

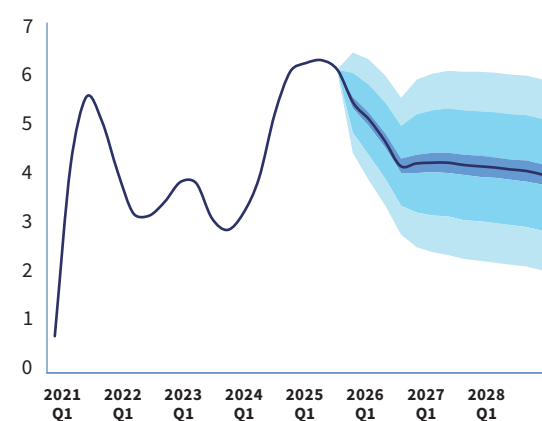
	2024 Факт	2025 Оценка	2026 Прогноз	2027 Прогноз	2028 Прогноз
Прирост реального ВВП, %	5,0	6,1	4,6	4,3	4,2
Инфляция (дек. к дек. пред. года), %	8,6	12,5	10,0	8,4	7,0
Инфляция (среднегодовая), %	8,7	11,4	10,8	9,1	7,4
Курс доллар/тенге (среднегодовой)	469,0	524,9	553,5	573,1	593,7
Ставка TONIA (среднегодовая), %	13,8	16,1	16,9	12,9	10,4

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов.

В базовом сценарии мы исходим из параметров, заложенных в Закон о республиканском бюджете. Дефицит бюджета на 2025 год принимается на уровне 2,8% ВВП, тогда как на среднесрочном горизонте (2026–2028 годы) предполагается его постепенное снижение до 2,5% ВВП.

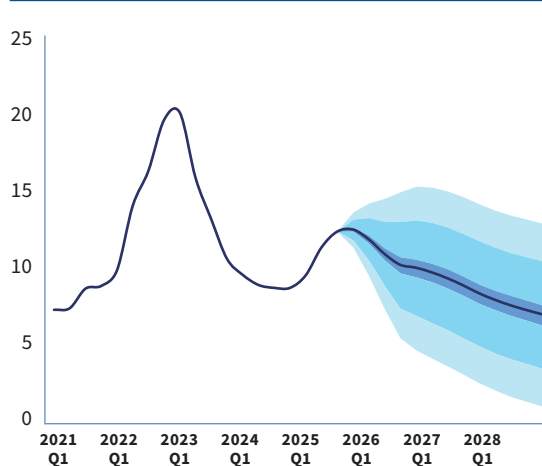
Из-за более высокой фактической инфляции в III квартале и усиления проинфляционных факторов мы повысили оценку инфляции в 2025 году до 12,5%. В среднесрочной перспективе ожидаем более плавное замедление инфляции. Это связано с постепенным сокращением положительного разрыва выпуска, который обусловлен высоким внутренним спросом и стойко повышенными инфляционными ожиданиями. Кроме того, в конце I квартала 2026 года истекает мораторий на рост тарифов ЖКХ и цен на ГСМ. Дополнительным фактором станет продолжение начатых реформ. Инфляция сложится на уровне 10,0% в 2026 году, 8,4% — в 2027 году и 7,0% — в 2028 году. В этих условиях смягчение ДКП ожидается как минимум не раньше второй половины

Рисунок 7. Прирост реального ВВП, % г/г



Источник: расчеты авторов.

Рисунок 8. Инфляция, % г/г

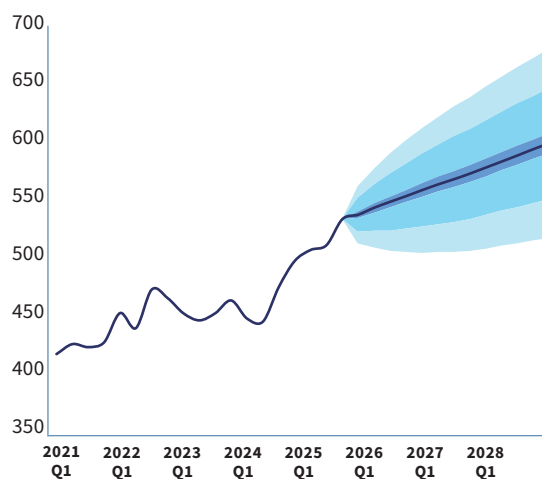


Источник: расчеты авторов.

2026 года. До этого момента базовая ставка будет удерживаться на уровне 18%. Сдерживающее влияние текущего ужесточения ДКП будет постепенно передаваться в экономику, способствуя ослаблению инфляционного давления в среднесрочной перспективе. При нормализации ценовой динамики и постепенном снижении инфляционного давления мы прогнозируем снижение базовой ставки до 15% к концу 2026 года.

В среднесрочной перспективе прогноз среднегодового курса тенге к доллару не претерпел существенных изменений к прошлой оценке и ожидается на уровне 525 тенге за доллар в 2025 году и 554–594 тенге — в 2026–2028 годах. В 2026 году курс тенге будет под давлением из-за снижения трансфертов из Национального фонда и ухудшения ценовой конъюнктуры на сырьевых рынках, прежде всего из-за прогнозируемого падения цен на нефть марки Brent с 69,2 до 63,3 долл./барр.

Рисунок 9. Курс доллар/тенге



Источник: расчеты авторов.

Примечание: диапазоны диаграмм соответствуют доверительным интервалам 10%, 50% и 75%.



АРМЕНИЯ

Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Внешний
сектор

Россия

Казахстан



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

В III квартале армянская экономика начала замедляться. По нашим оценкам, сезонно скорректированная динамика снизилась с 2,0% кв/кв во II квартале до 1,4% кв/кв в III квартале. Однако годовые цифры остаются достаточно сильными: рост ВВП составил 6,2% г/г в III квартале против 6,4% во II квартале. По итогам 9 месяцев 2025 года экономика выросла на 6% г/г: ключевой драйвер — потребительский спрос, поддержанный расширением кредитования и притоком денежных переводов. Дополнительный импульс обеспечивал инвестиционный спрос за счет высокой активности жилищного строительства. Внешний сектор, напротив, оказал отрицательное влияние из-за снижения реэкспорта драгоценных металлов и камней.

В отраслевом разрезе основной вклад в рост ВВП по итогам 9 месяцев внесли финансовый сектор (1,4 п. п.), сфера информации и связи (1,0 п. п.), строительство (1,3 п. п.), торговля (0,5 п. п.) и чистые налоги (1,2 п. п.). Динамика обрабатывающей промышленности оставалась отрицательной (-0,6 п. п.), однако масштаб спада постепенно сокращался (Рисунок 1).

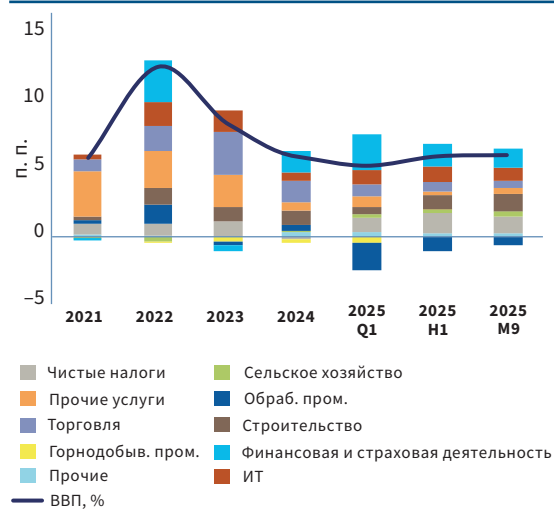
В III квартале инфляционный рост замедлился, с марта 2025 года ставка ЦБ остается на уровне 6,75%. По итогам сентября 2025 года темпы инфляции замедлились до 3,7% г/г против 3,9% г/г за июнь — сезонно скорректированная динамика говорит о некотором снижении инфляционного давления. В октябре сезонно скорректированная цифра была околонулевой — в результате годовое значение по итогам октября

сохранилось на уровне 3,7%. Инфляция замедлилась за счет снижения темпов роста цен на продовольственные товары и услуги, тогда как вклад цен на непродовольственные товары полностью компенсировал это снижение (Рисунок 2). В III квартале ЦБ Армении придерживался осторожной политики, сохраняя ставку на уровне 6,75%. Однако уменьшение ценового давления делает возможным возвращение регулятора к циклу снижения ставки, особенно в условиях замедления экономического роста.

Влияние регулятора на рыночные процентные ставки было ограниченным. Если средневзвешенные процентные ставки по срочным депозитам в национальной валюте следовали за ставками ЦБ — в сентябре 2025 года снижение составило 0,2 п. п. по сравнению с декабрем 2024 года, то по кредитам мы, напротив, наблюдали рост на 0,4 п. п. Это отражает высокий спрос на кредитные ресурсы: к концу сентября прирост кредитного портфеля коммерческих банков достиг 26,6% г/г (против 24,2% в 2024 году).

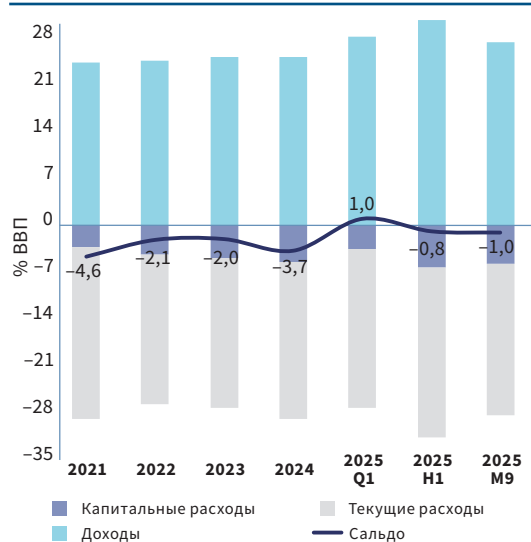
На фоне финансирования расходов ниже запланированного уровня государственный бюджет по-прежнему исполняется со значительно меньшим дефицитом, чем предусмотрено в бюджетных проектировках. По итогам января — сентября дефицит бюджета составил 1,0% ВВП, что соответствует уровню прошлого года (Рисунок 3). На фоне роста сбора налогов планы перевыполнены и уровень доходов относительно ВВП увеличился с 26,4% в январе — сентябре 2024 года до 27,5% в январе — сентябре этого года. Основную поддержку росту бюджетных

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



Источник: Армстат.

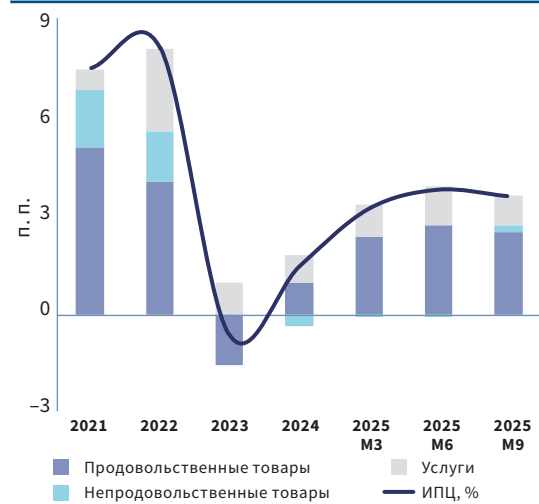
Рисунок 3. Государственный бюджет



Источник: Минфин РА.

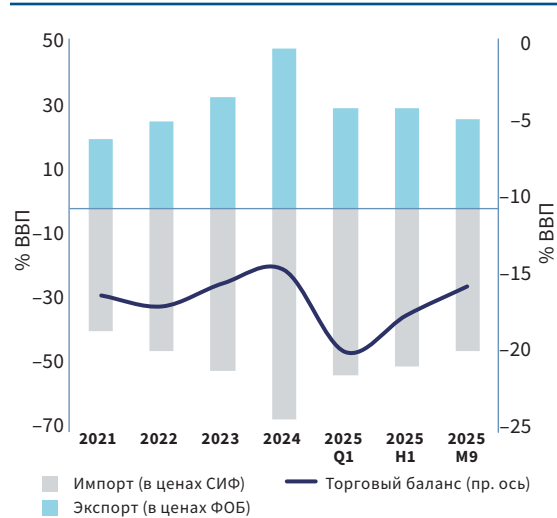
поступлений обеспечили сборы по линии НДС и налога на прибыль, увеличившиеся наиболее значительно — на 1,0 п. п. и 0,3 п. г/г соответственно. Их рост был обеспечен как повышением эффективности налогового администрирования, так и разовыми факторами: исполнением отложенных налоговых обязательств по строительным проектам

Рисунок 2. Инфляция (г/г, на конец периода)



Источник: Армстат.

Рисунок 4. Торговый баланс



Источник: Армстат.

годом ранее. Уровень расходов бюджета увеличились до 28,5% ВВП против 27,4% годом ранее. При этом наблюдалось сокращение текущих расходов (с 23,3% до 22,9% ВВП) на фоне роста капитальных расходов с 4,1% до 5,7% ВВП. По итогам 9 месяцев недовыполнение плана по текущим и капитальным расходам составило 10,3% и 27,2% соответственно.

За 9 месяцев 2025 года внешний товарооборот сократился на 39,3%, прежде всего из-за прекращения реэкспорта драгоценных металлов. При этом зарегистрировано снижение как экспорта (на 46,8%), так и импорта (на 33,4%). В результате отрицательное сальдо внешней торговли составило 16% ВВП (Рисунок 4). Поддержку внешнему сектору оказало восстановление туристического потока: рост на 0,8% г/г, преимущественно за счет увеличения числа туристов из Европы, США, Ирана и Китая.

Существенный приток валюты на внутренний рынок стал фактором укрепления драма по отношению к доллару США. Индексы номинального и реального эффективного курса за 9 месяцев 2025 года сохранялись примерно на своих средних уровнях 2022–2023 годов.

При этом реальный эффективный обменный курс в сентябре снизился на 1,0% г/г, главным образом из-за ослабления драма по отношению к российскому рублю (9,0%) и евро (4,4%), тогда как номинальный курс к доллару укрепился на 1,2%. Приток валюты и сильные позиции рубля стали факторами укрепления драма к доллару. Объем валовых международных резервов достиг 4,3 млрд долларов¹, увеличившись на 595 млн долларов по сравнению с декабрем 2024 года. Основным фактором роста резервов стали интервенции Центрального банка, в рамках которых приобретено 1,3 млрд долларов иностранной валюты.

¹ По итогам октября 2025 года ВМР увеличились до 4,5 млрд долларов.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

По нашим оценкам, в 2025 году прирост реального ВВП составит 6,1% (прогноз снижен на 0,1 п. п.). Основным источником роста остается внутренний спрос, поддерживаемый активным кредитованием. Прогноз по бюджетному дефициту сохраняется на уровне 5,0% ВВП. Расширение дефицита по сравнению с 2024 годом обусловлено преимущественно увеличением капитальных и текущих расходов в IV квартале — связано с ожидаемым выполнением плановых обязательств государственного бюджета. Прогноз инфляции пересмотрен вниз на 0,3 п. п., до 3,7%. Причиной пересмотра стало замедление роста цен в III квартале 2025 года. В оставшийся период рост цен, по нашим ожиданиям, будет сохраняться умеренным. В условиях замедления инфляции ЦБ РА, вероятно, сохранит ставку рефинансирования на текущем уровне. Прогноз по дефициту счета текущих операций сохраняется на уровне 1,4 млрд долларов (5,0% ВВП). Наше ожидание более слабых экспортных позиций страны в 2025 году по сравнению с прошлым годом связано с приостановкой реэкспорта драгоценных металлов.

На среднесрочном горизонте ключевые параметры обновленного макроэкономического прогноза по-прежнему без заметных корректировок. Темпы роста экономики будут близки к потенциальным (4–5%)². Ключевыми

² Оценка ЦБ РА, опубликованная в «Отчете об инфляции» 16.09.2025: (потенциальный уровень 4,5–5,0%). Доступно на: https://old.cba.am/AM/periodicals/MPR_2025Q3_ARM.pdf.

драйверами останутся потребительский и инвестиционный спрос, поддерживаемые кредитованием и внутренними инвестициями, особенно в жилищное строительство — вплоть до завершения реализации программы по компенсации процентных платежей в ипотечном кредитовании. Монетарная политика будет направлена на поддержание инфляции вблизи целевого уровня 3% ($\pm 1,0$).

Фискальная политика будет ориентирована на сокращение дефицита: после роста госрасходов до 30,3% ВВП в 2025 году они стабилизируются на уровне 28–29% ВВП. В 2025 году дефицит ожидается относительно высоким, поэтому в среднесрочной перспективе возникает необходимость фискального ужесточения. В частности,

в рамках бюджетного правила, когда уровень долга к ВВП достигает диапазона 50–60%, рост текущих расходов ограничивается средним ростом ВВП за предыдущие 7 лет. В связи с этим Правительство Армении разрабатывает программу по снижению уровня долговой нагрузки, предусматривающую сокращение текущих расходов в 2026–2028 годах относительно 2025 года.

Дефицит счета текущих операций в 2026–2028 годах сохранится на уровне около 4,6% ВВП. Уровень международных резервов останется стабильным — 2,8 месяца импорта товаров и услуг. Прогноз предусматривает как понижаемые, так и повышаемые риски (более подробно — [см. раздел «Риски отклонения от базового прогноза»](#)).

**ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ**

	2024 Факт	2025 Оценка	2026 Прогноз	2027 Прогноз	2028 Прогноз
Национальные счета и цены (в %)					
Номинальный ВВП					
в млрд драмов	10 193	11 160	12 052	12 967	14 116
в млрд долларов	26,0	28,7	30,4	31,5	33,1
Прирост реального ВВП	5,9	6,1	5,1	4,8	4,8
ИПЦ (дек., г/г)	1,5	3,7	3,3	3,0	3,0
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, % изменения	13,7	11,7	10,6	9,6	9,2
Государственные финансы (в % ВВП)					
Доходы и гранты	25,3	25,3	25,3	25,5	25,5
налоговые поступления	23,5	24,1	24,4	24,7	24,9
Расходы бюджета	29,0	30,3	29,7	29,0	28,3
Текущие расходы	23,7	24,3	23,9	23,1	22,5
Капитальные расходы	5,3	6,0	5,8	5,8	5,8
Баланс бюджета («-» дефицит / «+» профицит)	-3,7	-5,0	-4,5	-3,5	-2,8
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	-4,6	-5,0	-4,7	-4,5	-4,5
Прямые иностранные инвестиции	0,5	0,5	0,5	0,8	1,2
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	2,2	2,8	2,8	2,8	2,8

Источник: национальные ведомства и расчеты авторов.





БЕЛАРУСЬ

Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Внешний
сектор

Россия

Казахстан



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

Рост белорусской экономики существенно замедлился. По итогам сентября реальный ВВП вырос на 1,6% г/г (против 2,1% г/г за первое полугодие), что соответствует нашим ожиданиям. Сезонно скорректированные цифры в III квартале 2025 года показывают рост на уровне 0,2% кв/кв после практически нулевого прироста во II квартале 2025 года. Слабый внешний спрос и охлаждение внутреннего потребления ведут к постепенному сжатию положительного разрыва выпуска, однако он все еще в области проинфляционного влияния. Рост реальной розничной торговли остается достаточно высоким — 8,2% за 9 месяцев 2025 года против 9,0% за первое полугодие. Инвестиционная активность сохраняет двузначный рост с конца прошлого года — по итогам 9 месяцев 2025 года он составил 15,3% г/г. Ключевым источником роста инвестиций выступают кредитные ресурсы и средства бюджета.

В условиях стагнации промышленности и высокой инвестиционной активности ключевым драйвером экономического роста стало строительство и сектор услуг. Рост инвестиций повлиял на объемы строительства (+10,7% г/г), увеличив их вклад в рост ВВП до 0,6 п. п. за 9 месяцев. В свою очередь, на фоне низкого внешнего спроса сокращение выпуска промышленной продукции продолжилось, составив 0,8% г/г по итогам 9 месяцев 2025 года. В результате вклад промышленности в годовую динамику ВВП в III квартале остается отрицательным — (-0,8 п. п.) (Рисунок 1). При этом динамика промышленного производства сопровождалась поддержанием

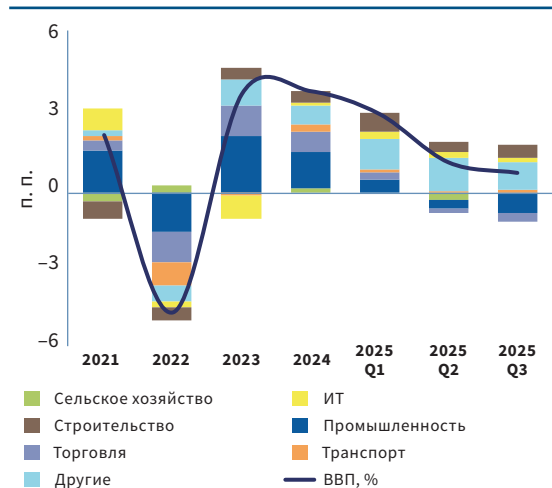
высоких складских запасов готовой продукции (80,1% от среднемесячного объема производства против 83,7% по итогам II квартала). Низкий внешний спрос негативно отражался и на динамике оптовой торговли, оборот которой сократился на (-6,4%). Продолжался рост добавленной стоимости транспорта (+2,5%), ИТ-сектора (+3,9%) и иных услуг.

Инфляция в Беларуси замедляется под влиянием более сдержанного роста цен в России и укрепления обменного курса. По итогам сентября 2025 года прирост потребительских цен составил 7,1% г/г после 7,3% г/г в июне 2025 года (Рисунок 2). При этом сезонно сглаженная аннуализированная инфляция (SAAR) в III квартале замедлилась до 6% после 11,5% во II квартале 2025 года. Такая динамика отражает влияние как более сдержанного инфляционного фона в России, так и укрепления эффективного курса белорусского рубля. Важным фактором стабилизации ценовой динамики стало нивелирование проинфляционного эффекта от ослабления ценового контроля и замедление роста цен на плодоовощную продукцию (7,6% г/г в сентябре после 17,6% в июне).

Национальный банк продолжил дифференцированный подход к управлению различными сегментами денежного рынка. С июля 2025 года НБРБ повысил пруденциальные нормативы РВСП¹ по новым кредитам и долгосрочным депозитам физических лиц (с 18,2% и 15,3% до 19,1% и 15,6%

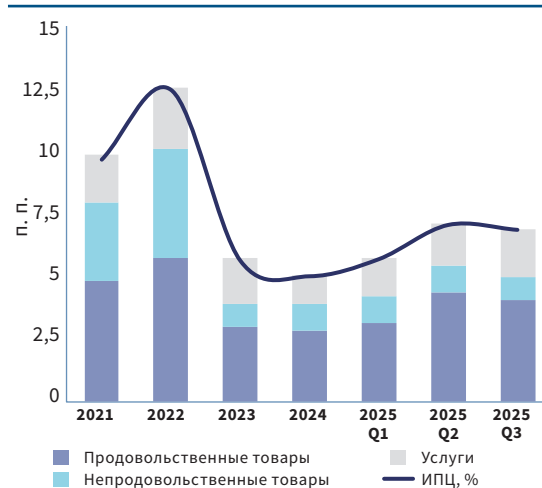
¹ Расчетная величина стандартного риска. Установление банками ставок выше указанного порога трактуется как рискованная бизнес-модель и влечет установление повышенных пруденциальных требований.

Рисунок 1. Декомпозиция прироста ВВП по производству



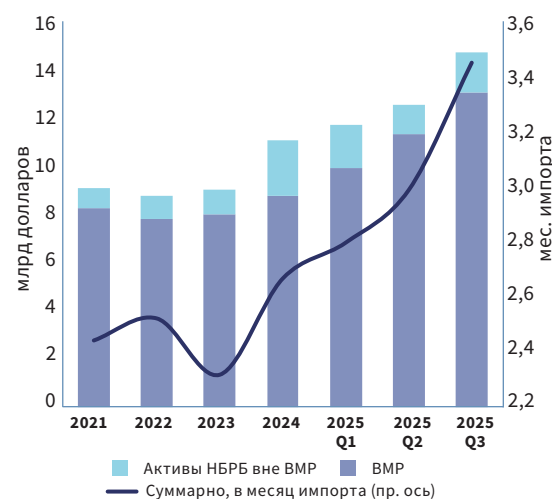
Источник: Белстат.

Рисунок 2. Декомпозиция инфляции



Источник: Белстат.

Рисунок 3. Динамика активов НБРБ в иностранной валюте



Источник: Белстат.

соответственно). В то же время РВСР для новых кредитов юридических лиц сроком свыше трех лет была снижена с 12,3% до 12,1%. Параллельно с этим неполная стерилизация избыточной ликвидности привела к сохранению ставки межбанковского рынка вблизи ставки по депозитам овернайт и дальнейшему снижению ставок по депозитам юридических лиц (до 5,8% годовых после

6,8% в июне и 9,8% в декабре 2024 года). Рост процентных ставок по кредитам населению обусловил замедление их роста (26,8% г/г после 34,8% в июне 2025 года). Общий прирост требований банков и Банка развития к экономике также замедлился и, по данным на 1 октября 2025 года, составил 12,6% г/г (после 13,4% на 1 июля и 17,2% за 2024 год).

Сжатие внешнего спроса при росте внутреннего обусловило расширение внешнеторгового дефицита. Дефицит внешней торговли товарами, по данным Белстата, за 9 месяцев 2025 года составил 4,6 млрд долларов, или 6,8% ВВП (3,0 млрд долларов, или 5,4% ВВП, за аналогичный период 2024 года). Расширение дефицита торговли товарами связано с сокращением экспорта (-3,2%) на фоне слабого внешнего спроса, ростом импорта (+1,6%) под влиянием высокой инвестиционной активности и, хоть и замедляющегося, но по-прежнему высокого внутреннего потребления. Поддержанию внешнеэкономической сбалансированности способствовали

профицит торговли услугами (около 4,5% ВВП), а также использование экономическими агентами (компаниями и домохозяйствами) накопленных ранее иностранных активов (депозиты и наличная валюта).

Ситуация на внутреннем валютном рынке в III квартале характеризовалась чистым предложением валюты и укреплением белорусского рубля.

Чистое предложение участников рынка² на иностранную валюту в III квартале составило 0,7 млрд долларов (как и в III квартале предыдущего года), из которых на население приходилось 0,6 млрд долларов. Чистое предложение валюты со стороны населения, по нашему мнению, связано с ростом доходности рублевых сбережений. Средняя ставка по новым долгосрочным вкладам физических лиц за июль — сентябрь 2025 года составила 14,5% годовых, а объем срочных рублевых депозитов населения в банках за III квартал увеличился на 8,5%, или на 38,1% г/г. Средний номинальный эффективный курс в сентябре по сравнению с июнем укрепился на 2,3%, а реальный эффективный курс — на 2,1%.

Рост мировых цен на золото и покупка валюты на внутреннем рынке способствовали увеличению международных резервов Национального банка.

Суммарно официальные резервы и иные активы НБРБ в иностранной валюте выросли за III квартал 2025 года на 0,6 млрд долларов и на 1 октября 2025 года составили 15,0 млрд долларов (3,5 месяца импорта). Росту ВМР способствовала

покупка валюты на внутреннем рынке и переоценка активов, связанная с динамикой мировых цен на золото: стоимость монетарного золота в ВМР увеличилась на 0,9 млрд долларов за квартал (Рисунок 3).

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

Прогноз³ по росту белорусской экономики в 2025 и 2026 годах незначительно пересмотрен в сторону более низких темпов (на 0,1 п. п.). Подобная корректировка связана с более сильным, чем ожидалось, замедлением российской экономики. Прогноз инфляции пересмотрен в сторону снижения (с 8,0% и 6,9% в 2025 и 2026 годах, до 7,1% и 6,6% соответственно) и под влиянием замедления внутреннего потребления, а также более умеренной инфляции в России.

Внутренние экономические условия не претерпят существенных изменений. Ожидается постепенное замедление роста заработных плат. В свою очередь, денежно-кредитная и налогово-бюджетная политики будут нацелены на поддержание макроэкономической сбалансированности через поиск баланса между ограничением инфляционного давления и поддержкой экономического роста. При установленном целевом значении инфляции 7% на 2026 год предполагается сохранение подхода ограничения

² Общая сумма спроса за вычетом общего объема предложения иностранной валюты.

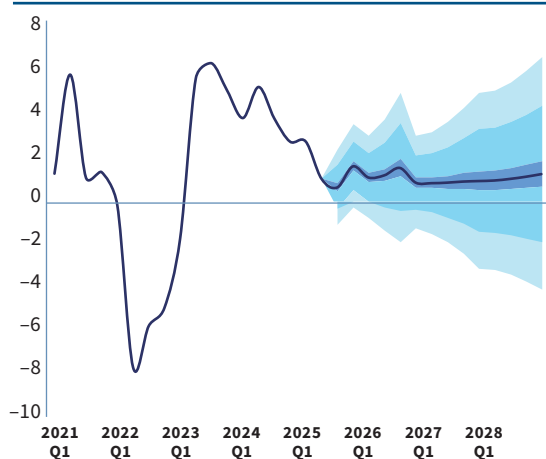
³ Региональный экономический обзор ЕФСР. Осень 2025. Доступно на: <https://efsd.org/research/regional-economic-outlook/evraziyskiy-fond-stabilizatsii-i-razvitiya-efsr-predstavil-regionalnyy-ekonomicheskiy-obzor-osen-202/>.

инфляции в среднесрочной перспективе до 5%.

На среднесрочном горизонте ключевые параметры обновленного макроэкономического прогноза в целом остаются без заметных корректировок. В 2026–2027 годах темпы роста экономики по-прежнему ожидаются на уровне около 1%. Их снижение будет происходить на фоне замедления российской экономики. При этом прогнозируемые темпы роста отражают постепенное сокращение положительного разрыва выпуска и сохраняющиеся структурные ограничения существующей модели белорусской экономики. Замедление роста внутреннего спроса будет содействовать постепенному ограничению инфляционных процессов, а также сохранению внешнеэкономической сбалансированности при умеренном дефиците счета текущих операций (до 0,5–1% ВВП к 2028 году).

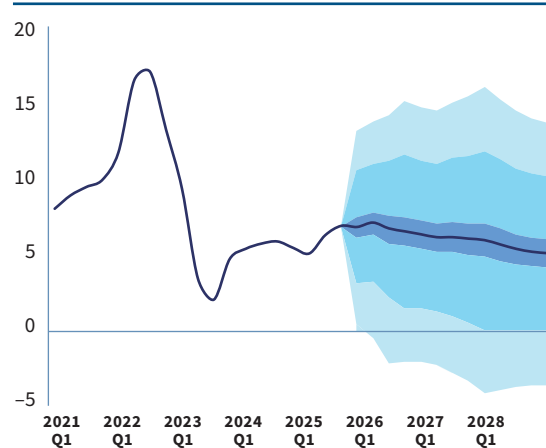
Фискальная политика будет характеризоваться поддержанием умеренного первичного профицита. При относительно стабильной динамике доходов бюджета одним из факторов поддержания его сбалансированности выступит более сдержанный рост заработных плат в бюджетном секторе после значительного повышения в предыдущие годы и умеренная динамика капитальных расходов. Первичное сальдо при этом ожидается профицитным на уровне около 1% ВВП в 2026–2028 годах.

Рисунок 4. Прогноз реального ВВП, % г/г



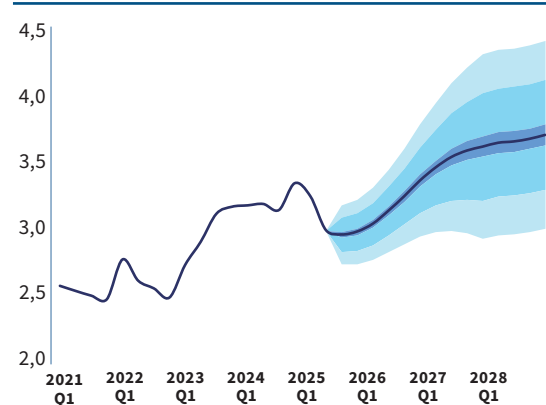
Источник: расчеты авторов.

Рисунок 5. Прогноз инфляции, % г/г



Источник: расчеты авторов.

Рисунок 6. Прогноз обменного курса



Источник: расчеты авторов.

Примечание: диапазоны диаграмм соответствуют доверительным интервалам 10%, 50% и 75%.

**ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ**

	2024 Факт	2025 Оценка	2026 Прогноз	2027 Прогноз	2028 Прогноз
Национальные счета и цены (в %)					
Номинальный ВВП, млрд бел. рублей	246,6	284,0	324,6	359,5	393,3
Прирост реального ВВП	4,0	1,5	1,1	1,0	1,2
ИПЦ (дек., г/г)	5,2	7,1	6,6	6,2	5,0
Номинальная среднемесячная заработная плата, бел. рублей	2 272	2 682	2 998	3 349	3 729
Прирост реальной заработной платы	13,1	10,9	4,7	5,0	4,3
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, % изменения	14,0	12,9	12,1	11,9	10,5
Кредит экономике, % изменения	16,1	13,4	11,3	10,4	10,7
Ставка рефинансирования, % годовых	9,5	9,75	9,75	9,75	9,75
Государственные финансы (в % ВВП)					
Доходы бюджета	29,2	28,6	28,1	28,0	28,0
налоговые поступления	25,4	25,4	25,0	24,9	25,0
Расходы бюджета	28,6	28,8	28,0	27,8	27,7
Баланс бюджета («-» дефицит / «+» профицит)	0,6	-0,3	0,1	0,2	0,3
Первичное сальдо	1,7	1,0	1,1	1,1	1,0
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	-2,6	-3,1	-1,4	-0,8	-0,7
Прямые иностранные инвестиции (- приток; + отток)	2,1	1,8	1,6	1,7	1,7
Иностранные активы НБРБ*					
млрд долларов	11,0	13,3	12,8	12,9	13,5
в месяцах импорта товаров и услуг	2,6	2,8	2,9	3,0	3,0

Примечание: *официальные резервные активы + другие активы НБРБ в иностранной валюте.

Источник: данные по исполнению бюджета — оценка ЕФСР.





КЫРГЫЗСТАН

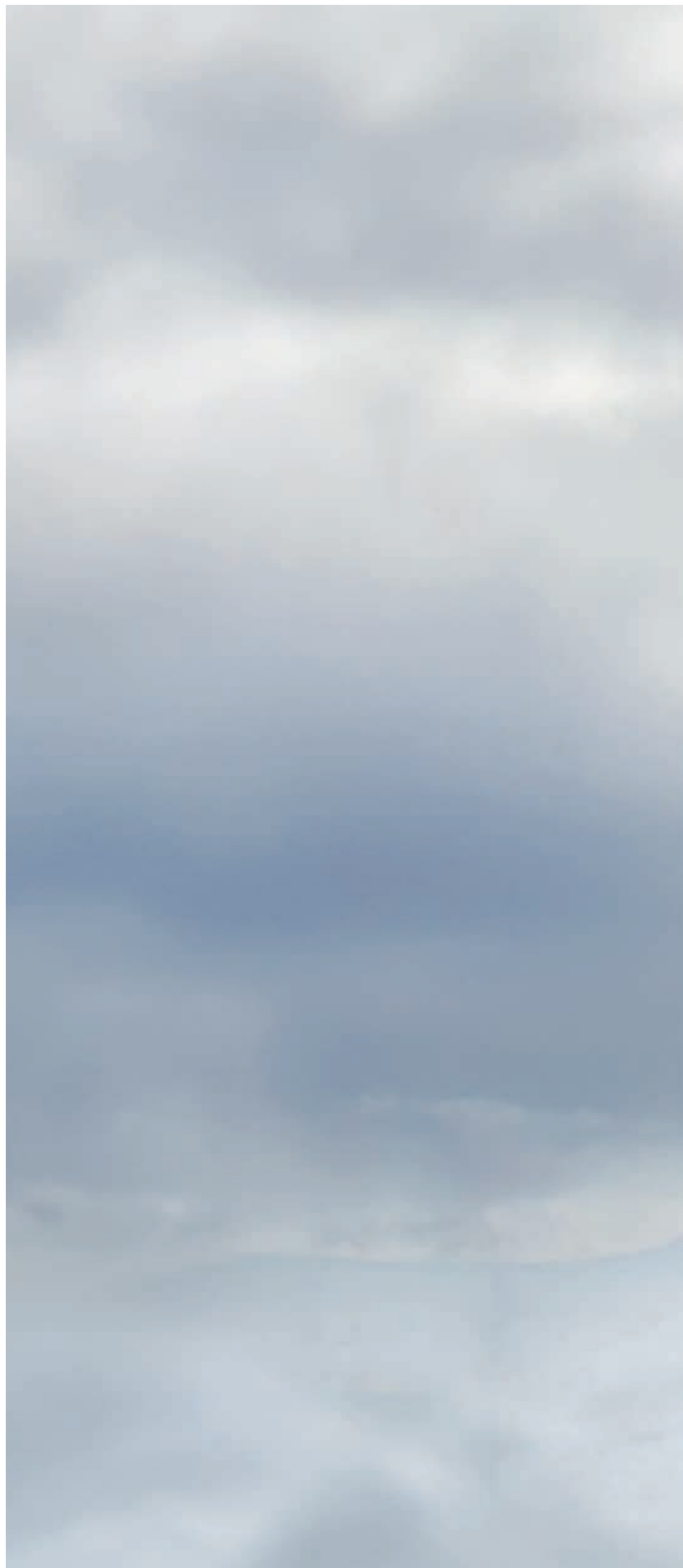
Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Внешний
сектор

Россия

Казахстан



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



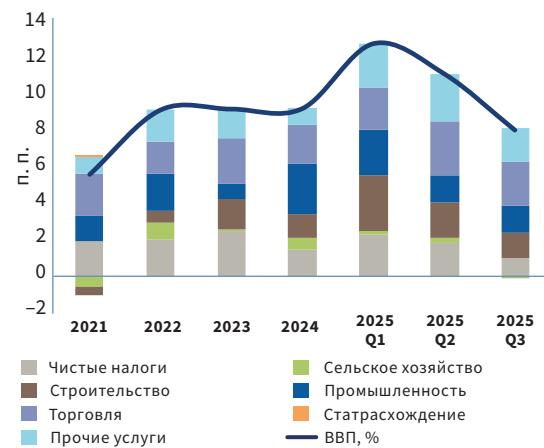
ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

В январе — сентябре 2025 года экономический рост сохранился на высоком уровне, а его основными драйверами выступили строительство, промышленность и торговля. По предварительным данным, за 9 месяцев 2025 года рост экономики Кыргызстана составил 10,0% г/г (годом ранее — 10,1% г/г)¹ в связи со значительным ростом строительства (+29,6% г/г) преимущественно в сфере жилья, а также торговли (+15,6% г/г) (Рисунок 1). Ускорение роста обрабатывающей промышленности (+10,3% г/г против +4,2% г/г годом ранее) в основном обусловлено пищевой промышленностью (+44,0% г/г). В прочих услугах продолжается рост финансового посредничества и страхования (+13,2%) за счет быстрого роста кредитования. В структуре ВВП по использованию, по оценкам ЕФСР, рост обеспечен высоким уровнем потребления и снижением импорта.

Инфляция превышает верхний порог целевого диапазона Национального банка. С середины 2024 года ИПЦ постепенно ускорился и достиг 8,4% г/г в сентябре 2025 года (после 8,0% г/г в июне 2025 года) (Рисунок 2) преимущественно за счет цен на продовольствие (прежде всего — овощи). Цены на непродовольственные товары стабильны (в среднем +5–5,5% г/г), при

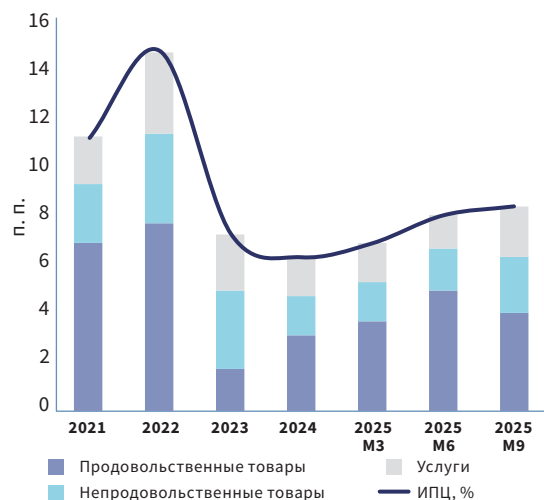
¹ 10,1% г/г является второй предварительной оценкой за январь — сентябрь 2024 года, первая оценка — 8,4% г/г. Таким образом, при сопоставлении первых предварительных оценок в январе — сентябре 2025 года рост ускорился на 1,6 п. п. В III квартале 2025 года сезонно сглаженный рост ускорился с 1,1 до 1,8% кв/кв.

Рисунок 1. Вклады в рост реального ВВП по производству



Источник: НСК КР, расчеты ЕФСР.

Рисунок 2. Декомпозиция инфляции



Источник: НСК КР, оценки ЕФСР.

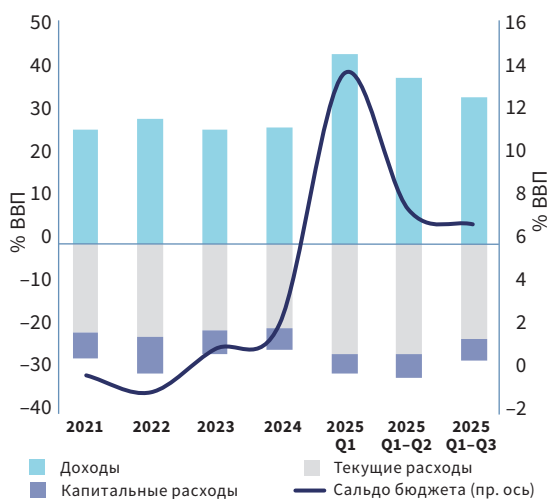
этом ускорению роста цен на услуги (до 7,5% г/г) способствовало повышение тарифов на электроэнергию в мае (+23,8%) и ускорение роста цен на горюче-смазочные материалы. В октябре уровень инфляции достиг 9,3% г/г, при этом рост цен на ГСМ составил 11% м/м (17% г/г). Национальный банк поднял учетную ставку с 9,00 до 9,25% годовых (июль) и до 10,00% годовых (октябрь), однако краткосрочные ставки денежного рынка продолжают снижаться

(3,2% годовых в октябре 2025 года против 3,7% в начале года), что свидетельствует о низкой эффективности процентного канала и сохранении избытка ликвидности в банковском секторе.

Бюджет исполняется с рекордным профицитом главным образом благодаря росту неналоговых доходов. Перечисление в республиканский бюджет прибыли НБКР за 2024 год в объеме 45,7 млрд сомов (3,7% ВВП) привело к увеличению неналоговых доходов в январе — сентябре 2025 года до 10,8% ВВП (против 7,1% ВВП годом ранее). Налоговые доходы увеличились на 1,4 п. п., до 23,1% ВВП, трансферты — снизились на 0,1 п. п., до 0,7% ВВП, а общий объем доходов вырос, соответственно, до 34,6% ВВП. На фоне меньшего роста расходов (+2,3 п. п.) профицит сформировался на уровне 6,9% ВВП, значительно превысив показатели прошлого года (4,2% ВВП) (Рисунок 3). При этом существенная часть профицита направлена на финансирование расходов «под чертой» (Врезка 1).

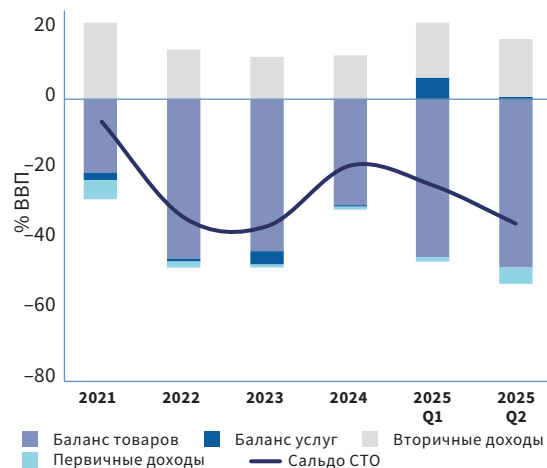
Внешнеэкономическая ситуация стабильна. Дефицит счета текущих операций во II квартале 2025 года расширился до 41% ВВП (32% ВВП кварталом ранее) (Рисунок 4), главным образом из-за более высокого объема импорта услуг (20% ВВП, +9 п. п.). Товарный дефицит при этом почти не изменился (-0,5 п. п., до -58% ВВП), как и объем чистых трансфертов (+0,3 п. п., до 20% ВВП), а объем чистых ошибок и пропусков сократился до 21% ВВП (-16 п. п.). Номинальный эффективный курс кыргызского сома ослаб в основном

Рисунок 3. Республиканский бюджет



Источник: МФ КР, расчеты ЕФСР.

Рисунок 4. Счет текущих операций платежного баланса



Источник: НБКР, расчеты ЕФСР.

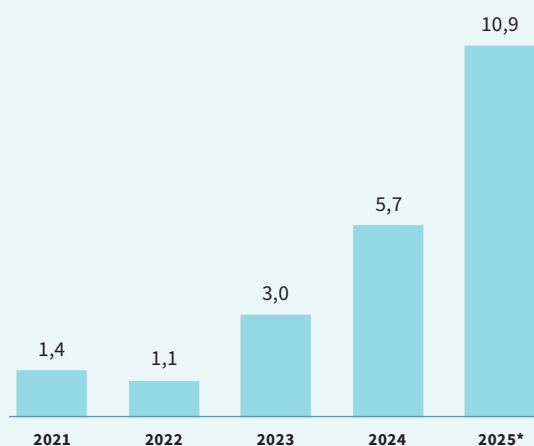
из-за укрепления курса рубля к сому (при стабильном курсе доллара к сому), реальный — укрепился из-за высокой инфляции в Кыргызстане. Объем валовых международных резервов достиг к концу полугодия 6,5 млрд долларов (5,5 месяца импорта), к концу III квартала — 7,6 млрд долларов (6,1 месяца импорта), в основном за счет покупки золота и роста цен на него.

ВРЕЗКА 1

ДОКАПИТАЛИЗАЦИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫХ КОМПАНИЙ В 2025 ГОДУ

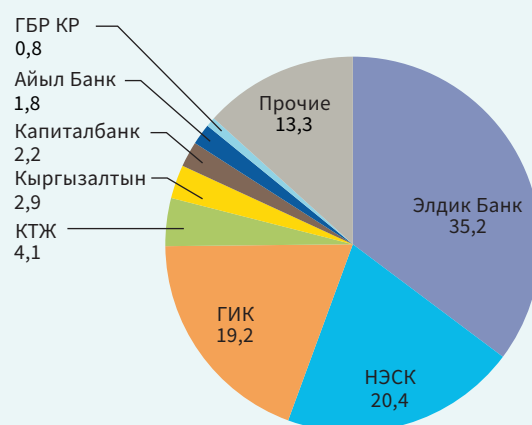
Для достижения амбициозных целей по экономическому росту Правительство Кыргызской Республики все более активно использует бюджетное стимулирование. По итогам 2025 года расходы бюджета на докапитализацию госпредприятий могут достичь 11% ВВП, увеличившись практически в 8 раз за 4 года (Рисунок А). Если ранее основными получателями бюджетной поддержки выступали убыточные энергетические компании (ОАО «Национальная электрическая сеть Кыргызстана», ОАО «Электрические станции»), то в 2025 году перечень реципиентов значительно расширился. Более 50% бюджетной поддержки приходится на банковский (ОАО «Элдик Банк», ОАО «Айыл Банк», ОАО «Капитал Банк», Государственный банк развития Кыргызской Республики), строительный (ОАО «Государственная ипотечная компания») и транспортный сектор (ГП «НК «Кыргыз темир жолу») (Рисунок Б). Согласно проекту республиканского бюджета на 2026–2028 годы, перечень предприятий будет расширяться, в первую очередь за счет компаний финансового сектора.

Рисунок А. Расходы на докапитализацию государственных предприятий, % ВВП



Примечание: * — оценка ЕФСР.
Источник: МФ КР, расчеты ЕФСР.

Рисунок Б. Основные реципиенты капитальных трансфертов в 2025 году, %



Источник: МФ КР, расчеты ЕФСР.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

Прогноз экономического роста сохранен без изменений. Динамика ВВП в III квартале 2025 года складывалась в соответствии с ожиданиями, поэтому оценка роста на 2025 год сохранена на уровне 9,0%. На прогнозном горизонте ожидаются по-прежнему стабильно высокие показатели строительства, как за счет ускорения инвестиционной активности в отраслях промышленности, так и за счет расширения жилищного строительства в рамках обновленной программы «Мой дом». При этом вклад торговли будет постепенно снижаться за счет охлаждения транзитного и внутреннего спроса. Средний рост в 2026–2028 годах составит около 6%.

Прогноз инфляции в 2026–2028 годах повышен в среднем на 0,2 п. п. На прогнозном горизонте сохраняется проинфляционное давление, связанное с ежегодным повышением тарифов на электроэнергию, высокими ценами на продовольствие и горюче-смазочные материалы. Замедление роста цен будет возможно при снижении волатильности на внешних рынках и ужесточении денежно-кредитных условий.

Бюджет будет складываться с профицитом для обеспечения выполнения обязательств «под чертой», прежде

всего — докапитализации государственных предприятий в энергетическом, банковском и строительном секторах. Профицит бюджета в 2026–2028 годах составит в среднем 1,3% ВВП в условиях высоких неналоговых доходов и постепенного снижения налоговых доходов (из-за снижения платежей, связанных с внешнеэкономической конъюнктурой, — НДС на импорт, таможенных пошлин, доходов золотодобывающих компаний). При этом дефицит бюджета, скорректированный на расходы «под чертой», составит в среднем 3,6% ВВП в 2026–2028 годах, снижаясь с ожидаемого пика в 2025 году (9,6% ВВП). Основными источниками финансирования дефицита будет выступать привлечение внутреннего и внешнего долга и использование депозитов Правительства.

Сохранится тренд на сокращение дефицита счета текущих операций. Основным фактором сокращения дефицита СТО станет снижение объемов импорта машиностроения при стабильном объеме экспорта и денежных переводов. В результате к концу среднесрочного периода дефицит СТО сократится до 12% ВВП (14% ВВП в предыдущем прогнозе). Прогноз ВМР в целом сохранен без изменений (в среднем 5,9 месяца импорта) в результате благоприятной ценовой конъюнктуры и активных покупок монетарного золота Нацбанком.

**ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ**

	2024 Факт	2025 Оценка	2026 Прогноз	2027 Прогноз	2028 Прогноз
Национальные счета и цены (в %)					
Номинальный ВВП (млрд сомов)	1 523,2	1 860,9	2 181,3	2 491,3	2 826,8
Прирост реального ВВП	9,0	9,0	6,4	6,0	5,5
ИПЦ (дек., г/г)	6,3	8,9	6,4	6,3	5,8
ИПЦ (средний за год)	5,0	8,1	7,1	6,4	6,2
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, г/г	31,9	34,9	20,1	14,2	13,5
Кредит экономике, г/г	33,9	30,6	22,4	16,8	16,6
Государственные финансы (в % ВВП)*					
Доходы и гранты	27,4	29,7	27,5	24,6	22,6
налоговые поступления	20,7	20,7	19,7	18,1	16,8
Расходы бюджета	25,2	27,1	25,9	23,2	21,8
Баланс бюджета («-» дефицит / «+» профицит)	2,3	2,6	1,6	1,5	0,8
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	-23,5	-15,1	-13,1	-12,9	-12,1
Экспорт товаров и услуг	48,4	40,3	41,3	38,9	37,7
Импорт товаров и услуг	86,4	71,3	70,3	66,5	63,6
Денежные переводы	15,9	16,2	15,8	14,5	13,6
Прямые иностранные инвестиции («-» приток)	-1,4	-2,2	-2,8	-2,8	-2,8
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг	4,0	6,2	5,9	6,0	5,7

Примечание: * по доходам, расходам и сальдо указываются показатели республиканского бюджета.

Источник: национальные ведомства и расчеты ЕФСР.



Вступительное
слово Главного
экономиста

Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Внешний
сектор

Россия

Казахстан



ТАДЖИКИСТАН



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

Риски
отклонения
от базового
прогноза



ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

Экономика Таджикистана продолжила расти высокими темпами благодаря как внутреннему, так и внешнему спросу. Прирост реального ВВП в январе — сентябре 2025 года составил 8,2% г/г (Рисунок 1), по сравнению с 8,4% в соответствующем периоде годом ранее. Расширение внутреннего спроса поддержано увеличением денежных переводов мигрантов, реальной заработной платы населения и продолжающимся строительством инфраструктурных объектов. Рост инвестиций в основной капитал в январе — сентябре 2025 года ускорился до 20,4% г/г, по сравнению с 14,6% в первом полугодии, в значительной степени благодаря жилищному строительству, сектору организации отдыха и развлечений, а также сектору электроэнергетики. Основными статьями экспорта стали сурьма, золото, руды металлов, алюминий и электроэнергия.

Высокие темпы роста были отмечены во всех основных отраслях экономики: промышленности, сельском хозяйстве, секторе услуг. Вклад сельского хозяйства, промышленности и торговли в прирост ВВП практически не изменился по сравнению с прошлым годом и составил 5,5 п. п. На фоне роста инвестиций увеличился вклад строительства в рост ВВП на 0,4 п. п., до 0,8 п. п. Вклад промышленности составил 1,0 п. п. на фоне рекордного роста добывающих отраслей: на 60% г/г против 35,9% в прошлом году, в том числе добыча металлических руд — 60% г/г (37,9% г/г в январе — сентябре 2024 года). При этом рост в обрабатывающих отраслях замедлился до 8,1% г/г

по сравнению с 10,0% в январе — сентябре 2024 года. Производство электроэнергии выросло на 11,5% г/г (0,4% г/г в прошлом году) на фоне роста ее экспорта, а также роста в сельском хозяйстве и промышленности.

Потребительская инфляция в сентябре замедлилась по сравнению с июнем.

В сентябре 2025 года 12-месячная инфляция составила 2,8% по сравнению с 3,6% в июне и при целевом показателе НБТ на 2025 год на уровне $5 \pm 2\%$ (Рисунок 2). Вклад продовольственной инфляции снизился на 0,5 п. п., до 1,7 п. п., на фоне снижения вклада овощей (1,1 п. п., до 0,6 п. п.). В годовом выражении рост цен на овощи составил 8,1%, по сравнению с 24,2% г/г в июне. Рост цен на мясо и мясопродукты несколько замедлился, однако остался двузначным — 13,9% г/г (вклад в рост ИПЦ 1 п. п.). Вклад непродовольственных товаров сократился до 0,5 п. п. с 0,9 п. п. за счет снижения вклада топлива. Вклад услуг в потребительскую инфляцию вырос до 0,7 п. п. (на 0,1 п. п.) за счет ускорения роста цен на жилищно-коммунальные и бытовые услуги. Укрепление номинального эффективного курса сомони и продолжение снижения мировых цен на зерно в 2025 году помогли поддерживать инфляцию на низком уровне.

На фоне низкой потребительской инфляции НБТ продолжил снижение ставки рефинансирования.

В ноябре 2025 года ставка снижена на 0,25 п. п., до 7,5%, что привело к ее уменьшению на 1,5 п. п. с начала года. Средневзвешенная ставка по межбанковским кредитам в национальной валюте снизилась с 10% в начале года до 8,6% в сентябре.

Быстрый рост государственных доходов в условиях активного роста экономики поддержал сохранение профицитного исполнения бюджета по итогам января — сентября 2025 года. Профицит государственного бюджета составил 2% ВВП (0,2% ВВП годом ранее) (Рисунок 3). Сборы всех видов налогов значительно выросли, обусловив общий рост налоговых доходов на 2,6 п. п., до 23,3% ВВП, неналоговые доходы увеличились на 1 п. п., до 5,8% ВВП, полностью компенсировав сокращение грантовых поступлений. Рост расходов на 0,8 п. п. (до 30,5% ВВП) объясняется увеличением капитальных расходов при сохранении текущих на уровне предыдущего года.

Рост денежных переводов мигрантов обусловил расширение профицита СТО по сравнению с первым полугодием 2024 года. Профицит счета текущих операций за первое полугодие 2025 года составил 18,6% ВВП (профицит 4,7% ВВП за аналогичный период 2024 года) и был обусловлен значительным ростом притока по счетам оплаты труда работников (рост на 12,4 п. п., до 48,6% ВВП) и по счету вторичных доходов прочих секторов (увеличение на 3,9 п. п., до 17,1% ВВП). Рост притока денежных переводов произошел вопреки снижению числа въездов из Таджикистана в Россию (ключевое направление трудовой миграции) и значительно превосходил рост денежных переводов мигрантов из России в Кыргызстан (Рисунок 4). Дефицит торгового баланса составил 44,7% ВВП по сравнению с 43,8% ВВП в первом полугодии 2024 года на фоне роста импорта товаров на 23% г/г (вклад увеличения импорта транспортных

средств, машин и оборудования составил 11 п. п.) (Рисунок 5). Экспорт товаров вырос на 37% г/г благодаря росту экспорта сурьмы, золота, руды металлов, алюминия и электроэнергии.

В первом полугодии 2025 года положительное сальдо финансового счета (чистый отток) составило 7,0% ВВП, увеличившись на 0,5 п. п., в том числе благодаря частичному погашению еврооблигаций. Чистое принятие обязательств составило 1% ВВП по сравнению с 2,4% ВВП в первом полугодии 2024 года, сокращение связано и с погашением долга по еврооблигациям Правительством Таджикистана в марте 2025 года. Приобретение финансовых активов сократилось с 8,9% до 8% ВВП, основную часть составили приобретение наличной валюты нефинансовыми организациями и физическими лицами и их депозиты, а также приобретение долговых инструментов финансовыми организациями.

По итогам первых 8 месяцев 2025 года реальный эффективный курс сомони укрепился. В январе — августе 2025 года реальный эффективный курс сомони укрепился на 1,8% г/г, а ключевыми факторами этого стало положительное сальдо платежного баланса и ослабление доллара США к мировым валютам.

Значительный приток денежных переводов мигрантов, рост мировых цен на золото и его покупка способствовали увеличению резервов Национального банка Таджикистана. Официальные резервы НБТ (в том числе монетарное золото) выросли в январе — июне 2025 года на 331 млн долларов и достигли 4,7 млрд долларов (7,4 месяца импорта).

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

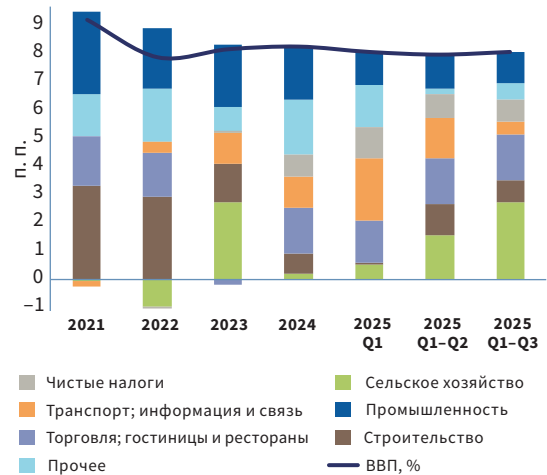
В среднесрочной перспективе темпы роста ВВП Таджикистана замедлятся ввиду постепенной нормализации объемов денежных переводов и снижения темпов роста у ключевых торговых партнеров (Россия, Китай, Казахстан). Рост ВВП составит 7,8% в 2025 году и постепенно снизится до 6% в 2028 году. Ожидается, что денежно-кредитная и налогово-бюджетная политики будут нацелены на поддержание макроэкономической сбалансированности в условиях ограниченного фискального пространства¹ на фоне строительства Рогунской ГЭС и необходимости обслуживания внешнего государственного долга. Более стимулирующая, чем в 2025 году, фискальная политика окажет поддержку росту ВВП.

Потребительская инфляция незначительно вырастет в 2026 году и останется на уровне 5% в среднесрочной перспективе. Рост цен на ГСМ, связанный с сокращением импорта ГСМ из России², окажет повышательное давление на инфляцию в IV квартале 2025 года. По оценкам ЕФСР, средняя потребительская инфляция в 2025 году составит 3,5% г/г (понижение на 0,4 п. п. по сравнению с предыдущим прогнозом на основании текущей динамики).

¹ Фискальное пространство — резерв бюджета Правительства, который может быть использован в определенных целях без ущерба для финансовых позиций или стабильности экономики.

² По сообщениям СМИ, в октябре ускорился рост цен на ГСМ в Таджикистане, что связано с внеплановыми ремонтами НПЗ в России. Доступно на: <https://rossaprimavera.ru/news/27d0a064>.

Рисунок 1. Декомпозиция прироста ВВП по производству (накопленным итогом)



Источник: Таджстат.

Рисунок 2. Декомпозиция инфляции

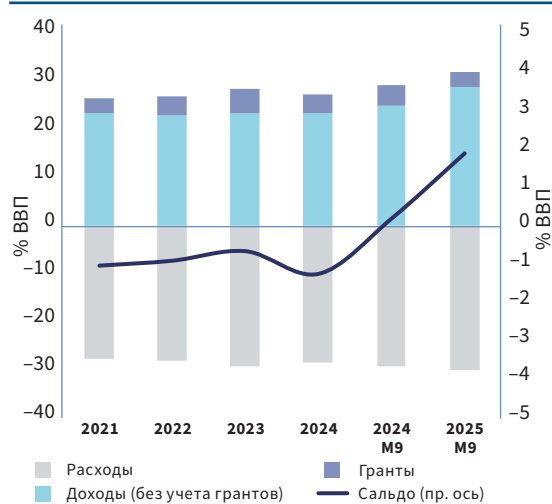


Источник: Таджстат.

В 2026 году среднегодовая потребительская инфляция увеличится до 5,0% благодаря эффекту низкой базы 2025 года и постепенному ослаблению курса сомони. Дальнейший рост тарифов на электроэнергию будет увеличивать вклад роста цен на услуги в ИПЦ.

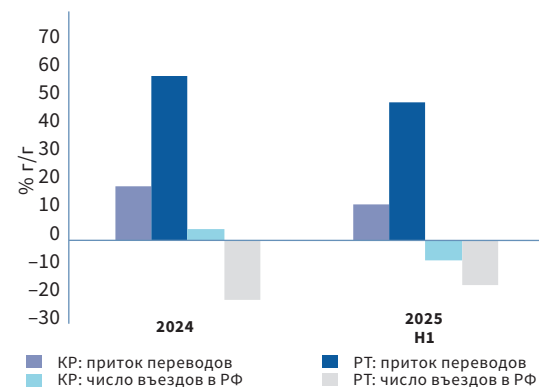
Ожидается, что в среднесрочной перспективе дефицит государственного бюджета составит 2,5% ВВП. В 2026–2028 годах налоговые

Рисунок 3. Государственный бюджет



Источник: Таджстат, МФ РТ.

Рисунок 4. Изменение притока денежных переводов в Кыргызской Республике и Республике Таджикистан



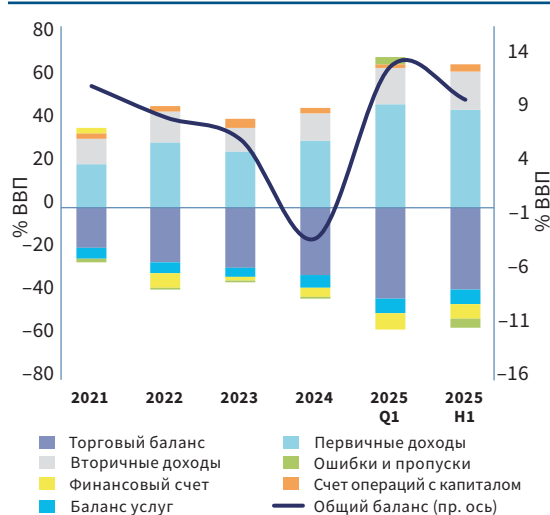
Примечание: денежные переводы мигрантов в КР из России в рублевом эквиваленте, в РТ — в рублевом эквиваленте, всего (Россия — главное направление трудовой миграции)

Источник: Таджстат, НБТ.

поступления вырастут за счет отмены ряда налоговых льгот³ и продолжения усилий властей по улучшению налогового администрирования за счет цифровизации экономики и повышения

³ По оценкам Всемирного банка, с 2026 года налоговые и таможенные льготы сократятся на 1 п. п. ВВП.

Рисунок 5. Платежный баланс



Источник: Таджстат, НБТ.

формализации бизнеса. По оценкам ЕФСР, налоговые доходы в 2028 году достигнут 20,2% ВВП, по сравнению с 19,6% ВВП в 2025 году. Общие доходы бюджета повысятся с 28,7% в 2025 году до 30,4% ВВП в 2026 году на фоне роста неналоговых доходов и поступлений по грантам. Однако ожидаемое сокращение поступлений по линии грантов приведет к снижению доходов бюджета до 27% ВВП в 2027 и 2028 годах. В 2026–2028 годах ожидается увеличение капитальных расходов, в значительной степени связанное со строительством Рогунской ГЭС. Также вырастут расходы на оплату труда — в 2026 году на 1 п. п. по сравнению с 2025 годом, до 8,8% ВВП. В результате общие расходы бюджета вырастут до 32,7% ВВП в 2026 году и будут находиться вблизи уровня 30% ВВП в 2027–2028 годах.

Профицит счета текущих операций сменится дефицитом на фоне ожидаемого сокращения поступлений по счету оплаты труда и счету вторичных доходов. Постепенное снижение

притока по счету оплаты труда и счету вторичных доходов (в % ВВП) приведет к смене профицита СТО дефицитом: в 2027 году дефицит СТО составит 0,2% ВВП, в 2028 году — 0,8% ВВП. При этом,

несмотря на ожидаемое снижение уровня ВМР до 7 месяцев импорта в 2028 году, его уровень будет достаточным для обеспечения внешнеэкономической устойчивости.

ТАБЛИЦА 1. ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

	2024 Факт	2025 Оценка	2026 Прогноз	2027 Прогноз	2028 Прогноз
Национальные счета и цены					
Номинальный ВВП, млрд сомони	153,4	171,2	192,5	215,6	239,8
Прирост реального ВВП, %	8,4	7,8	7,1	6,7	6,0
ИПЦ (дек., г/г), %	3,6	4,3	4,8	5,5	5,0
Деньги и кредит (на конец периода)					
Широкие деньги, % изменения	28,8	17,8	12,5	12,0	11,3
Государственные финансы (в % ВВП)					
Доходы и гранты	27,7	28,8	30,4	28,3	28,2
налоговые поступления	19,0	19,6	20,2	20,0	20,0
Расходы бюджета	28,9	29,1	32,9	30,8	30,7
Текущие расходы	24,1	24,1	25,4	24,6	24,1
Капитальные расходы	4,8	5,0	7,4	6,2	6,6
Баланс бюджета («-» дефицит / «+» профицит)	-1,2	-0,3	-2,5	-2,5	-2,5
Внешний сектор (в % ВВП)					
Счет текущих операций	6,2	3,4	1,2	-0,2	-0,8
Денежные переводы	44,7	38,7	35,8	33,9	32,3
Прямые иностранные инвестиции	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Валовые резервы, в месяцах импорта товаров и услуг текущего года	7,6	7,5	7,8	7,3	7,0

Источник: национальные ведомства, расчеты авторов.



Вступительное
слово Главного
экономиста

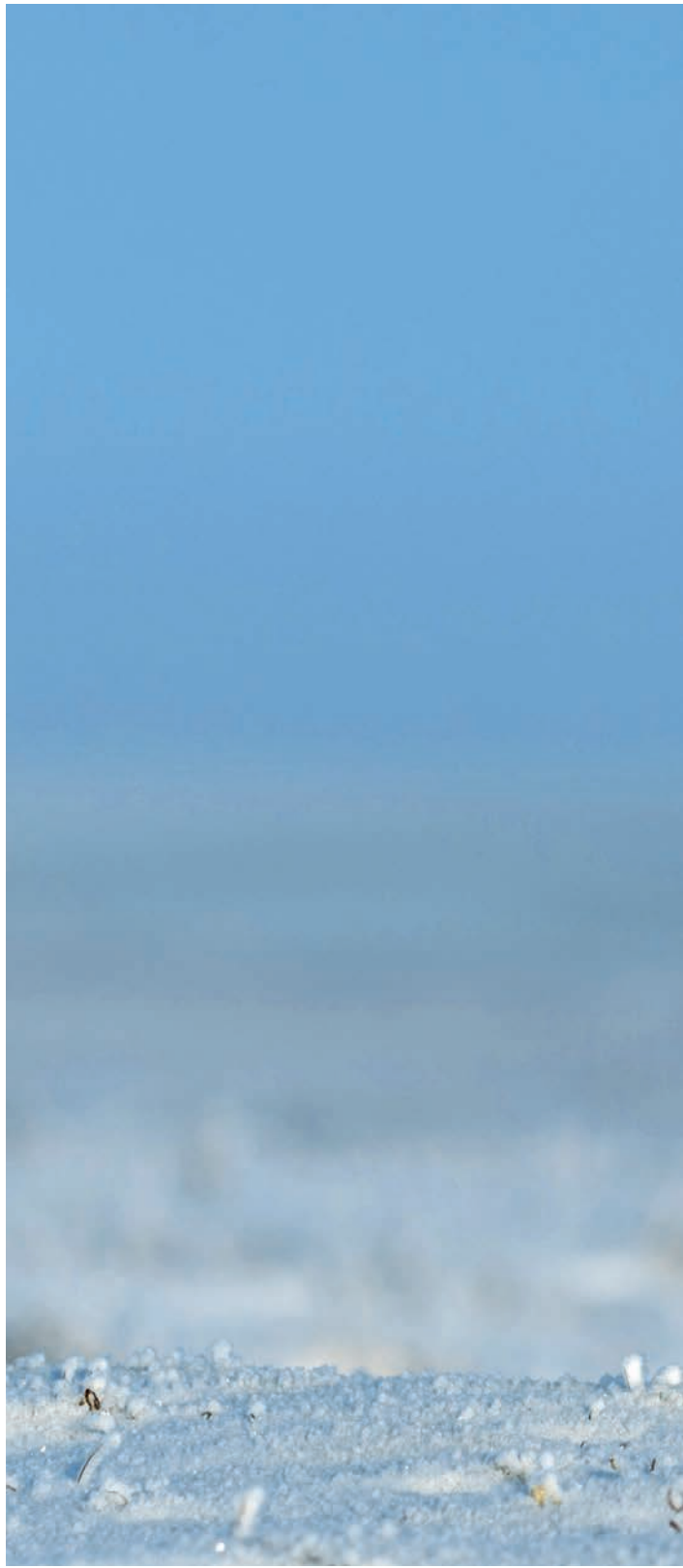
Краткие выводы
Регионального
экономического
обзора

Внешний
сектор

Россия

Казахстан

РИСКИ ОТКЛОНЕНИЯ ОТ БАЗОВОГО ПРОГНОЗА



Армения

Беларусь

Кыргызстан

Таджикистан

**Риски
отклонения
от базового
прогноза**



РИСКИ ОТКЛОНЕНИЯ ОТ БАЗОВОГО ПРОГНОЗА

ВНЕШНИЙ СЕКТОР

Ключевые краткосрочные риски в отношении мировой экономики связаны с торговыми конфликтами и протекционистскими мерами, включая повышенные импортные пошлины в США, достигшие 13,1% — максимума с 1933 года. Хотя пик неопределенности пройден и экономические агенты частично адаптировались, накопленный негативный эффект в полной мере может проявиться именно в 2026 году, вызвав замедление роста мировой экономики и резкое снижение торговли товарами. Это приведет к снижению спроса в Китае, Индии и других крупных экономиках, а также к падению цен на сырьевые товары.

Фискальные импульсы, связанные со стимулирующей бюджетной политикой крупных экономик (США, Германия, Китай и др.) для поддержки спроса, могут оказаться менее эффективными, чем ожидалось, и темпы роста ВВП могут сложиться ниже ожиданий.

Эксперты и аналитики все большее внимание обращают на риск переоцененности акций ИИ-компаний. Рост цен акций, подогретых ажиотажем вокруг ИИ, существенно превышает рост прибыли, что чревато резкой коррекцией и волатильностью на финансовых рынках в 2026 году. В случае реализации этого риска уровень неопределенности в отношении перспектив экономического

роста мировой экономики может существенно вырасти.

РОССИЯ

В базовом сценарии предполагается достижение заявленных бюджетных параметров, однако риски в фискальном секторе усиливаются внешними и внутренними факторами. **Снижение мировых цен на нефть создает риски сокращения нефтегазовых доходов.** Данное падение может быть связано с сокращением спроса или формированием избыточного предложения странами ОПЕК, или увеличением дисконта Urals относительно Brent из-за усиления санкционного давления. Недополучение нефтегазовых доходов может произойти из-за более резкого замедления деловой активности в экономике. Любой из этих сценариев вызовет существенное отклонение бюджетных показателей и обусловит корректировку макроэкономических параметров.

Текущее замедление экономики России, по нашим оценкам, преимущественно связано с необходимостью охлаждения перегретого спроса, в то же время сохраняются незначительные риски более резкого замедления экономической активности в 2026 году. Оно может сформироваться в результате полной реализации эффекта длительных жестких денежно-кредитных условий на рост кредитования на фоне угасания

фискального импульса. При этом потребительская активность может более существенно замедлиться на фоне повышения НДС и утильсбора, закрепитованности и введения новых ограничений для индивидуальных предпринимателей, а также малого и среднего бизнеса.

Резкое замедление экспорта и снижение цен на сырье из-за глобальных торговых войн и санкций на фоне сокращения продаж из ФНБ может привести к более сильному ослаблению курса рубля, чем заложено в базовом прогнозе.

КАЗАХСТАН

Ключевые риски для Казахстана связаны с возможным расширением квазифискального импульса в рамках проактивной инвестиционной политики государства. Фискальный импульс, как и в 2025 году, может быть увеличен через внебюджетные каналы, охватывая новые отрасли и инструменты поддержки. В случае реализации этот фактор способен усилить внутренний спрос, повысить траекторию экономического роста и создать дополнительное давление на инфляцию, обусловив существенный проинфляционный риск для нашего прогноза.

Продолжающееся расширение мирового предложения нефти также является значимым риском для казахстанской экономики. Формирование устойчивого профицита предложения на мировом рынке усиливает вероятность снижения мировых цен на нефть относительно параметров базового сценария. Реализация данного риска способна привести к уменьшению экспортной выручки, снижению поступлений в госбюджет

и Нацфонд, росту фискальных рисков и повышению чувствительности валютного рынка к внешним шокам.

Существенную неопределенность создает возможность продления отдельных административных ограничений цен, включая мораторий на повышение тарифов ЖКУ и меры по стабилизации цен на социально значимые товары.

Потребительский спрос и кредитная активность могут оказаться более устойчивыми к ужесточению денежно-кредитной политики, из-за чего инфляционное давление способно сохраниться на повышенном уровне. Это замедлит снижение инфляции в 2026–2028 годах и создаст потребность в более длительном периоде высоких ставок. Такой сценарий может негативно повлиять на динамику инвестиций и потребления.

АРМЕНИЯ

Экономика Армении постепенно возвращается к траектории более сбалансированного роста, но его динамика во многом определяется внешними факторами, в том числе со стороны России. В случае резкого ухудшения внешнего фона — непредусмотренного в базовом сценарии — армянская экономика может перейти к траектории более медленного роста, чем предусмотрено в базовом сценарии.

В условиях активного кредитования усиливается зависимость экономики от внутреннего спроса. В случае устойчивости этих тенденций армянская экономика может оставаться в состоянии перегрева дольше, чем предусмотрено в базовом сценарии.

Волатильность цен на продовольствие и энергоресурсы обуславливает реализацию проинфляционных рисков. Повышение цен на импортируемые продовольственные товары и более быстрое ослабление курса национальной валюты могут привести к превышению инфляцией целевого диапазона ЦБ РА.

В бюджетной сфере сохраняются краткосрочные риски, связанные с невыполнением плана государственного бюджета по запланированным Правительством капитальным и текущим расходам. В долгосрочной перспективе сохраняются и риски, обусловленные потенциальным увеличением социальных расходов, в том числе в рамках поддержки переселенцев из Нагорного Карабаха.

Позитивным отклонением от базового сценария может стать запуск Амулсарского рудника. По оценкам ЦБ РА, дополнительный вклад в прирост ВВП может составить порядка 1–2 п. п.

БЕЛАРУСЬ

Ключевым риском для Беларуси остается возможная реализация внешних шоков, обусловленных накопленным негативным эффектом санкций и замедлением экономической активности в России. В то же время в случае ослабления санкций могут реализоваться и положительные эффекты, связанные с улучшением доступа белорусских компаний на внешние рынки.

Сохраняется риск реализации властями более стимулирующей политики на фоне замедления экономической активности в условиях слабого внешнего спроса. Чрезмерная поддержка внутреннего

спроса, в том числе посредством фискальной и монетарной политики, может негативно отразиться на динамике инфляции, обменного курса, повысить уязвимость белорусской экономики ко внешним и внутренним шокам. Важным фактором неопределенности прогноза выступает эффективность политики стимулирования инвестиционной активности с точки зрения влияния реализуемых проектов на экономический потенциал. Неопределенность связана с возможностью выхода белорусских предприятий на новые рынки и повышения конкурентоспособности на российском рынке. При высокой эффективности инвестиций темпы роста экономики в среднесрочной перспективе могут сложиться выше, благодаря увеличению ее потенциала.

КЫРГЫЗСТАН

Сохраняется риск более высокого роста экономики по сравнению с базовым прогнозом. Это может быть обусловлено как конъюнктурными факторами, так и ростом производства золота, связанным с началом его подземной добычи на руднике Кумтор в августе 2025 года. По оценкам ЕФСР, рост выпуска на Кумторе может добавить до 1,5 п. п. роста ВВП в 2026 году.

Из негативных рисков важно выделить фактор возможного усиления инфляционного давления в связи с ростом цен на горюче-смазочные материалы из-за дефицита топлива на рынках основных поставщиков топлива.

Все сильнее проявляется риск, связанный с опережающим ростом потребления электроэнергии относительно

производственных мощностей, который усугубляется текущим низким уровнем воды в Токтогульском водохранилище. Вынужденное сокращение потребления электроэнергии в зимний период может привести к некоторому замедлению ВВП в IV квартале 2025 года — I квартале 2026 года.

Сохраняются риски, связанные с бюджетным финансированием масштабных программ докапитализации госкомпаний в энергетическом, банковском, строительном секторах, а также инфраструктурных «мегапроектов», например Камбар-Атинская ГЭС-1 и ж/д Китай — Кыргызстан — Узбекистан. Существенный рост таких расходов (против параметров, заложенных в бюджет) может привести к формированию разрывов в финансировании.

Во внешнем секторе преобладают риски, связанные с динамикой денежных переводов. Ужесточение условий найма трудовых мигрантов и замедление роста зарплат в России могут усилить давление на рынок труда и платежный баланс страны.

ТАДЖИКИСТАН

Основным повышательным риском для экономики Таджикистана является сохранение повышенного уровня притока денежных переводов в течение более длительного периода времени, что повысит рост экономики выше уровня базового прогноза.

Рост расходов бюджета в среднесрочной перспективе в целом соразмерен усилиям властей по повышению доходов. Однако в случае невыполнения плана

по доходам дефицит бюджета увеличится, потребовав дополнительные источники финансирования, включая долговые. Это, в свою очередь, может ухудшить долговую и бюджетную устойчивость.

Основные риски по завершению строительства Рогунской ГЭС (необходимое финансирование оценивается в 6,3 млрд долларов¹) связаны с возможными задержками предоставления внешнего финансирования и необходимостью производить эти расходы за счет внутренних доходов, что может стать причиной недофинансирования текущих расходов бюджета, включая социальные. Стоимость строительства может увеличиться, что потребует новые источники финансирования. При этом пока не полностью подтверждены источники для финансирования строительства даже с текущей оценкой стоимости.

Усилились риски, связанные с потенциальным расширением санкций на финансовый сектор Таджикистана. Этот сценарий стал более вероятным после того, как в конце октября 2025 года под ограничения ЕС попали три таджикских банка, совокупно контролирующие 21,6% общих банковских активов страны.

Снижение импорта ГСМ из России на фоне внеплановых ремонтов НПЗ может привести к дефициту топлива и росту инфляции.

¹ Документ об оценке проекта по предлагаемому гранту в размере 258,1 млн СДР (эквивалент 350 млн долларов) Республике Таджикистан для устойчивого финансирования проекта Рогунской ГЭС. Доступно на: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099112024121021960/pdf/BOSIB-401c31c2-2fe4-4029-881c-d65e28bfc04d.pdf>.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ И АББРЕВИАТУР

Армстат	Статистический комитет Республики Армения
Белстат	Национальный статистический комитет Республики Беларусь
БНС АСПР РК	Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан
ВВП	валовой внутренний продукт
ВМР	валовые международные резервы
ГСМ	горюче-смазочные материалы
ГЭС	гидроэлектростанция
ДКП	денежно-кредитная политика
ЕС	Европейский союз
ЕФСР	Евразийский фонд стабилизации и развития
ЕЦБ	Европейский центральный банк
ЖКХ	жилищно-коммунальное хозяйство
ИПЦ	индекс потребительских цен
МВФ	Международный валютный фонд
Минфин	Министерство финансов
МФ КР	Министерство финансов Кыргызской Республики
МФ РА	Министерство финансов Республики Армения
МФ РК	Министерство финансов Республики Казахстан
МФ РТ	Министерство финансов Республики Таджикистан
Нацфонд	Национальный фонд Республики Казахстан
НБКР	Национальный банк Кыргызской Республики
НБРБ	Национальный банк Республики Беларусь
НБРК	Национальный банк Республики Казахстан
НБТ	Национальный банк Таджикистана
НДС	налог на добавленную стоимость
НСК КР	Национальный статистический комитет Кыргызской Республики
ОПЕК+	Расширенный формат Организации стран экспортеров нефти
РВСР	расчетная величина стандартного риска
РЭОК	реальный эффективный обменный курс
СДР	Специальные права заимствования
СИФ	«стоимость, страхование, фрахт»; цена товара, в которую включены его стоимость, цена страховки и расходы по транспортировке до порта назначения

СКВ	свободно конвертируемая валюта
СТО	счет текущих операций платежного баланса
США	Соединенные Штаты Америки
Таджстат	Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан
ФНБ	Фонд национального благосостояния
ФОБ	«свободно на борту»; условие продажи товара, согласно которому в цену товара включаются его стоимость, страхование и расходы по доставке и погрузке товара на борт морского (или другого водного) транспортного средства на границе страны экспортера
ФРС	Федеральная резервная система США
ЦБ РА	Центральный банк Республики Армения
ШДМ	широкая денежная масса
BEA	Bureau of Economic Analysis
BLS	Bureau of Labor Statistics
Eurostat	European Statistical Office
NBC	National Bureau of Statistics of China
NPL	Non-Performing Loan
SAAR	Seasonally Adjusted Annual Rate
г/г	год к году
% г/г	годовой темп прироста
доллар	доллар США
долл./барр.	долларов за баррель
долл./т	долларов за тонну
долл./унц.	долларов за унцию
кв/кв	квартал к кварталу
млн	миллион
млрд	миллиард
п. п.	процентный пункт
трлн	триллион
тыс.	тысяча



www.efsd.org

