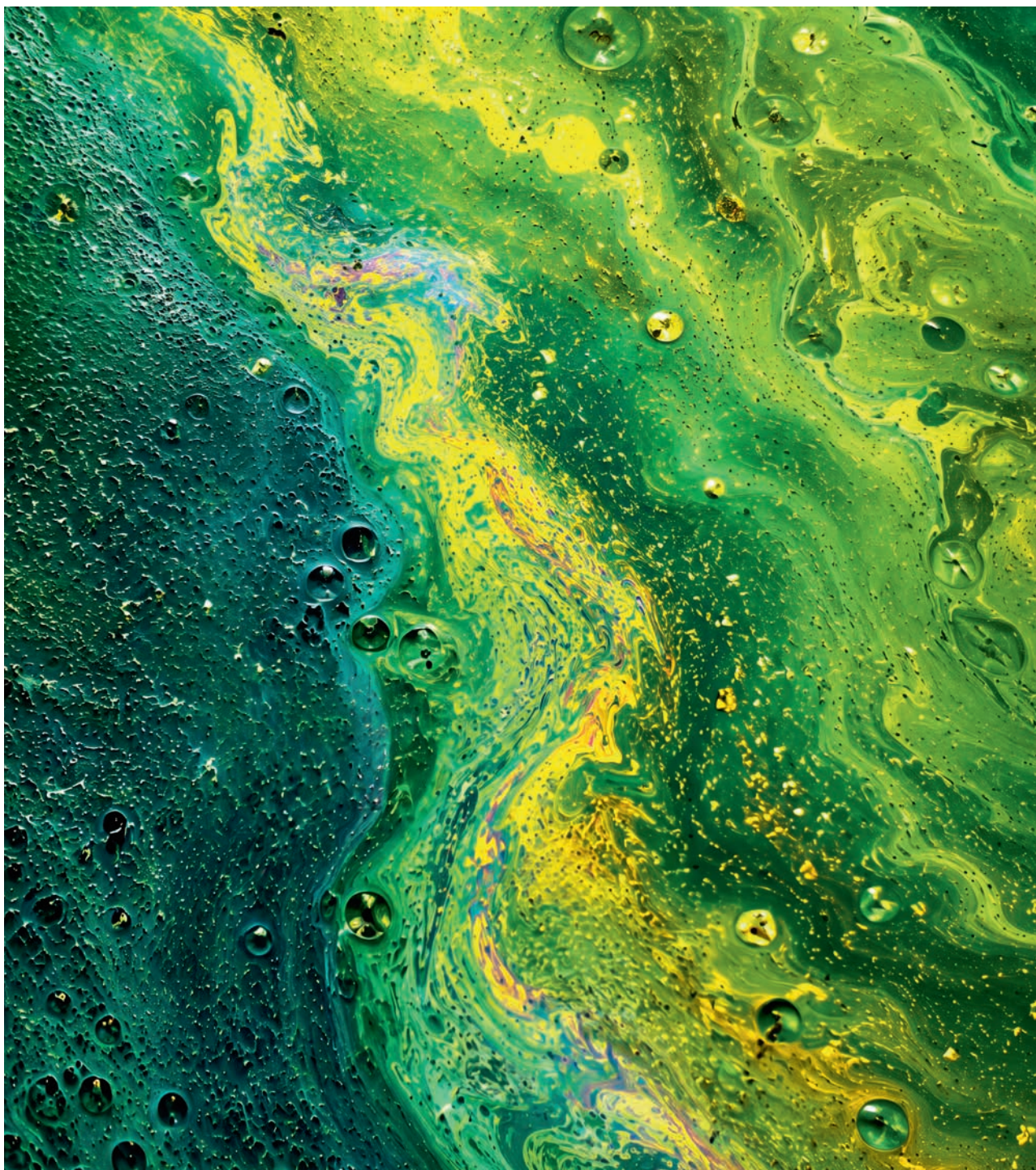


ЛЕТО 2026 / №2 (10)



РЕГИОНАЛЬНЫЙ  
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ **ОБЗОР**  
УТОЧНЕНИЕ ОЦЕНКИ

Документ является квартальным 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/](https://efsd.org/research/regional-economic-outlook/)

**Для цитирования:** Региональный экономический обзор ЕФСР 2026 № 2 (10). Астана: 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, Ольга Захарова, Тигран Костанян, Олег Крыжановский, Дмитрий Кудряшов, Наталья Лаврова, Кирилл Лемба, Наталья Писарева, Арутюн Саргсян, Бауыржан Темирбаев, Тарас Цукарев, Александр Янушкевич**.

#### **ПРИМЕЧАНИЕ:**

Дата отсечения данных: 19.06.2026.

Выводы и интерпретация фактов в публикации не обязательно 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 вы можете направить по адресу [info@efsd.org](mailto:info@efsd.org).

# Содержание

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| Краткие выводы .....                  | 3  |
| Внешний сектор .....                  | 6  |
| Россия .....                          | 9  |
| Казахстан.....                        | 13 |
| Армения .....                         | 17 |
| Беларусь .....                        | 21 |
| Кыргызстан .....                      | 25 |
| Таджикистан .....                     | 29 |
| Список сокращений и аббревиатур ..... | 34 |

# РЭО: ЛЕТО 2026

## УТОЧНЕНИЕ ОЦЕНКИ

В I квартале 2026 года в большинстве стран региона зафиксировано существенное замедление экономической активности, что повлияло на корректировку нашей оценки.

### ОЦЕНКА 2026



Оценка роста ВВП в 2026 году пересмотрена вниз для большинства стран региона

Прирост ВВП, г/г, %

|             | 2025 | 2026 (0) | изм., п. п. |
|-------------|------|----------|-------------|
| Россия      | 1,0  | 0,6      | ↓ -0,6      |
| Казахстан   | 6,5  | 5,0      | ↓ -0,2      |
| Армения     | 7,1  | 5,5      | ↓ -0,2      |
| Беларусь    | 1,3  | 1,3      | ↑ 0,9       |
| Кыргызстан  | 11,1 | 8,5      | → 0,2       |
| Таджикистан | 8,4  | 7,1      | → 0         |



Оценка инфляции в 2026 году в ряде стран снижена. В странах – импортерах продовольствия и энергоресурсов с повышенным внутренним спросом ожидаем ускорение

Инфляция, г/г, %

|             | дек. 2025 | май 2026 | дек. 2026 (0) | изм., п. п. |
|-------------|-----------|----------|---------------|-------------|
| Россия      | 5,6       | 5,3      | 6,0           | ↑ 0,6       |
| Казахстан   | 12,3      | 10,4     | 9,8           | ↓ -0,3      |
| Армения     | 3,3       | 4,2      | 3,9           | ↓ -0,1      |
| Беларусь    | 6,8       | 4,6      | 4,8           | ↓ -1,3      |
| Кыргызстан  | 9,4       | 11,0     | 9,5           | ↑ 2,9       |
| Таджикистан | 3,5       | 4,1      | 6,3           | ↑ 1,4       |

### ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ



Внутренний спрос остается основным драйвером роста

Инвестиции в основной капитал, г/г, %

янв-апр 2026

|             |       |
|-------------|-------|
| Кыргызстан  | 69,7  |
| Таджикистан | 34,2  |
| Армения*    | 7,2   |
| Казахстан   | 6,7   |
| Беларусь**  | 1,5   |
| Россия*     | -14,3 |

\*янв-март, \*\* янв-май

Розничный товарооборот, г/г, %

янв-апр 2026

|             |      |
|-------------|------|
| Таджикистан | 30,3 |
| Кыргызстан  | 13,6 |
| Армения     | 7,5  |
| Беларусь    | 6,2  |
| Россия      | 4,3  |
| Казахстан   | 3,4  |



Фискальная политика в большинстве стран остается стимулирующей



Россия

Выраженно  
стимулиру-  
ющая



Казахстан

Формально  
сдержанная



Армения

Сдержанная



Кыргызстан

Де-факто  
стимулиру-  
ющая



Таджикистан

Сдержанная



Денежно-кредитные условия преимущественно оставались жесткими, несмотря на снижение ставки

Изменение ключевых ставок в 2026 году



Россия

↓  
-1,75 п. п.



Казахстан

↓  
-1,00 п. п.



Армения

без  
изменений



Беларусь

↓  
-0,50 п. п.



Кыргызстан

↑  
+1,00 п. п.



Таджикистан

↓  
-0,50 п. п.



### РИСКИ

#### ПОВЫШАТЕЛЬНЫЕ РИСКИ ДЛЯ РОСТА ВВП

- Более активное стимулирование экономики в Беларуси, Казахстане, Кыргызстане.
- Более позитивная внешнеэкономическая конъюнктура (цены на сырьевые товары, спрос со стороны торговых партнеров).

#### НЕГАТИВНЫЕ РИСКИ (ПРЕЖДЕ ВСЕГО ИНФЛЯЦИОННЫЕ)

- Казахстан:** неопределенность с окончанием моратория на рост тарифов ЖКУ и цен на ГСМ.
- Кыргызстан:** перегрев внутреннего спроса, рост цен на топливо и продовольствие.
- Таджикистан:** возможные перебои с поставками ГСМ и рост цен на пшеницу.
- Армения:** внешнеторговые риски.

# Краткие выводы

**В I квартале 2026 года в большинстве стран региона зафиксировано существенное замедление экономической активности, что повлияло на корректировку нашего прогноза за 2026 год.**

Произошедшее снижение темпов роста было вызвано преимущественно разовыми непрогнозируемыми факторами. Так, в Российской Федерации падение строительной активности произошло вследствие более снежной и холодной зимы; в Казахстане — временно снизилась добыча нефти из-за технологической аварии на Тенгизе; в Армении произошел спад в финансовом секторе. Исключением являлась Беларусь, где слабое начало года в большей степени связано с неблагоприятной внешней конъюнктурой. В Кыргызстане и Таджикистане рост экономической активности оставался высоким. Во II квартале в связи с этим мы ожидаем отскок, размер которого, вероятно, по историческим меркам будет достаточно высоким. Мы уже видим его реализацию в оперативных данных по Беларуси и Казахстану. Тем не менее по итогам 2026 года наши оценки немного скорректированы вниз. Ожидаем, что прирост ВВП сложится ниже уровня 2025 года: в России — 0,6%, Казахстане — 5,0%, Армении — 5,5%, Беларуси — 1,3%, Кыргызстане — 8,5%, Таджикистане — 7,1%.

**Инвестиционная активность сохраняется на высоком уровне в большинстве государств региона, при этом в ряде стран наблюдается замедление потребительской активности.** Лидером является Кыргызстан, где прирост инвестиций в основной капитал по итогам 4 месяцев достиг 69,7% г/г. Падение инвестиций происходит только в России под давлением высоких реальных ставок и повышенной неопределенности. В целом по году ожидаем

более умеренного роста потребительской активности в России, Казахстане и Армении. В остальных странах розничный товарооборот растет сопоставимыми высокими темпами или даже ускоряется на фоне роста доходов, кредитования и притока денежных переводов. Такая динамика указывает на сохранение значимого вклада внутреннего спроса в экономический рост.

Положительный вклад внешнего спроса заметен в Армении, где экспорт без учета реэкспорта в январе — марте вырос примерно на 29%. В Казахстане и Таджикистане наблюдается рост стоимостного объема экспорта на фоне благоприятной ценовой конъюнктуры. В то время как в Беларуси внешний спрос выступает ограничителем на фоне слабой экономической активности в России. В Кыргызстане низкая динамика экспорта связана прежде всего с падением экспорта золота в 6 раз г/г.

**В начале 2026 года инфляционное давление в ряде стран начало ослабевать, однако в некоторых, напротив, существенно усилилось, особенно в странах — импортерах продовольствия и энергоресурсов.** В России инфляция оставалась повышенной в начале года во многом из-за разового эффекта увеличения НДС, однако по итогам апреля — мая намечилось замедление до 5,3% г/г. По нашим оценкам, инфляция в России к концу 2026 года составит 6,0%. В Казахстане она замедляется — с 12,3% в конце прошлого года до 10,4% в мае — однако сохраняется неопределенность дальнейшей динамики из-за окончания моратория повышения регулируемых цен. Наш прогноз улучшен, но по-прежнему высок — 9,8% на конец года. В Беларуси сложился устойчивый тренд на дезинфляцию: годовая инфляция

снизилась с 6,8% до 4,8% в мае, чему способствовали благоприятный внешний ценовой фон, замедление инфляции в России и укрепление белорусского рубля. При этом инфляционное давление усилилось в Армении, Кыргызстане и Таджикистане. В Армении — под влиянием внешних факторов предложения, однако признаки расширения внутреннего спроса также сохранялись. В Кыргызстане — в связи с повышением импортных цен на энергоносители (дизельное топливо с начала года выросло на 12,9%) и продовольствие при сохранении повышенного внутреннего спроса. В Таджикистане — на фоне роста мировых цен на нефть (цены на горюче-смазочные материалы выросли на 18% с начала года) и на пшеницу. В результате наши оценки по росту инфляции на конец 2026 года пересмотрены вверх: в Кыргызстане — до 9,5%, в Таджикистане — до 6,3%.

В ответ на текущие инфляционные процессы снижение ключевой ставки произошло в России, Казахстане и Беларуси, однако денежно-кредитная политика и сигналы ЦБР и НБРК остаются жесткими. Без изменений осталась ставка рефинансирования в Армении, несмотря на усиление инфляционного давления. НБРК не повышал ставку с февраля. В Таджикистане в конце апреля ставка оставлена без изменений при сохранении инфляции в пределах целевого интервала ( $5 \pm 2\%$ ).

**Валютные рынки по-прежнему относительно стабильны.** Национальные валюты стран региона укреплялись к доллару США вслед за российским рублем (+7,4% в мае по сравнению с декабрем), исключение — Кыргызстан и Таджикистан, где номинальный курс к доллару оставался стабильным. Это, в свою очередь, сопровождалось ослаблением к российскому рублю, что в ряде стран стало дополнительным каналом инфляционного давления.

**Фискальная политика в регионе также носит разнонаправленный характер.** Стимулирующий вектор был ярко выражен в России, где опережающее финансирование расходов (рост на 17% г/г в I квартале и ускоренное исполнение годового плана) на фоне резкого падения нефтегазовых доходов (–45,4% г/г) привело к рекордному дефициту бюджета — 4,6 трлн рублей за квартал. В Кыргызстане бюджет формально сложился с профицитом (18% ВВП) за счет разового перечисления прибыли НБКР. При этом сохранилась практика формирования значительных расходов «под чертой» за счет докапитализаций госкомпаний, что, по оценке ЕФСР, привело к формированию дефицита. В Казахстане формальное улучшение бюджетной позиции — нефтяной дефицит сузился до 4,1% ВВП (4,8% ВВП годом ранее) — сопровождалось существенным наращиванием квазифискальных инвестиций. Сдержанный характер фискальная политика носила в Армении, где бюджет исполнен с профицитом 2,3% ВВП благодаря недоисполнению расходов и высоким налоговым сборам; а также в Таджикистане, где фискальная позиция укрепилась за счет уверенного роста налогов (налог на прибыль, НДС) и грантов при умеренном повышении первичных расходов.

**В целом по региону баланс рисков остается смешанным.** В части роста ВВП преобладают повышательные риски — в Беларуси, Казахстане, Кыргызстане активность может ускориться за счет более активного стимулирования экономики либо в случае формирования более позитивной внешнеэкономической динамики. Инфляционные риски остаются ключевым негативным фактором для большинства стран: в Казахстане — из-за неопределенности с окончанием моратория на рост тарифов ЖКУ и цены на ГСМ, в Кыргызстане — под влиянием внутреннего спроса и импортных цен на топливо и продовольствие, в Таджикистане — из-за возможных перебоев с поставками ГСМ и роста цен на пшеницу.

|                                                                                                                   | Факт | Оценка | Прогноз |      | Отклонение от предыдущего прогноза |      |      |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--------|---------|------|------------------------------------|------|------|
|                                                                                                                   | 2025 | 2026   | 2027    | 2028 | 2026                               | 2027 | 2028 |
|  <b>Российская Федерация</b>     |      |        |         |      |                                    |      |      |
| Прирост ВВП, %                                                                                                    | 1,0  | 0,6    | 1,6     | 1,8  | -0,6                               | 0,1  | 0,1  |
| Инфляция (IV квартал года), %                                                                                     | 5,6  | 6,0    | 4,2     | 3,9  | 0,6                                | 0,1  | -0,1 |
| Среднегодовой курс к USD                                                                                          | 83,4 | 79,2   | 90,2    | 91,6 | -7,6                               | -4,4 | -3,3 |
| Ключевая ставка Банка России (среднегодовая), %                                                                   | 19,2 | 14,5   | 8,8     | 7,5  | 0,1                                | -0,6 | 0    |
|  <b>Республика Казахстан</b>     |      |        |         |      |                                    |      |      |
| Прирост ВВП, %                                                                                                    | 6,5  | 5,0    | 4,6     | 4,2  | -0,2                               | 0,3  | 0    |
| Инфляция (IV квартал года), %                                                                                     | 12,3 | 9,8    | 8,1     | 7,0  | -0,3                               | -0,8 | -0,8 |
| Среднегодовой курс к USD                                                                                          | 522  | 497    | 536     | 569  | -34                                | -28  | -12  |
| Базовая ставка (среднегодовая), %                                                                                 | 15,8 | 16,8   | 14,2    | 11,5 | -0,2                               | 0    | 0    |
|  <b>Республика Армения</b>      |      |        |         |      |                                    |      |      |
| Прирост ВВП, %                                                                                                    | 7,1  | 5,5    | 5,1     | 5,0  | -0,2                               | 0,1  | 0    |
| Инфляция на конец года, %                                                                                         | 3,3  | 3,9    | 3,0     | 3,0  | -0,1                               | 0    | 0    |
| Среднегодовой курс к USD                                                                                          | 387  | 376    | 385     | 389  | -7                                 | -11  | -12  |
| Базовая ставка, %                                                                                                 | 6,5  | 6,5    | 6,5     | 6,5  | -0,3                               | -0,3 | 0    |
| Сальдо бюджета, %                                                                                                 | -3,7 | -4,1   | -3,4    | -2,8 | 0,1                                | 0    | 0    |
|  <b>Республика Беларусь</b>    |      |        |         |      |                                    |      |      |
| Прирост ВВП, %                                                                                                    | 1,3  | 1,3    | 0,8     | 1,2  | 0,9                                | 0    | -0,4 |
| Инфляция на конец года, %                                                                                         | 6,8  | 4,8    | 5,5     | 5,0  | -1,3                               | -0,4 | 0    |
| Среднегодовой курс к USD                                                                                          | 3,1  | 2,9    | 3,3     | 3,5  | 0                                  | -0,2 | 0    |
| Базовая ставка, %                                                                                                 | 9,8  | 9,0    | 9,0     | 9,0  | -1                                 | -1   | 0    |
| Сальдо бюджета, %                                                                                                 | 0,1  | -0,5   | -0,3    | -0,1 | 0                                  | 0    | 0    |
|  <b>Кыргызская Республика</b>  |      |        |         |      |                                    |      |      |
| Прирост ВВП, %                                                                                                    | 11,1 | 8,5    | 6,7     | 6,3  | 0,2                                | 0    | 0    |
| Инфляция на конец года, %                                                                                         | 9,4  | 9,5    | 7,0     | 6,5  | 2,9                                | 0,7  | 0,7  |
| Среднегодовой курс к USD                                                                                          | 87,4 | 88,2   | 89,7    | 91,3 | 0                                  | 0    | 0    |
| Базовая ставка, %                                                                                                 | 11,0 | 15,0   | 15,0    | 15,0 | 0                                  | 0    | 0    |
| Сальдо бюджета*, %                                                                                                | -1,5 | -3,2   | -2,9    | -2,3 | 0,1                                | 0    | 0,1  |
|  <b>Республика Таджикистан</b> |      |        |         |      |                                    |      |      |
| Прирост ВВП, %                                                                                                    | 8,4  | 7,1    | 6,7     | 6,0  | 0                                  | 0    | 0    |
| Инфляция на конец года, %                                                                                         | 3,5  | 6,3    | 5,0     | 5,0  | 1,4                                | 0,5  | 0,5  |
| Среднегодовой курс к USD                                                                                          | 10,0 | 9,4    | 9,6     | 9,8  | -0,8                               | -1,2 | -1,5 |
| Базовая ставка, %                                                                                                 | 7,5  | 8,0    | 8,0     | 8,0  | 0                                  | 0    | 0    |
| Сальдо бюджета, %                                                                                                 | -0,2 | -1,1   | -1,9    | -1,3 | 0,3                                | 0,2  | 0,2  |

Примечание: \* — по оценке ЕФСР.

## ВНЕШНИЙ СЕКТОР

В весеннем прогнозе мы рассматривали два сценария — базовый и стрессовый. Реализация стрессового сценария предполагала затягивание иранского конфликта и формирование негативных последствий для мировой экономики на протяжении всего 2026 года. В текущем прогнозном раунде — в контексте подписания меморандума о прекращении военных действий — мы оцениваем один сценарий в качестве базового, который исходит из сложившихся тенденций. В его рамках траектория цен на ряд сырьевых товаров существенно изменилась, как и макроэкономические параметры в крупнейших экономиках.

В целом прогноз внешнего сектора отражает сочетание замедления роста развитых экономик, сохранения инфляционного давления и волатильности сырьевых рынков.

На сырьевых рынках в среднем в 2026 году ожидается рост цен после снижения в 2025 году. Средняя цена нефти Urals повышена до 70,7 долларов за баррель (с 50 долларов за баррель в весеннем базовом сценарии) на фоне роста мировых цен на нефть из-за ограничения предложения. Также в сторону повышения скорректированы цены на металлы — индекс цен на металлы достигнет 146,6 пункта, а стоимость меди — 13 тыс. долларов за тонну. Золото сохранит статус защитного актива: средняя цена может превысить 4 700 долларов за тройскую унцию в условиях высокой глобальной неопределенности. Индекс цен на продовольствие вырастет после снижения 2025 года более чем на 10 п. п. ([Таблица 1](#)).

В США экономика сохраняет устойчивость: рост ВВП в I квартале 2026 года ускорился до 2,6% г/г, однако структура спроса остается неоднородной. Потребление поддерживается группами населения с высоким уровнем доходов, при этом растет долговая нагрузка домохозяйств и ухудшается качество новых рабочих мест. Оценка роста на 2026 год скорректирована вниз с 2,4 до 2,1%. Вследствие роста цен на энергоносители инфляция на конец года повышена с 2,5 до 3,1%, при этом ФРС будет вынуждена сохранять осторожный подход к смягчению политики: средняя ставка ожидается на уровне 3,6% в 2026 году.

Таблица 1. Прогноз цен на основные сырьевые товары

|                                        | 2025<br>Факт | 2026<br>Оценка | 2027<br>Прогноз | 2028<br>Прогноз |
|----------------------------------------|--------------|----------------|-----------------|-----------------|
| Золото, долл./унц.                     | 3 442        | 4 745          | 4 822           | 4 685           |
| Индекс цен на металлы                  | 112,2        | 146,6          | 144,1           | 144,6           |
| Индекс цен на продовольствие           | 109,2        | 119,4          | 123,1           | 122,8           |
| Цены на нефть марки Urals, долл./барр. | 55,6         | 70,7           | 62,9            | 61,4            |
| Медь, долл./т                          | 9 947        | 13 000         | 12 800          | 12 850          |

Источник: МВФ, Bloomberg, расчеты авторов.

Таблица 2. Основные макроэкономические показатели США, еврозоны, Китая

|                                    | 2025<br>Факт | 2026<br>Оценка | 2027<br>Прогноз | 2028<br>Прогноз |
|------------------------------------|--------------|----------------|-----------------|-----------------|
| <b>США</b>                         |              |                |                 |                 |
| Прирост реального ВВП, %           | 2,1          | 2,1            | 2,0             | 2,0             |
| Инфляция на конец периода          | 2,8          | 3,1            | 2,4             | 2,1             |
| Ставка ФРС (на конец периода), %   | 4,25–4,5     | 3,5–3,75       | 3,0–3,25        | 3,0–3,25        |
| <b>Еврозона</b>                    |              |                |                 |                 |
| Прирост реального ВВП, %           | 1,5          | 0,8            | 1,2             | 1,3             |
| Инфляция на конец периода          | 2,1          | 3,0            | 2,0             | 2,1             |
| Ставка EONIA (на конец периода), % | 2,1          | 2,2            | 2,2             | 2,2             |
| Курс евро/доллар                   | 1,13         | 1,17           | 1,18            | 1,19            |
| <b>Китай</b>                       |              |                |                 |                 |
| Прирост реального ВВП, %           | 5,0          | 4,7            | 4,4             | 4,3             |
| Инфляция на конец периода          | 0,4          | 0,9            | 1,4             | 1,7             |
| Курс юань/доллар                   | 7,2          | 6,9            | 6,8             | 6,8             |

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

Экономика еврозоны балансирует на грани стагнации. Рост ВВП в I квартале замедлился до 0,8% г/г, а ускорение инфляции выше 3,0% весной 2026 года усилило давление на ЕЦБ. Оценка роста экономики в 2026 году понижена с 1,2 до 0,8% при корректировке

инфляции на конец года с 1,9 до 3,0%. Ожидается ужесточение финансовых условий и минимум одно повышение ставки на 25 б. п. При этом курс евро продолжит умеренное укрепление к доллару, в среднем до 1,17 USD/EUR в 2026 году.

Китай сохраняет более высокие темпы роста по сравнению с развитыми странами: ВВП в I квартале 2026 года вырос на 5% г/г. Оценка прироста ВВП сохранена без изменений на уровне 4,7%. Экономiku поддерживают инвестиции в высокотехнологичные отрасли и зеленую

экономику, а также устойчивый экспорт. Инфляция остается низкой — около 0,9%, что позволяет сохранять стимулирующий характер денежно-кредитной политики. Юань при этом демонстрирует умеренное укрепление — до 6,9 CNY/USD в среднем за 2026 год ([Таблица 2](#)).



**Российская экономика в начале 2026 года продолжила переход от перегретого роста 2023–2024 годов к более умеренной и неоднородной динамике.**

Росстат в I квартале 2026 года зафиксировал снижение ВВП на 0,2% г/г (–2,8% кв/кв SAAR, по нашим оценкам). В целом экономическая динамика начала года отражала сочетание временных и более устойчивых факторов. С одной стороны, на показатели I квартала 2026 года существенно повлияли календарный эффект — в отчетном периоде было на три рабочих дня меньше, чем годом ранее, а также погодные аномалии, что особенно заметно сказалось на строительстве. С другой стороны, апрельские данные указывают на наличие более устойчивых признаков охлаждения: с исключением сезонного фактора ВВП снизился на 0,5% м/м SA, а по итогам января — апреля рост экономики, по оценкам Минэкономразвития, составил лишь 0,2% г/г.

**Валовая добавленная стоимость промышленности в I квартале 2026 года снизилась на 0,3% г/г после роста на 2,0% г/г в IV квартале 2025 года.**

Основной вклад в снижение внесли обрабатывающие производства, которые сократились на 1,5% г/г после роста на 4,3% г/г в предыдущем квартале. Основной положительный вклад дало обеспечение электроэнергией (рост на 3,4% г/г после снижения на 0,9% г/г в IV квартале 2025 года). Поддержала промышленность и добыча полезных ископаемых, увеличившись в I квартале 2026 года на 0,4% г/г после снижения на 0,5% г/г кварталом ранее (Рисунок 1).

**Состояние рынка труда остается напряженным, несмотря на снижение спроса компаний на рабочую силу с конца прошлого года.** Безработица в I квартале 2026 года сохраняется на уровне исторического минимума 2,2%, что свидетельствует о сохранении напряженности на рынке труда. Дефицит кадров поддерживает рост зарплат. При этом снижение доходов от предпринимательской деятельности и процентных доходов по депозитам приводит к замедлению роста реальных денежных доходов до 2,6% г/г с 6,0% г/г кварталом ранее.

**Инфляционное давление в I квартале 2026 года оставалось повышенным в том числе из-за разового эффекта повышения НДС.** По итогам I квартала 2026 года инфляция достигла 5,9% г/г. Наибольший



РОССИЯ



рост наблюдался в секторе услуг — 10% г/г, цены на непродовольственные товары выросли на 3,6% г/г, на продовольственные — на 5,0% г/г ([Рисунок 2](#)). По итогам апреля — мая темпы инфляции замедлились до 5,3 г/г за счет продовольственных товаров, рост цен на которые замедлился до 2,9% г/г. При этом ускорился рост цен в секторе услуг — 10,1% г/г и на непродовольственные товары — 4,2% г/г. Инфляционная динамика сопровождалась снижением инфляционных ожиданий, которые составили 12,4% в июне против 13,0% в мае<sup>1</sup>. **Это стало минимумом за 2 года, ценовые ожидания предприятий также снижаются пятый месяц подряд.** Компании связывают данную ситуацию с некоторым охлаждением спроса, что сдерживает их планы по повышению отпускных цен в ближайшие месяцы.

**Банк России на заседании 19 июня принял решение о снижении ключевой ставки на 25 б. п., до 14,25% годовых, сохранив осторожный сигнал относительно дальнейшего смягчения.** Регулятор отметил, что текущий рост цен замедлился, однако устойчивая инфляция остается в диапазоне 4–5% в пересчете на год, инфляционные ожидания — повышенными, а бюджетная политика на трехлетнем горизонте — более стимулирующей, чем предполагалось. Это ограничивает пространство для быстрого снижения ставки и означает сохранение жестких денежно-кредитных условий.

**Федеральный бюджет в начале 2026 года оставался важным источником поддержки внутреннего спроса.** В I квартале дефицит был рекордным для данного периода, что отражало как снижение нефтегазовых доходов, так и опережающее финансирование расходов. В результате дефицит федерального бюджета за этот

период составил 4,6 трлн рублей. Доходная часть федерального бюджета в I квартале 2026 года сократилась до 8,3 трлн рублей, что на 8,2% меньше показателя прошлого года. В то же время структура доходов продолжила смещаться в сторону нефтегазовых поступлений: поступления от нефтегазового сектора снизились на 45,4% г/г, тогда как нефтегазовые доходы выросли на 7,1% г/г. Расходы за I квартал составили 12,9 трлн рублей, превысив прошлогодний показатель на 17,0%. Интенсивное расходование средств продолжилось в апреле — мае текущего года: совокупные траты за пять месяцев — 20,8 трлн рублей (47,2% годового плана). Накопленный дефицит увеличился до 6,2 трлн рублей, что двукратно превышает уровень аналогичного периода прошлого года, главным образом из-за опережающего финансирования бюджетных расходов ([Рисунок 3](#)).

**В I квартале 2026 года продолжилось сокращение профицита счета текущих операций: показатель снизился до 2,1% ВВП против 3,6% ВВП годом ранее.** Профицит внешней торговли сократился до 27,1 млрд долларов против 30,7 млрд долларов в I квартале 2025 года ([Рисунок 4](#)). Это связано с опережающим ростом импорта, по сравнению с экспортными поступлениями. Дефицит баланса услуг увеличился до 8,7 млрд долларов по сравнению с 7,6 млрд долларов годом ранее. В апреле тенденция ускоренного роста импорта по сравнению с экспортом сохранялась — по итогам первых четырех месяцев профицит текущего счета оставался на 4,3% г/г ниже, чем за аналогичный период прошлого года. Сокращение профицита текущего счета указывает на постепенное ослабление внешнего буфера экономики. При этом укрепление рубля поддерживает импорт и сдерживает инфляцию в краткосрочном периоде, но одновременно ухудшает ценовую конкурентоспособность нефтегазового экспорта и может усиливать давление на торговый баланс.

<sup>1</sup> Медианные значения прямых оценок годовой инфляции. Респондентам задают вопрос: «Как, по вашему мнению, в целом будут меняться цены в следующие 12 месяцев (год)?»

**Таблица 1. Прогноз основных макроэкономических показателей**

|                                                 | 2024<br>Факт | 2026<br>Оценка | 2027<br>Прогноз | 2028<br>Прогноз |
|-------------------------------------------------|--------------|----------------|-----------------|-----------------|
| Прирост реального ВВП, %                        | 1,0          | 0,6            | 1,6             | 1,8             |
| Инфляция (дек/дек пред. года), %                | 5,6          | 6,0            | 4,2             | 3,9             |
| Инфляция (среднегодовая), %                     | 8,7          | 6,0            | 4,2             | 4,0             |
| Курс доллар/рубль (среднегодовой)               | 83,0         | 79,2           | 90,2            | 91,6            |
| Ключевая ставка Банка России (среднегодовая), % | 19,2         | 14,5           | 8,8             | 7,5             |

Источник: национальные ведомства и расчеты ЕФСР.

Рост иностранных активов (исключая резервные) замедлился до 13,3 млрд долларов против 16,8 млрд долларов годом ранее. Внешние обязательства экономики увеличились на 5,1 млрд долларов.

**В I квартале 2026 года российская валюта показала незначительное ослабление:**

на 3,9% к концу квартала, до 81,3 рубля за доллар, при среднем значении 78,2 рубля за доллар. В апреле — мае тенденция к укреплению возобновилась, и курс достиг 71,0 рубля за доллар к концу мая. Такая динамика стала неожиданностью для участников рынка. Укрепление рубля в апреле — мае, вероятно, отражало сочетание факторов: рост валютной выручки экспортеров из-за роста цен на сырье на мировых рынках, снижение покупок валюты по бюджетному правилу и сохраняющуюся привлекательность рублевых активов при высокой ключевой ставке Банка России.

**Прогноз роста ВВП на 2026 год скорректирован с 1,2% до 0,6% с учетом слабой динамики I квартала и данных за январь — апрель.** Экономика постепенно замедляется после периода перегрева, что предполагает сокращение положительного разрыва выпуска в течение 2026 года. Потребительская активность,

вероятно, будет расти умеренно на фоне замедления темпов роста реальных располагаемых доходов; тогда как инвестиционный спрос останется под давлением высоких реальных ставок и повышенной неопределенности. Во внешнем секторе устойчивый импорт при постепенном ослаблении экспортных поступлений будет способствовать дальнейшему сокращению профицита торгового баланса и снижению вклада чистого экспорта в рост экономики. При этом фискальный импульс будет по-прежнему оказывать существенную поддержку внутреннему спросу и сглаживать эффект жестких денежно-кредитных условий.

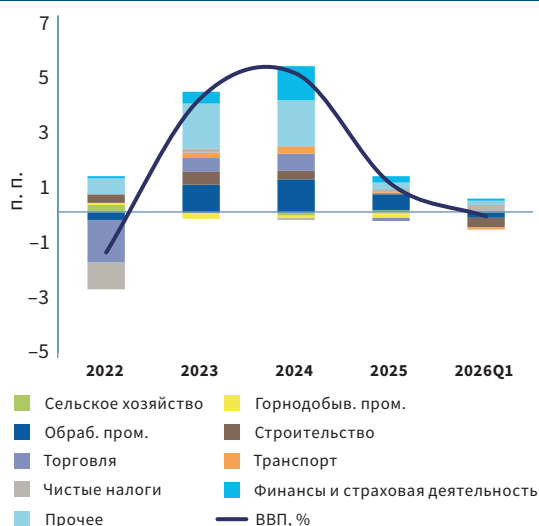
**По нашим оценкам, инфляция к концу 2026 года составит 6,0%.** Инфляционное давление может оказаться более устойчивым за счет роста цен на топливо. Возвращения инфляции к целевому уровню 4% мы ожидаем только в 2028 году. Кроме временных факторов, быстрому замедлению инфляции до целевого уровня препятствуют несколько устойчивых проинфляционных факторов: активное бюджетное стимулирование, запланированное повышение тарифов ЖКХ в 2026–2027 годах и ожидаемое ослабление курса рубля с текущих уровней. Банк России, по нашему прогнозу, будет более осторожно снижать

ключевую ставку до диапазона 13,5–14% годовых к концу 2026 года. В 2027 году при дальнейшем снижении инфляции и инфляционных ожиданий регулятор продолжит цикл смягчения и к концу 2027 года снизит ставку до 7,5–8,0%.

### Мы пересмотрели среднегодовой прогноз курса рубля на 2026 год

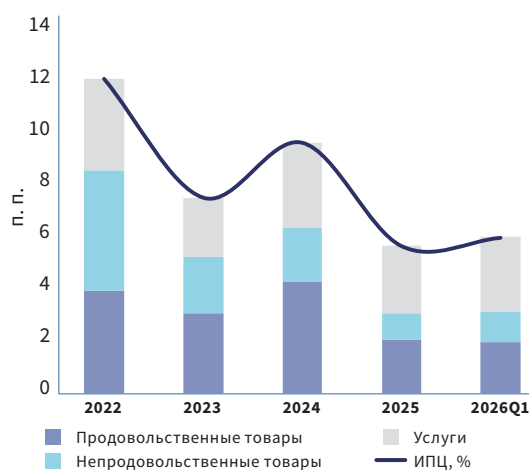
до **79,2 рубля за доллар**, учитывая его укрепление в апреле — мае. Однако к концу 2027 года ожидается ослабление курса до 91,4 рубля за доллар, что будет связано с сокращением сальдо СТО, прежде всего из-за опережающего роста импорта. В 2028 году давление на курс не ослабнет, курс останется в диапазоне 91–92 рубля за доллар.

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



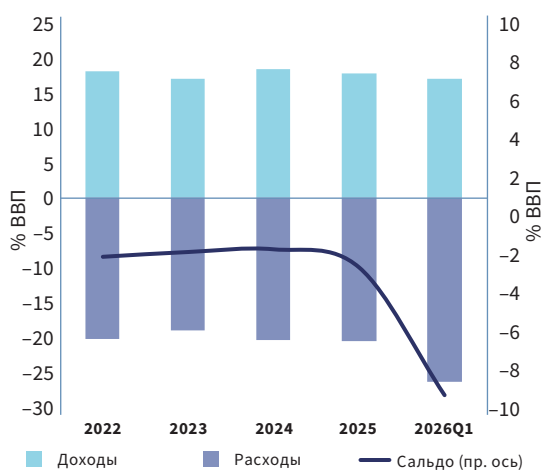
Источник: Росстат.

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



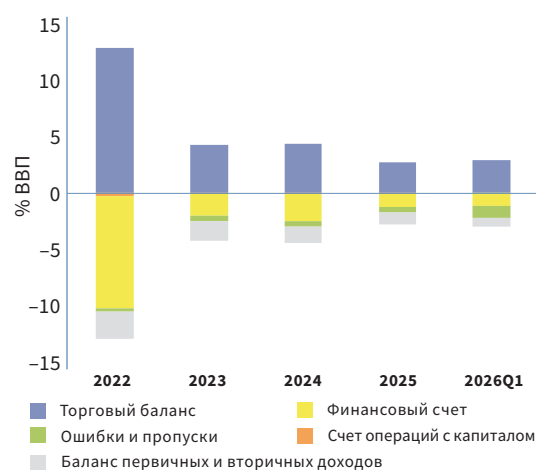
Источник: Росстат.

Рисунок 3. Государственный бюджет



Источник: Минфин России.

Рисунок 4. Платежный баланс



Источник: Банк России.

Прогноз экономического роста на 2026 год незначительно понижен вследствие приостановки добычи на месторождении Тенгиз в начале года. Этот фактор, однако, компенсирован высокой динамикой в несырьевых отраслях. Оценка на 2027 год, напротив, повышена относительно весеннего прогноза — за счет восстановления нефтедобычи и роста инвестиционной активности квазигосударственного сектора. Прогноз по инфляции улучшен на фоне более быстрого замедления цен. В сторону укрепления пересмотрен прогноз по курсу тенге с учетом фактической динамики в начале года. Параметры прогноза в части бюджета — без изменений.

В балансе рисков преобладают повышательные — более быстрый рост возможен при увеличении добычи нефти и ускорении инвестиций по квазибюджетным каналам. Сохраняются риски, связанные с неопределенностью траектории инфляции, прежде всего сроками и масштабом возобновления роста тарифов ЖКУ и цен на ГСМ после завершения моратория.

**Экономический рост в I квартале существенно замедлился из-за динамики нефтедобычи.**

Прирост реального ВВП составил 3,0% г/г (против 5,6% г/г годом ранее) (Рисунок 1), а сезонно сглаженный в годовом выражении — (−0,3% SAAR). Это произошло на фоне спада в горнодобывающей промышленности на 11,4% г/г (рост на 6,2% г/г годом ранее) после аварийной остановки добычи на Тенгизе. Сырьевые отрасли смягчили эффект от сокращения добычи за счет сохранения высоких темпов роста (обрабатывающая промышленность +8,5% г/г, строительство +14,8% г/г, транспорт +12,8% г/г). Со II квартала добыча нефти и газового конденсата начала восстанавливаться (накопленный спад в нефтедобыче сократился до 13,8% г/г в январе — апреле с 32,1% г/г в январе). Исходя из этого, оценка прироста ВВП на 2026 год понижена лишь на 0,2 п. п., до 5,0%. На 2027 год оценка, напротив, повышена, до 4,6%, за счет роста нефтедобычи и ожидаемого увеличения объемов инвестиционной активности квазигосударственного сектора в связи с реализацией крупных инвестиционных проектов.

Драйвером роста остается внутренний спрос. Инвестиционная активность после небольшого



КАЗАХСТАН

снижения в начале года оперативно восстановилась: по итогам I квартала темп прироста достиг 6,4% г/г (6,3% г/г годом ранее). По сравнению с аналогичным периодом прошлого года увеличилась доля инвестиций, финансируемых за счет собственных средств предприятий, в то время как бюджетное финансирование сократилось на 46,3% г/г. Потребительский спрос в I квартале носил более сдержанный характер — рост оборота розничной торговли замедлился до 2,8% г/г (4,8% г/г годом ранее). Стоимостный объем экспорта увеличился на 3,6% г/г на фоне благоприятной ценовой конъюнктуры; однако до выхода данных СНС неизвестно, какой вклад внесла динамика физических объемов.

**Инфляция весной 2026 года замедляется быстрее ожиданий, что позволило улучшить прогноз.** Годовая инфляция снизилась с 12,3% на конец 2025 года до 11,1% в I квартале и 10,4% в мае за счет сокращения вклада услуг и продовольственных товаров (Рисунок 2). Снижению способствовали совместные меры Правительства и НБРК (мораторий на рост цен на ГСМ и тарифов ЖКУ, расширение перечня социально значимых продовольственных товаров), укрепление курса тенге в начале года. Дополнительным фактором выступает и ужесточение макропруденциального регулирования со стороны НБРК, вследствие чего рост кредитования населения замедлился в I квартале 2026 года до 18,3% г/г (против 22,0% г/г годом ранее). НБРК снизил базовую ставку на 1 п. п., до 17% годовых, сохранив жесткий сигнал и отметив неопределенность из-за окончания моратория на рост цен на ЖКУ и ГСМ. Прогноз инфляции на конец 2026 года улучшен до 9,8% (против 10,1% ранее).

**На фоне роста расходов и сокращения трансфертов из Нацфонда дефицит бюджета увеличился, но нефтегазовый дефицит сократился.** В I квартале 2026 года доходы бюджета выросли на 4,0% г/г (против

16,2% г/г годом ранее) при опережающем росте налоговых поступлений на 19,9% г/г (18,6% г/г годом ранее). Из-за особенностей начисления и уплаты поступления по НДС в I квартале 2026 года выросли на 48,6% г/г (против 13,2% г/г годом ранее), отражая повышенный спрос в конце прошлого года в преддверии налоговой реформы. В рамках фискальной консолидации значительно сократились трансферты из Нацфонда в бюджет — на 44,8% г/г, с 1,45 трлн до 0,8 трлн тенге (годом ранее без изменений) (Рисунок 3). Расходы при этом выросли на 13,3% г/г (9,5% годом ранее) из-за роста расходов по обслуживанию госдолга, на соцсферу и оборону. Бюджет сложился с дефицитом 1,1% ВВП (против профицита 0,3% ВВП годом ранее), но в то же время нефтегазовый дефицит сузился до 4,1% ВВП (4,8% ВВП годом ранее). При этом квазифискальное финансирование инвестиционной деятельности продолжало расти высокими темпами. Капитальные затраты ФНБ «Самрук-Қазына» в I квартале выросли на 57,0% г/г — до 714,3 млрд тенге<sup>1</sup> — при годовом плане 5,3 трлн тенге (2,7 трлн в 2025 году)<sup>2</sup>. Поддержка экономики АО «НИХ «Байтерек» за первые 5 месяцев 2026 года составила порядка 3 трлн тенге из годового плана в 8 трлн тенге<sup>3</sup>.

**Внешний сектор сохраняет устойчивость за счет накопленных резервов и крепкого курса тенге.** Дефицит СТО в I квартале

<sup>1</sup> АО «ФНБ «Самрук-Қазына». Промежуточная сокращенная консолидированная финансовая отчетность (неаудированная) по состоянию на 31 марта 2026 г. и за три месяца, закончившихся на эту дату. Примечание 29 «Сегментная отчетность» (капитальные затраты по сегментам).

<sup>2</sup> «Самрук-Қазына»: запланированные инвестиционные затраты на 2026 г. — 5,3 трлн тенге (в 2025 г. — 2,7 трлн). Заявление председателя правления Н. Жакупова. Пресс-служба Правительства Республики Казахстан.

<sup>3</sup> С заседания совета директоров холдинга «Байтерек». Официальный информационный ресурс Премьер-министра Республики Казахстан, primeminister.kz, 03.06.2026.

2026 года расширился до 2,6% ВВП (с 1,7% годом ранее) из-за сокращения профицита торгового баланса. На фоне высокого роста инвестиций импорт увеличился на 9,0% г/г (2,7% г/г годом ранее), в то время как экспорт вырос только на 3,6% г/г (-2,6% г/г годом ранее) (Рисунок 4). Это нивелировало улучшение баланса по первичным и вторичным доходам. По финансовому счету увеличился чистый отток капитала до 1,4 млрд долларов (2,1% ВВП) против 0,8 млрд долларов (1,4% ВВП) годом ранее преимущественно за счет более сильного оттока по прямым и краткосрочным инвестициям. Суммарный объем ВМР и внешних

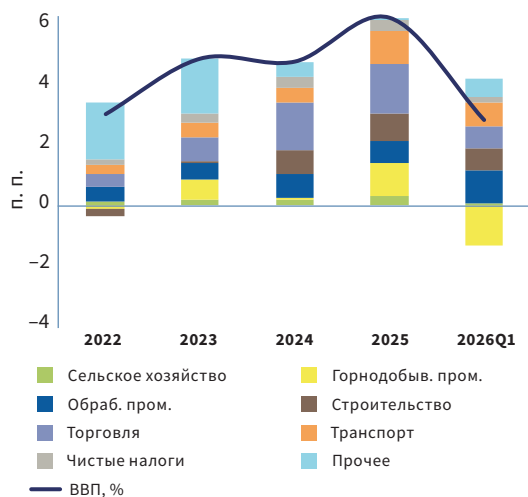
активов Нацфонда вырос до 26,2 месяца импорта на конец I квартала против 23,4 месяца на начало года.

Реальный эффективный курс без учета торговли нефтью укрепился на 7,3% после ослабления на 2,1% годом ранее. Поддержку курсу оказали жесткая ДКП, рост сырьевых цен и продажи валюты на внутреннем рынке со стороны НБРК и квазигосударственного сектора. С учетом более крепкого фактического курса в I квартале прогноз на 2026 год пересмотрен в сторону укрепления — до 497 против 531 тенге за доллар.

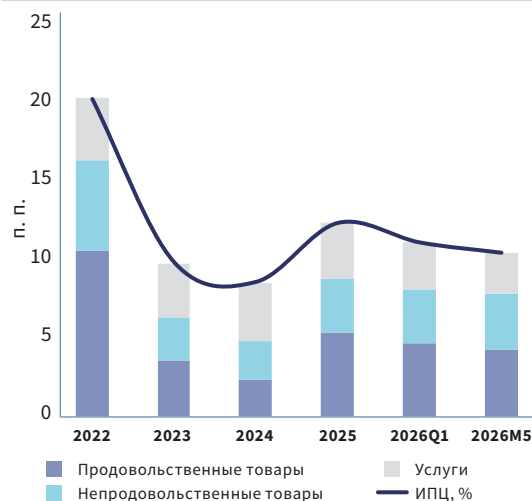
**Таблица 1. Прогноз основных макроэкономических показателей**

|                                   | 2025<br>Факт | 2026<br>Оценка | 2027<br>Прогноз | 2028<br>Прогноз |
|-----------------------------------|--------------|----------------|-----------------|-----------------|
| Прирост реального ВВП, %          | 6,5          | 5,0            | 4,6             | 4,2             |
| Инфляция (дек/дек пред. года), %  | 12,3         | 9,8            | 8,1             | 7,0             |
| Инфляция (среднегодовая), %       | 11,4         | 10,6           | 8,8             | 7,3             |
| Курс доллар/тенге (среднегодовой) | 521,6        | 496,8          | 536,2           | 568,5           |
| Базовая ставка (среднегодовая), % | 15,8         | 16,8           | 14,2            | 11,5            |

Источник: национальные ведомства и расчеты ЕФСР.

**Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству**

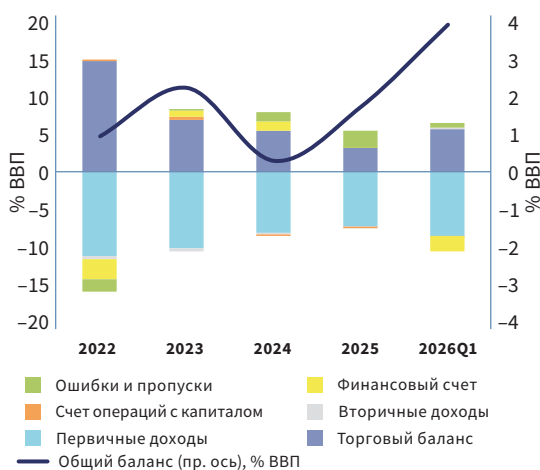
Источник: расчеты на основе данных БНС АСПИР РК.

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

Источник: расчеты на основе данных БНС АСПИР РК.

**Рисунок 3. Государственный бюджет**

Источник: Министерство финансов Республики Казахстан.

**Рисунок 4. Платежный баланс**

Источник: НБРК.

**В I квартале 2026 года экономика Армении замедлилась преимущественно из-за спада в финансовом секторе (оценивается как разовое влияние).** По итогам I квартала рост ВВП замедлился до 4,0% г/г против 9,3% г/г в IV квартале 2025 года. Ключевым фактором замедления роста стало сокращение финансового сектора (с +13,2% г/г в IV квартале 2025 года до -13,0% г/г), по нашим оценкам, оно в основном отражало влияние разовых и статистических факторов. Без учета этой категории экономическая активность сохраняла более устойчивую траекторию. Рост кредитования и приток денежных переводов продолжили поддерживать потребительскую и инвестиционную активность. Это проявлялось в расширении импорта и розничной торговли. Одновременно наблюдалось расширение внешнего спроса за счет увеличения туристических потоков в Армению (17,2% г/г против 8,7% г/г в IV квартале 2025 года). В отраслевом разрезе, на фоне спада в финансовом секторе<sup>1</sup>, основной вклад в прирост ВВП обеспечили строительство, сфера услуг и горнодобывающая промышленность, возобновившая рост после продолжительного периода снижения (Рисунок 1).

**Инфляционное давление в начале 2026 года усилилось преимущественно под влиянием внешних факторов предложения, однако признаки расширения внутреннего спроса также сохранялись.** В марте 2026 года инфляция ускорилась до 4,5% г/г после 3,3% в декабре 2025 года, а базовая инфляция — до 4,7% после 4,3%. Основным драйвером роста цен стали продовольственные товары (Рисунок 2), в том числе из-за транслировавшегося внешнего шока. Вместе с тем повышение базовой инфляции указывает на то, что ценовое давление не ограничивалось только волатильными компонентами потребительской корзины. В мае, на фоне замедления роста цен на продовольственные товары, инфляция снизилась до 4,3% после 5,3% в апреле. Центральный банк Армении в течение первого полугодия 2026 года сохранял ставку ДКП

<sup>1</sup> По нашим оценкам, более низкие темпы роста ВВП в I квартале, обусловленные динамикой финансового сектора, отчасти отражают влияние разовых и статистических факторов. Ожидается, что их эффект будет исчерпан уже во II квартале 2026 года, это приведет к восстановлению темпов роста сектора.



АРМЕНИЯ

без изменений, балансируя между рисками ослабления внешнего спроса и сохранением внутреннего инфляционного давления<sup>2</sup>.

**Фактическое исполнение бюджета в I квартале 2026 года имело сдерживающий характер, несмотря на запланированную на этот год более стимулирующую бюджетную позицию.** Государственный бюджет был исполнен с профицитом в размере 2,8% ВВП против 1,0% в I квартале 2025 года (Рисунок 3). Формированию профицита способствовали более высокие, чем ожидалось, темпы роста налоговых поступлений, а также исполнение расходов ниже запланированного уровня. Основной вклад в недоисполнение внесли капитальные расходы, что соответствует тенденции последних лет и указывает на сохраняющиеся ограничения в части реализации инвестиционных проектов. В результате краткосрочные риски формирования избыточного фискального стимула несколько снизились, тем не менее не исключают наращивания расходов во второй половине года.

**Внешний сектор в I квартале 2026 года отражал одновременно восстановление экспорта и сохранение высокого импортного спроса.** После существенного снижения внешнеторговых потоков в 2025 году в отчетном периоде зафиксирована положительная динамика внешней торговли. Объемы экспорта и импорта увеличились на 4,5% г/г и 4,6% г/г соответственно. При этом отрицательное сальдо внешней торговли незначительно улучшилось, сократившись с 20% ВВП в I квартале 2025 года до 19% ВВП в I квартале 2026 года (Рисунок 4). Высокий уровень торгового дефицита в значительной степени связан с устойчивым внутренним спросом, поддерживающим импорт

потребительских и инвестиционных товаров. В то же время, по нашим оценкам, экспорт без учета реэкспорта в январе — марте вырос примерно на 29%, что указывает на сохранение положительной динамики традиционных экспортных отраслей экономики. Туристический поток в I квартале 2026 года увеличился на 17,2% г/г, главным образом за счет роста числа туристов из России; к маю рост ускорился до 19,3% г/г. Это указывает на сохранение устойчивого внешнего спроса на услуги и поддерживает поступления иностранной валюты по каналу туризма.

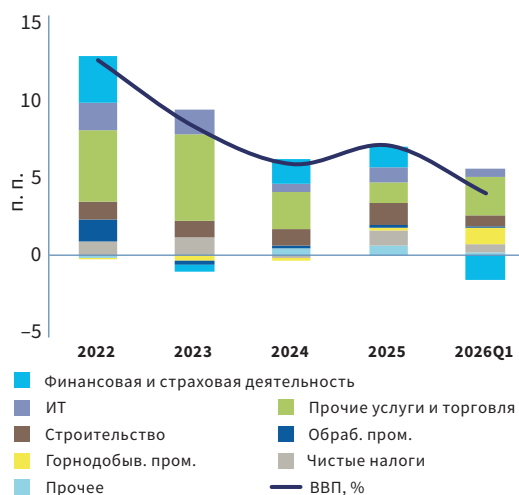
**Валовые международные резервы по итогам мая достигли 5,9 млрд долларов, увеличившись на 0,8 млрд долларов по сравнению с декабрем 2025 года.** Основным фактором роста стали операции ЦБ РА по покупке иностранной валюты в объеме около 1 млрд долларов.

**Прогноз роста экономики Армении на 2026 год был снижен на 0,2 п. п., до 5,5%, с учетом более слабой, чем ожидалось, динамики ВВП в I квартале и признаков охлаждения российской экономики.** Вместе с тем базовый сценарий по-прежнему предполагает сохранение достаточно высоких темпов экономического роста за счет сильного внутреннего спроса, поддерживаемого кредитованием и денежными переводами. С учетом данных за май прогноз инфляции на 2026 год пересмотрен на 0,1 п. п., до 3,9%.

**В 2027–2028 годах темпы экономического роста будут приближаться к потенциальному уровню (около 5%), т. е. экономика перейдет к более сбалансированной траектории роста.** Потребительский и инвестиционный спрос останутся ключевыми драйверами экономической активности, однако их вклад будет постепенно снижаться по мере замедления кредитной динамики. Денежно-кредитная политика будет направлена на возвращение инфляции к целевому уровню 3% ( $\pm 1,0$  п. п.). Фискальная политика

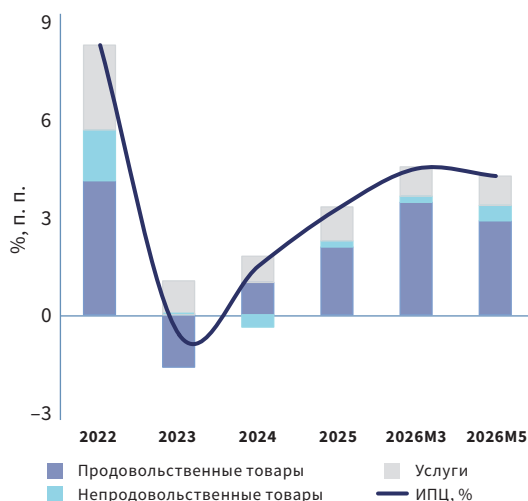
<sup>2</sup> На заседании Совета ЦБ РА, состоявшемся 16 июня 2026 года, было принято решение оставить ставку рефинансирования на уровне 6,5%. Доступно на: [https://old.cba.am/RU/News/Pages/news\\_16062026.aspx#sthash.ZwufRB1X.dpbs](https://old.cba.am/RU/News/Pages/news_16062026.aspx#sthash.ZwufRB1X.dpbs)

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



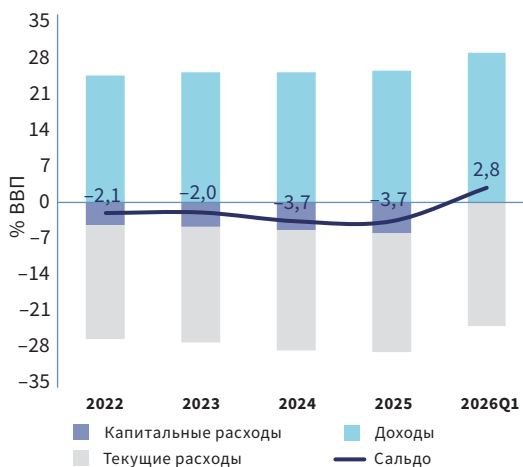
Источник: Армстат.

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



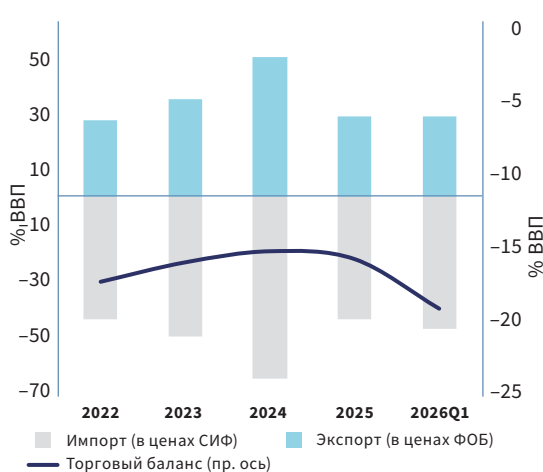
Источник: Армстат.

Рисунок 3. Государственный бюджет



Источник: Министерство финансов Республики Армения.

Рисунок 4. Торговый баланс



Источник: Армстат.

в 2026 году, вполне возможно, станет более стимулирующей по мере ускорения исполнения расходов с апреля 2026 года (однако начало года выглядит достаточно слабо). В 2027–2028 годах ожидается переход к постепенной бюджетной консолидации, включая снижение общего дефицита и формирование первичного профицита бюджета. Дефицит счета текущих операций, согласно

базовому сценарию, будет постепенно сокращаться с 6,4% ВВП в 2026 году до 5,4% ВВП в 2028 году. Поступательное снижение дефицита счета текущих операций будет зависеть от способности экономики расширять экспортный потенциал за пределами реэкспортных операций и повышать конкурентоспособность торгового сектора.

**Таблица 1. Прогноз основных макроэкономических показателей**

|                                                       | 2025<br>Факт | 2026<br>Оценка | 2027<br>Прогноз | 2028<br>Прогноз |
|-------------------------------------------------------|--------------|----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Национальные счета и цены (в %)</b>                |              |                |                 |                 |
| Номинальный ВВП                                       |              |                |                 |                 |
| млрд драмов                                           | 11 343       | 12 382         | 13 603          | 14 788          |
| млрд долларов                                         | 29,2         | 32,9           | 35,4            | 38,0            |
| Прирост реального ВВП                                 | 7,1          | 5,5            | 5,1             | 5,0             |
| ИПЦ (дек, г/г)                                        | 3,3          | 3,9            | 3,0             | 3,0             |
| <b>Деньги и кредит (на конец периода)</b>             |              |                |                 |                 |
| Широкие деньги, % изменения                           | 17,8         | 15,7           | 11,3            | 9,5             |
| <b>Государственные финансы (в % ВВП)</b>              |              |                |                 |                 |
| Доходы и гранты                                       | 25,5         | 25,6           | 25,6            | 25,7            |
| налоговые поступления                                 | 24,1         | 24,3           | 24,3            | 24,4            |
| Бюджетные расходы                                     | 29,2         | 29,8           | 29,0            | 28,3            |
| Текущие расходы                                       | 23,1         | 24,1           | 23,8            | 23,1            |
| Капитальные расходы                                   | 6,1          | 5,7            | 5,3             | 5,4             |
| Баланс бюджета<br>(«-» дефицит / «+» профицит)        | -3,7         | -4,1           | -3,4            | -2,8            |
| <b>Внешний сектор (в % ВВП)</b>                       |              |                |                 |                 |
| Счет текущих операций                                 | -7,2         | -6,4           | -6,1            | -5,4            |
| Прямые иностранные инвестиции                         | 1,2          | 1,5            | 1,6             | 1,7             |
| Валовые резервы, в месяцах импорта<br>товаров и услуг | 3,8          | 3,8            | 3,7             | 3,6             |

Источник: национальные ведомства и расчеты ЕФСР.

Ключевые изменения по сравнению с предыдущим прогнозом связаны с более быстрым восстановлением экономической активности после слабого начала года и более умеренной инфляционной динамикой на фоне благоприятного влияния внешних факторов. Политика властей, в первую очередь денежно-кредитная, смещалась в сторону более стимулирующей за счет снижения процентных ставок. При этом внешнеэкономическая ситуация по-прежнему сбалансированная.

Сохраняются риски, связанные с более стимулирующей политикой властей в условиях слабого внешнего спроса, а также усиливаются риски негативного влияния геополитической напряженности в регионе. Хотя в целом политика санкций может выступить как негативным фактором при их расширении, так и позитивным при ослаблении давления.

**Экономическая активность складывается лучше ожиданий после слабого начала года.** Несмотря на сокращение ВВП в I квартале 2026 года на 0,4% г/г (Рисунок 1), данные за весенние месяцы указывают на восстановление активности. Сезонно сглаженные темпы прироста реального ВВП в марте — мае 2026 года составили в среднем 1,2% м/м — по итогам II квартала прирост реального ВВП ожидается около 3% г/г. Ключевым фактором улучшения экономической динамики стало восстановление промышленности. Хотя за январь — май промышленное производство в целом сократилось на 1,4%, сезонно сглаженные объемы выпуска в марте — мае 2026 года увеличились в среднем на 1,8% м/м. Вероятно, это отражает не широкое улучшение внешней конъюнктуры, а восстановление спроса на продукцию отдельных подотраслей промышленности. В целом внешний спрос остается ограниченным на фоне слабой экономической активности в России — ключевом торговом партнере. Инвестиционная активность также восстанавливается быстрее ожиданий после заметного сокращения в начале 2026 года. За первые 5 месяцев 2026 года инвестиции выросли на 1,5% г/г после снижения на 7,1% за январь — февраль. Потребительская активность остается устойчивой: прирост реального розничного товарооборота за январь — май 2026 года составил 7,1% г/г. Такая динамика указывает на сохранение значимого вклада внутреннего спроса в экономический рост.



БЕЛАРУСЬ

С учетом более сильных данных за весенние месяцы прогноз роста ВВП на 2026 год повышен до 1,4% г/г (+1,0 п. п. к предыдущему прогнозу). В последующие годы темпы роста ожидаются около 1%. Пересмотр прогноза вверх означает, что положительный разрыв выпуска будет сохраняться дольше, чем предполагалось.

**Благоприятный внешний ценовой фон и снижение цен на плодоовощную группу товаров способствовали более умеренной инфляционной динамике.**

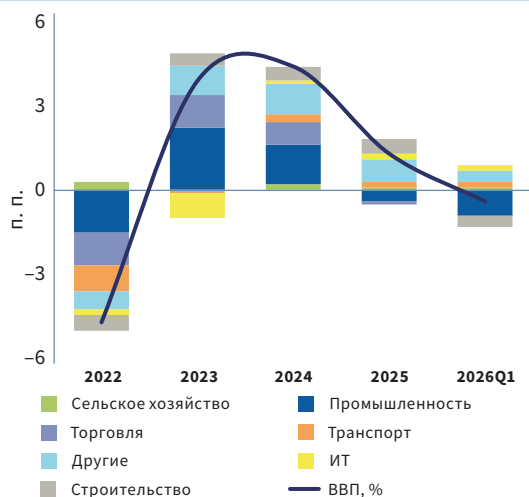
По итогам мая 2026 года инфляция замедлилась до 4,8% г/г после 6,8% г/г в декабре 2025 года (Рисунок 2). При этом базовая инфляция также замедлилась до 5,3% после 7,3% в декабре 2025 года. Ключевыми факторами дезинфляции стали замедление инфляции в России и укрепление белорусского рубля к доллару, что, в свою очередь, сдерживало импортируемую инфляцию. Сильнее, чем ожидалось, сокращались цены на плодоовощную продукцию: в мае они были ниже уровня прошлого года на 7,8% г/г после роста на 4,9% в 2025 году. С учетом более благоприятной текущей динамики оценка инфляции в 2026 году была скорректирована в сторону снижения. По итогам 2026 года инфляция ожидается на уровне 4,8%, это заметно ниже установленной цели на год — не более 7%. В последующие годы ожидается, что монетарные власти будут ориентироваться на поддержание инфляции около 5%, это соответствует среднесрочному целевому параметру.

**Замедление инфляции создало пространство для снижения процентных ставок, однако смягчение происходит на фоне восстановления активности и сохраняющегося сильного внутреннего спроса.** Монетарные власти перешли к снижению

процентных ставок в экономике. В частности, с начала июня 2026 года снижена ставка рефинансирования на 0,5 п. п., до 9,25%. Продолжают снижаться макропруденциальные нормативы РВСР. Если ранее меры были направлены на смягчение условий по инвестиционным кредитам при ужесточении потребительского, то с 2026 года сигнал на снижение процентных ставок идет по всем сегментам рынка. Так, средняя ставка по новым рыночным кредитам в мае 2026 года составила 11,0% годовых после 11,7% в IV квартале 2025 года. Бюджетные параметры сохраняются в рамках ожиданий. Дефицит бюджета в 2026 году по-прежнему ожидается в размере 0,5% ВВП с постепенным приближением к сбалансированному уровню в среднесрочной перспективе.

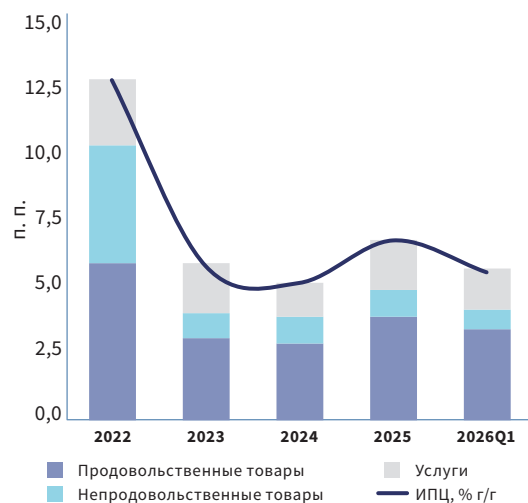
**Прогноз внешнего сектора без существенных изменений.** В I квартале 2026 года дефицит торговли товарами и услугами заметно сократился (с 3,5 до 0,9% ВВП) и практически приблизился к сбалансированному уровню (Рисунок 3). Ключевыми факторами такой динамики стали благоприятная ценовая конъюнктура и рост экспорта услуг, главным образом ИТ и транспортных. С учетом этой динамики ожидаемый дефицит СТО на 2026 год сохраняется вблизи 1% ВВП. В среднесрочной перспективе внешний баланс может приблизиться к сбалансированному состоянию при условии постепенной нормализации внутреннего спроса и сохранения устойчивого экспорта. Учитывая предстоящие платежи по погашению и обслуживанию долга, давление на резервы может усиливаться. Однако их объем по-прежнему находится на достаточно безопасном уровне — 3,8 месяца импорта по итогам I квартала (Рисунок 4) и в целом на прогнозном горизонте ожидается в диапазоне 3–3,5 месяца импорта.

**Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству**



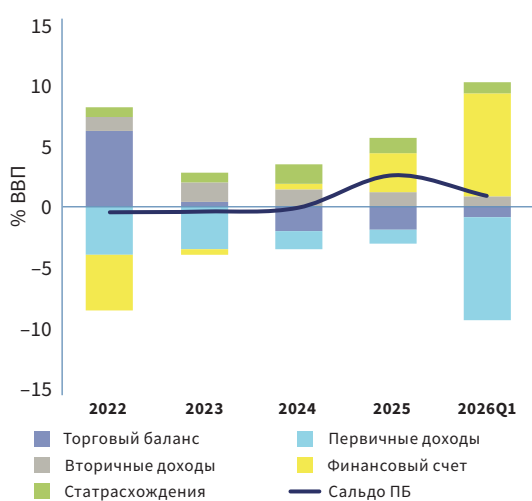
Источник: Белстат.

**Рисунок 2. Декомпозиция инфляции**



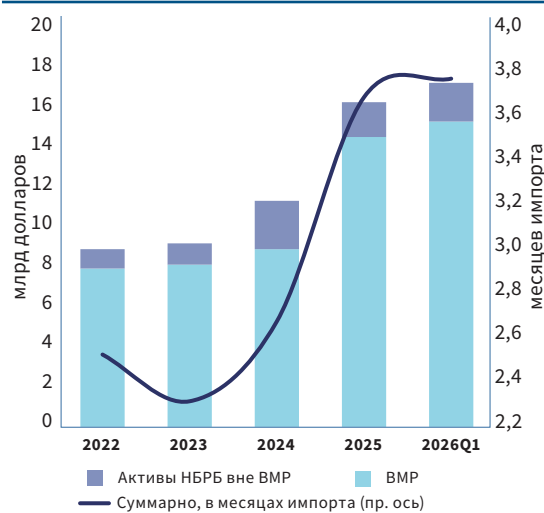
Источник: Белстат.

**Рисунок 3. Платежный баланс**



Источник: НБРБ, Белстат, расчеты ЕФСР.

**Рисунок 4. Динамика активов НБРБ в иностранной валюте**



Источник: НБРБ, расчеты ЕФСР.

**Таблица 1. Прогноз основных макроэкономических показателей**

|                                                            | 2025<br>Факт | 2026<br>Оценка | 2027<br>Прогноз | 2028<br>Прогноз |
|------------------------------------------------------------|--------------|----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Национальные счета и цены (в %)</b>                     |              |                |                 |                 |
| Номинальный ВВП, млрд бел. рублей                          | 286,6        | 325,9          | 358,3           | 386,6           |
| Прирост реального ВВП                                      | 1,3          | 1,3            | 0,8             | 1,2             |
| ИПЦ (дек, г/г)                                             | 6,8          | 4,8            | 5,5             | 5,0             |
| Прирост реальной заработной платы                          | 11,3         | 7,4            | 4,6             | 3,5             |
| <b>Деньги и кредит (на конец периода)</b>                  |              |                |                 |                 |
| Широкие деньги, % изменения                                | 16,1         | 11,5           | 11,1            | 9,0             |
| Кредит экономике, % изменения                              | 11,3         | 9,6            | 7,1             | 8,5             |
| Ключевая процентная ставка                                 | 9,75         | 9,0            | 9,0             | 9,0             |
| <b>Государственные финансы (в % ВВП)</b>                   |              |                |                 |                 |
| Доходы бюджета                                             | 28,6         | 27,8           | 27,7            | 27,8            |
| налоговые поступления                                      | 25,5         | 24,7           | 24,7            | 24,8            |
| Расходы бюджета                                            | 28,6         | 28,3           | 28,0            | 27,9            |
| Баланс бюджета<br>(«-» дефицит / «+» профицит)             | 0,1          | -0,5           | -0,3            | -0,1            |
| Первичное сальдо бюджета                                   | 1,3          | 0,7            | 0,8             | 0,9             |
| <b>Внешний сектор (в % ВВП)</b>                            |              |                |                 |                 |
| Счет текущих операций                                      | -1,8         | -0,9           | -0,2            | 0,0             |
| Прямые иностранные инвестиции<br>(«-» приток; «+» отток)   | 1,7          | 1,5            | 1,6             | 1,6             |
| <b>Иностранные активы НБРБ</b>                             |              |                |                 |                 |
| млрд долларов                                              | 13,5         | 14,2           | 14,8            | 15,8            |
| в месяцах импорта товаров<br>и услуг соответствующего года | 3,0          | 3,1            | 3,4             | 3,5             |

Источник: национальные ведомства и расчеты ЕФСР.

Основные параметры прогнозов в части экономического роста, бюджета и внешнего сектора не изменились, отражая сохранение ключевых драйверов экономики (строительства, торговли и промышленности), фискальное стимулирование и высокий дефицит счета текущих операций. При этом реализация внешнеэкономических шоков в части цен на продовольствие и энергоресурсы привела к значительному пересмотру прогноза по инфляции в сторону повышения.

Сохраняются риски, связанные с дальнейшим ускорением инфляции, а также увеличением бюджетных расходов, связанных с крупными инфраструктурными проектами и докапитализацией государственных компаний.

**Динамика экономического роста остается в рамках ожиданий.** Рост ВВП в I квартале 2026 года составил 10,1% г/г (12,5% г/г годом ранее) (Рисунок 1) вследствие быстрого роста жилищного и инфраструктурного строительства (+29,6% г/г), торговли (+14,8% г/г), а также промышленности, прежде всего производства золота, цемента и пищевых продуктов (+13,4% г/г). Замедление роста обусловлено преимущественно строительством (−0,7 п. п.) из-за факторов, связанных со сроками докапитализации из средств республиканского бюджета Государственной ипотечной компании (в 2025 году — в I квартале, а в 2026 году — во II квартале). Опережающий рост инвестиций в основной капитал в январе — апреле до +69,7% г/г (+53,1% г/г годом ранее), а также ускорение роста ВВП в январе — апреле до +12,4% г/г (+12,0% г/г годом ранее) свидетельствуют о сохранении вклада строительства как минимум на уровне прошлого года. Замедление торговли (−0,6 п. п.) в основном обусловлено более медленным ростом оптовой торговли (+8,2% г/г против +50,0% г/г годом ранее) при ускорении роста розничной торговли (+16,1% против +8,3% г/г соответственно), свидетельствуя о сохранении предпосылки об опережающем росте потребительского спроса. В связи с этим ожидаемый рост в 2026 году составит 8,5% г/г (+0,2 п. п. к предыдущему прогнозу). Прогноз на последующие годы оставлен без изменений вследствие ожидаемого охлаждения потребительского спроса и сокращения фискального стимула.



КЫРГЫЗСТАН

**Реализация проинфляционных рисков привела к значительному повышению прогноза по инфляции.**

Инфляция в марте 2026 года ускорилась до 11,0% г/г (6,9% г/г в марте 2025 года) (Рисунок 2), при этом доля основных товаров и услуг, цены на которые растут быстрее верхней границы таргета НБКР (5–7%), выросла с 33 до 69%. В апреле — мае рост цен сохранялся на уровне выше 11%. Воздействие на инфляцию оказывают как монетарные факторы (возросший спрос, опосредованный ростом кредитования и доходов населения), так и немонетарные факторы, связанные с повышением тарифов на электроэнергию, увеличением издержек предприятий животноводства, ростом импортных цен на горючее и продовольствие. Сдерживание монетарных условий со стороны НБКР в 2025–2026 годах (де-факто безрисковая ставка<sup>1</sup> была повышена на 6 п. п., до 10% годовых, при этом реальная ставка пока остается отрицательной) проявится в течение нескольких кварталов, в связи с чем стабилизация уровня инфляции в краткосрочной перспективе в основном ожидается за счет административных мер: сдерживания цен на социально значимые продовольственные товары и прямых дотаций на импорт горючего<sup>2</sup>. Тем не менее средняя инфляция по итогам 2026 года ожидается значительно выше целевого диапазона — 10,2% (+2,5 п. п. к предыдущему прогнозу), в 2027 году — на уровне 7,8% (+1,4 п. п.) и 6,6% в 2028 году (+0,4 п. п.).

**Бюджетные параметры сохраняются в рамках ожиданий.** Профицит бюджета (согласно расчетам Министерства финансов

Кыргызской Республики<sup>3</sup>) в январе — марте 2026 года составил 18,0% ВВП (13,2% годом ранее) (Рисунок 3) вследствие перечисления в бюджет прибыли НБКР за 2025 год в объеме 61 млрд сомов (14,2% ВВП). Наблюдался и рост налоговых доходов (27,4 против 24,6% ВВП), сопровождающийся ростом капитальных расходов (с 4,3 до 9,7% ВВП). Операционные расходы не изменились (24,7 против 24,6% ВВП), при этом ожидается их рост в течение года в связи с заложенным в бюджет ростом заработных плат сотрудников бюджетного сектора, а также выплат пенсионерам и семьям с детьми. При этом сохранилась практика формирования значительных расходов «под чертой» за счет докапитализаций госкомпаний<sup>4</sup>, приводящих, по оценке ЕФСР, к формированию дефицита. При этом данные операции были заложены и в предыдущем прогнозе, в связи с чем прогнозные показатели по дефициту бюджета скорректированы в пределах 0,1 п. п.

**Прогноз внешнего сектора стал более консервативным из-за слабой динамики экспорта и денежных переводов.**

По предварительным данным, сальдо счета текущих операций в I квартале 2026 года сложилось с дефицитом на уровне 1,5 млрд долларов (–30,2% ВВП) (Рисунок 4) в связи с низкой динамикой экспорта, прежде всего золота (падение в 6 раз г/г), а также сокращением трансфертов (–10% г/г)<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> В условиях избыточной ликвидности рыночные ставки тяготеют к нижней границе процентного коридора НБКР — ставке по депозитам овернайт.

<sup>2</sup> Распоряжение Кабинета Министров Кыргызской Республики от 15.04.2026 № 253-т и Постановление Кабинета Министров Кыргызской Республики от 25.05.2026 № 369 соответственно.

<sup>3</sup> В принятом Министерством финансов Кыргызской Республики подходе к отражению доходов и расходов бюджета финансовые потоки, направленные на докапитализацию государственных компаний, рассматриваются как источники финансирования дефицита бюджета, а не как расходы. В подходе ЕФСР, основанном на принципах Руководства МВФ по статистике государственных финансов 2014 года (см. далее), эти траты рассматриваются как капитальные трансферты.

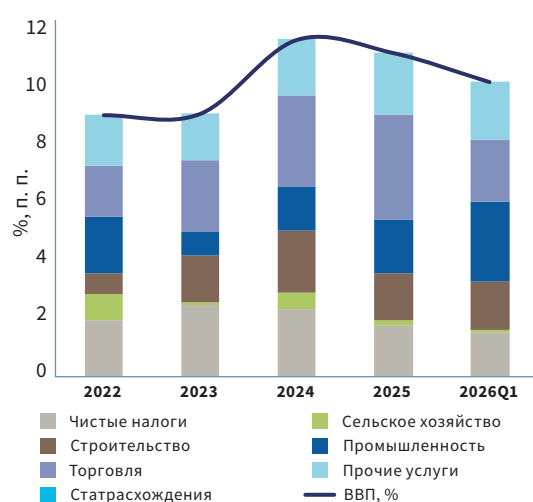
<sup>4</sup> АБанка (ранее «Айыл Банк») на 60 млрд сомов и Государственной ипотечной компании на 35 млрд сомов.

<sup>5</sup> При этом переводы из России (в рублевом эквиваленте) сократились на 25% г/г, возможно, свидетельствуя о снижении интенсивности миграционных потоков.

По этой причине ожидаемый дефицит СТО увеличен до 22,3% ВВП (–1,7 п. п. к предыдущему прогнозу) с сохранением параметров в 2027–2028 годах. Несмотря на давление на валютном рынке, потребовавшее проведение валютных интервенций на сумму 725 млн долларов в I квартале,

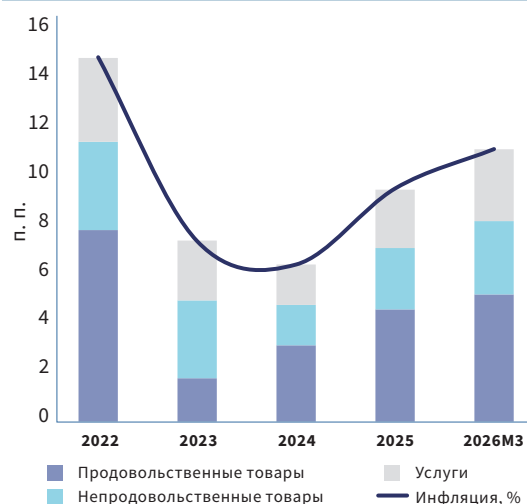
в среднесрочной перспективе ожидается сохранение достаточного объема резервов на уровне 6,4 месяца импорта товаров и услуг (в среднем) благодаря благоприятной конъюнктуре на рынке золота, составляющего более 70% ВМР.

**Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству**



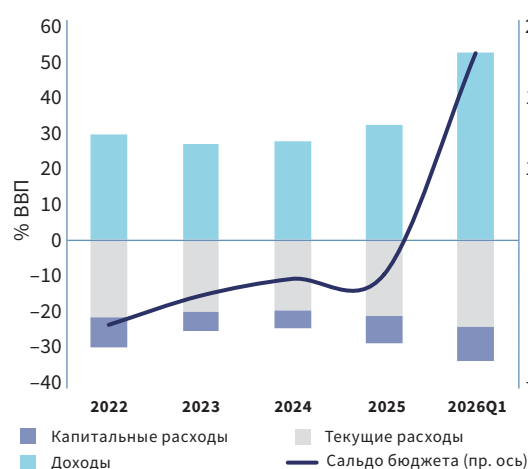
Источник: НСК КР, расчеты ЕФСР.

**Рисунок 2. Декомпозиция инфляции**



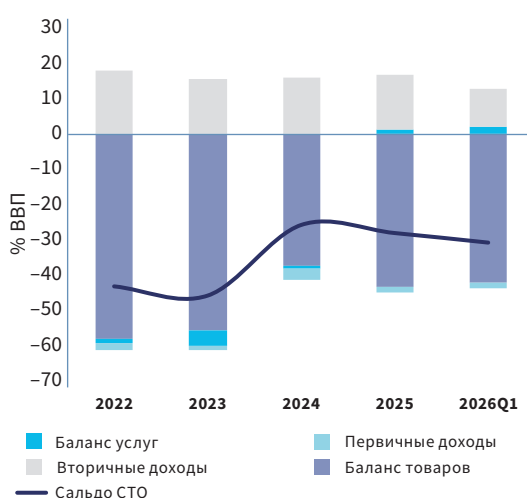
Источник: НСК КР, оценки ЕФСР.

**Рисунок 3. Республиканский бюджет**



Источник: Министерство финансов Кыргызской Республики, расчеты ЕФСР.

**Рисунок 4. Счет текущих операций платежного баланса**



Источник: НБКР, расчеты ЕФСР.

Таблица 1. Прогноз основных макроэкономических показателей

|                                                                     | 2025<br>Факт | 2026<br>Оценка | 2027<br>Прогноз | 2028<br>Прогноз |
|---------------------------------------------------------------------|--------------|----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Национальные счета и цены (в %)</b>                              |              |                |                 |                 |
| Номинальный ВВП (млрд сомов)                                        | 1 985,9      | 2 463,0        | 2 868,8         | 3 329,6         |
| Прирост реального ВВП                                               | 11,1         | 8,5            | 6,7             | 6,3             |
| ИПЦ (дек, г/г)                                                      | 9,4          | 9,5            | 7,0             | 6,5             |
| ИПЦ (средний за год)                                                | 8,2          | 10,2           | 7,8             | 6,6             |
| <b>Деньги и кредит (на конец периода)</b>                           |              |                |                 |                 |
| Широкие деньги, г/г                                                 | 43,3         | 23,9           | 14,7            | 13,2            |
| Кредит экономике, г/г                                               | 57,9         | 29,0           | 14,5            | 11,7            |
| <b>Государственные финансы (% ВВП)*</b>                             |              |                |                 |                 |
| Доходы и гранты                                                     | 31,9         | 30,2           | 29,5            | 28,8            |
| налоговые поступления                                               | 21,3         | 20,5           | 20,7            | 20,7            |
| Расходы бюджета                                                     | 28,5         | 29,5           | 28,6            | 27,6            |
| Баланс бюджета<br>(«-» дефицит / «+» профицит)                      | 2,5          | 0,7            | 0,9             | 1,3             |
| Баланс бюджета по оценке ЕФСР<br>(«-» дефицит / «+» профицит)       | -1,5         | -3,2           | -2,9            | -2,3            |
| <b>Внешний сектор (в % ВВП)</b>                                     |              |                |                 |                 |
| Счет текущих операций                                               | -25,6        | -22,3          | -21,0           | -19,3           |
| Экспорт товаров и услуг                                             | 26,8         | 24,1           | 22,9            | 21,9            |
| Импорт товаров и услуг                                              | 66,7         | 57,4           | 54,2            | 50,7            |
| Денежные переводы                                                   | 15,0         | 10,6           | 10,7            | 9,9             |
| Прямые иностранные инвестиции<br>(«-» приток)                       | -3,8         | -3,8           | -4,0            | -4,2            |
| Валовые резервы, в месяцах импорта товаров<br>и услуг текущего года | 6,8          | 7,1            | 5,9             | 6,2             |

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

Источник: национальные ведомства и расчеты ЕФСР.

Продолжается рост экономики Таджикистана, основным драйвером которого является внутренний спрос. Как и в прошлом прогнозном раунде, ожидается постепенное замедление темпов роста вследствие нормализации объема денежных переводов мигрантов. Прогноз потребительской инфляции пересмотрен в сторону повышения на фоне роста цен на энергоносители и продовольствие на глобальных рынках, однако инфляция останется в пределах целевого интервала. Сохраняется устойчивость бюджетной позиции. Прогноз профицита СТО пересмотрен в сторону повышения преимущественно в результате ожидаемого менее резкого снижения притока денежных переводов мигрантов. Изменение цен на основные товары экспорта будет действовать разнонаправленно на поступления (негативное влияние более низкой, чем в предыдущем раунде прогноза, цены на золото будет компенсировано более высокими ценами на металлы).

Положительным риском является более быстрый экономический рост в случае сохранения тренда 2023–2025 годов по притоку средств по счету текущих операций. Сохраняется высокая уязвимость для внешних шоков, в значительной степени связанных с экономикой России. Сохраняются риски, связанные с завершением строительства Рогунской ГЭС.

**Уверенный экономический рост наблюдался в I квартале 2026 года на фоне продолжающегося роста внутреннего спроса.** Рост ВВП Таджикистана в I квартале 2026 года составил 8,0% г/г (8,2% г/г годом ранее) (Рисунок 1). Торговля, прочие услуги и промышленность внесли основной вклад в рост ВВП. В отличие от прошлого года, основным драйвером расширения промышленного производства стали обрабатывающие отрасли (+29,6% г/г) на фоне ускорения роста производства металлургической продукции, пищевых товаров. При этом уровень производства в добывающих отраслях снизился на 9,8% г/г после высокой базы прошлого года. Уверенный рост продолжился в сельском хозяйстве (+8% г/г). Внутренний спрос выступал основным драйвером роста на фоне ускорения торговли (22,1% г/г в январе — марте по сравнению с 10,6% годом ранее) и увеличения инвестиций (+34,2% г/г), в том числе на строительство Рогунской ГЭС, реабилитацию Нурекской ГЭС и жилищное строительство.



ТАДЖИКИСТАН

Расширение торговли было поддержано продолжением активного кредитования домохозяйств, ростом реальной заработной платы и притоком денежных переводов мигрантов. Несмотря на отсутствие данных платежного баланса за I квартал 2026 года, относительно стабильный номинальный курс сомони к доллару (ослабление на 1,4% кв/кв по итогам марта) может служить индикатором отсутствия значительного давления на счет текущих операций. При этом результаты опроса «Слушая Таджикистан» (Всемирный банк) за I квартал 2026 года говорят о снижении доли денежных переводов трудовых мигрантов в доходах домохозяйств и снижении доли домохозяйств, в которых есть трудовые мигранты. О падении количества въездов из Таджикистана в Россию свидетельствуют и данные Росстата. В связи с этим в базовом прогнозе ожидается постепенное снижение экономического роста с 7,1% в 2026 году до 6% в 2028 году вследствие нормализации объема денежных переводов мигрантов.

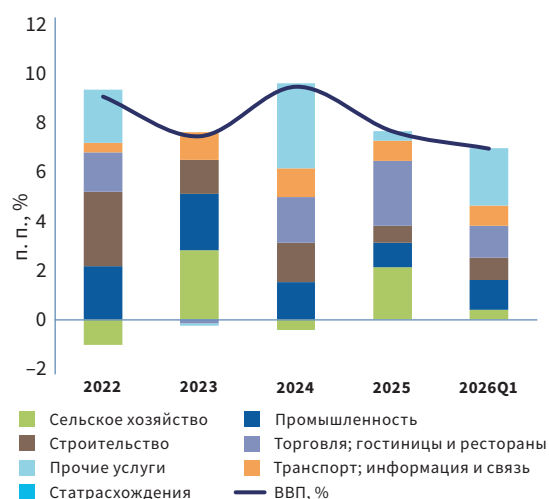
**В связи с повышением прогноза цен на энергоносители и продовольственные товары на глобальных рынках повышен прогноз потребительской инфляции в Таджикистане.** Потребительская инфляция в апреле 2026 года оставалась вблизи нижней границы целевого интервала (3,6% г/г) (Рисунок 2), однако усилилось инфляционное давление в таких категориях, как ГСМ, сахар, фрукты. Поскольку Таджикистан в значительной степени зависит от импорта ГСМ, ожидается продолжение роста цен на ГСМ на фоне пересмотра глобальных цен на нефть и перебоев в деятельности НПЗ в России. Рост цен на пшеницу на глобальных рынках также окажет повышательное давление через импорт. Относительно стабильный номинальный курс сомони будет поддерживающим фактором, в том числе посредством положительного влияния на инфляционные ожидания. В условиях относительно слабого трансмиссионного механизма административное

регулирование цен и продажа социально значимых продовольственных товаров из государственных резервов будут служить важными сдерживающими факторами для инфляции. Средняя инфляция по итогам 2026 года ожидается на уровне 4,9% г/г (+0,7 п. п. к предыдущему прогнозу). Более высокий инфляционный импульс сохранится и в 2027 году — 5,2% (+0,6 п. п.).

**Незначительное укрепление фискальной позиции в связи с более высокими налоговыми доходами и поступлениями по грантам в I квартале.** В I квартале 2026 года зафиксирован уверенный рост налоговых доходов (налог на прибыль +1,4 п. п., НДС +0,9 п. п., налоги на внешнюю торговлю +0,6 п. п.), частично отражающий благоприятную конъюнктуру декабря 2025 года, усилия властей по повышению эффективности налогового администрирования и цифровизации, а также более высокие цены (г/г) на ряд товаров экспорта (например, медь, алюминий, золото). Прогноз налоговых доходов был пересмотрен в сторону повышения на 0,3 п. п. Первичные расходы в I квартале 2026 года сложились на 0,6 п. п. выше уровня прошлого года (за счет расходов на оплату труда, товары и услуги) (Рисунок 3), однако прогноз общего объема расходов оставлен без изменений.

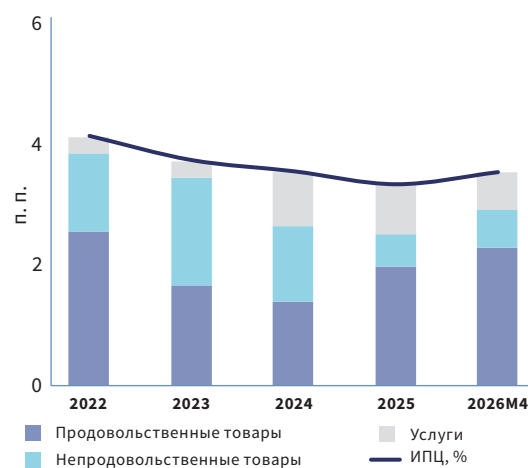
**Прогноз профицита СТО пересмотрен в сторону укрепления.** Отсутствие значительного давления на валютном рынке (Рисунок 4) может служить индикатором продолжения притока средств по счету текущих операций. Динамика нормализации притока средств ожидается более плавной, чем в предыдущем раунде прогноза. Прогноз поступлений по экспорту был несколько повышен на фоне более сильной, чем ожидалось, фактической базы 2025 года, а также прогнозируемого роста цен на алюминий, медь, цинк и никель. Тем не менее снижение цены на золото по сравнению с предыдущим раундом прогноза окажет негативное влияние

Рисунок 1. Декомпозиция годового прироста ВВП по производству



Источник: Таджстат, расчеты ЕФСР.

Рисунок 2. Декомпозиция инфляции



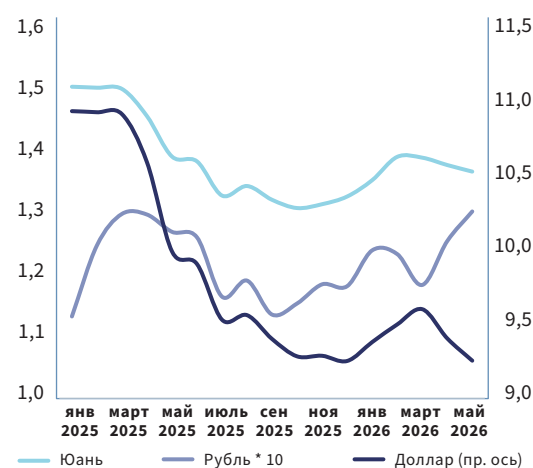
Источник: Таджстат, расчеты ЕФСР.

Рисунок 3. Государственный бюджет



Источник: Министерство финансов Республики Таджикистан, Таджстат.

Рисунок 4. Номинальный обменный курс



Источник: НБТ.

на поступления от экспорта. Снижение экспорта хлопкового волокна в марте 2026 года носило кратковременный характер, в апреле и мае экспорт был восстановлен (возможно, часть объема хлопкового волокна перенаправили из Ирана в другие страны). Прогноз по импорту

также повысили вследствие более высокой фактической базы 2025 года, а также более высоких цен на ГСМ и ряд продовольственных товаров. В результате пересмотра прогноза по внешнему сектору профицит СТО укрепился, но, как и ранее, ожидается его плавное ослабление.

Таблица 1. Прогноз основных макроэкономических показателей

|                                                                     | 2025<br>Факт | 2026<br>Оценка | 2027<br>Прогноз | 2028<br>Прогноз |
|---------------------------------------------------------------------|--------------|----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Национальные счета и цены (в %)</b>                              |              |                |                 |                 |
| Номинальный ВВП, млрд сомони                                        | 176,9        | 198,2          | 221,2           | 245,3           |
| Прирост реального ВВП, %                                            | 8,4          | 7,1            | 6,7             | 6,0             |
| ИПЦ (дек/дек), %                                                    | 3,5          | 6,3            | 5,0             | 5,0             |
| ИПЦ (средний), %                                                    | 3,4          | 4,9            | 5,2             | 5,0             |
| <b>Деньги и кредит (на конец периода)</b>                           |              |                |                 |                 |
| Широкие деньги, % изменения                                         | 23,0         | 17,2           | 11,6            | 11,3            |
| <b>Государственные финансы (в % ВВП)</b>                            |              |                |                 |                 |
| Доходы и гранты                                                     | 30,5         | 31,0           | 28,7            | 28,3            |
| налоговые поступления                                               | 21,2         | 21,1           | 20,7            | 20,9            |
| Расходы бюджета                                                     | 30,6         | 32,1           | 30,5            | 29,6            |
| Текущие расходы                                                     | 18,3         | 18,8           | 17,6            | 16,8            |
| Капитальные расходы                                                 | 12,3         | 13,3           | 12,9            | 12,8            |
| Баланс бюджета<br>(«-» дефицит / «+» профицит)                      | -0,2         | -1,1           | -1,9            | -1,3            |
| <b>Внешний сектор (в % ВВП)</b>                                     |              |                |                 |                 |
| Счет текущих операций                                               | 17,1         | 6,6            | 4,0             | 2,6             |
| Денежные переводы                                                   | 54,5         | 44,6           | 40,0            | 38,0            |
| Прямые иностранные инвестиции                                       | 0,0          | 1,0            | 1,0             | 1,0             |
| Валовые резервы, в месяцах импорта товаров<br>и услуг текущего года | 8,9          | 9,2            | 9,8             | 9,9             |

Источник: Таджстат, НБТ, расчеты ЕФСР.



# СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ И АББРЕВИАТУР

|                     |                                                                                                                                                 |
|---------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>АО</b>           | акционерное общество                                                                                                                            |
| <b>Армстат</b>      | Статистический комитет Республики Армения                                                                                                       |
| <b>Белстат</b>      | Национальный статистический комитет Республики Беларусь                                                                                         |
| <b>БНС АСПИР РК</b> | Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан                                          |
| <b>ВВП</b>          | валовый внутренний продукт                                                                                                                      |
| <b>ВМР</b>          | валовые международные резервы                                                                                                                   |
| <b>ГСМ</b>          | горюче-смазочные материалы                                                                                                                      |
| <b>ГЭС</b>          | гидроэлектростанция                                                                                                                             |
| <b>ДКП</b>          | денежно-кредитная политика                                                                                                                      |
| <b>ЕФСР</b>         | Евразийский фонд стабилизации и развития                                                                                                        |
| <b>ЕЦБ</b>          | Европейский центральный банк                                                                                                                    |
| <b>ЖКУ</b>          | жилищно-коммунальные услуги                                                                                                                     |
| <b>ЖКХ</b>          | жилищно-коммунальное хозяйство                                                                                                                  |
| <b>ИПЦ</b>          | индекс потребительских цен                                                                                                                      |
| <b>ИТ</b>           | информационные технологии                                                                                                                       |
| <b>МВФ</b>          | Международный валютный фонд                                                                                                                     |
| <b>Минфин</b>       | Министерство финансов                                                                                                                           |
| <b>Нацфонд</b>      | Национальный фонд Республики Казахстан                                                                                                          |
| <b>НБКР</b>         | Национальный банк Кыргызской Республики                                                                                                         |
| <b>НБРБ</b>         | Национальный банк Республики Беларусь                                                                                                           |
| <b>НБРК</b>         | Национальный банк Республики Казахстан                                                                                                          |
| <b>НБТ</b>          | Национальный банк Таджикистана                                                                                                                  |
| <b>НДС</b>          | налог на добавленную стоимость                                                                                                                  |
| <b>НИХ</b>          | Национальный инвестиционный холдинг                                                                                                             |
| <b>НСК КР</b>       | Национальный статистический комитет Кыргызской Республики                                                                                       |
| <b>ПБ</b>           | платежный баланс                                                                                                                                |
| <b>РВСР</b>         | расчетная величина стандартного риска                                                                                                           |
| <b>РЭО</b>          | Региональный экономический обзор                                                                                                                |
| <b>СИФ</b>          | «стоимость, страхование, фрахт»; цена товара, в которую включены его стоимость, цена страховки и расходы по транспортировке до порта назначения |
| <b>СНС</b>          | система национальных счетов                                                                                                                     |

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                       |
|--------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>СТО</b>         | счет текущих операций платежного баланса                                                                                                                                                                                                              |
| <b>США</b>         | Соединенные Штаты Америки                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Таджстат</b>    | Агентство по статистике при Президенте Республики Таджикистан                                                                                                                                                                                         |
| <b>ФНБ</b>         | Фонд национального благосостояния                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>ФОБ</b>         | «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 |
| <b>ФРС</b>         | Федеральная резервная система США                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>ЦБР, ЦБ РФ</b>  | Центральный Банк Российской Федерации                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>ЦБ РА</b>       | Центральный банк Республики Армения                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>BEA</b>         | Bureau of Economic Analysis (Бюро экономического анализа)                                                                                                                                                                                             |
| <b>BLS</b>         | Bureau of Labor Statistics (Бюро статистики труда)                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Eurostat</b>    | European Statistical Office (Евростат, статистическая служба Европейского союза)                                                                                                                                                                      |
| <b>NBC</b>         | National Bureau of Statistics of China (Национальное бюро статистики Китая)                                                                                                                                                                           |
| <b>SA</b>          | Seasonally Adjusted (сезонно скорректированный темп инфляции)                                                                                                                                                                                         |
| <b>SAAR</b>        | Seasonally Adjusted Annual Rate (сезонно скорректированный годовой темп инфляции)                                                                                                                                                                     |
| <b>% г/г</b>       | годовой темп прироста                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>г/г</b>         | год к году                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>доллар</b>      | доллар США                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>долл./барр.</b> | долларов США за баррель                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>долл./т</b>     | долларов США за тонну                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>долл./унц.</b>  | долларов США за унцию                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>кв/кв</b>       | квартал к кварталу                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>млн</b>         | миллион                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>млрд</b>        | миллиард                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>м/м</b>         | месяц к месяцу                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>п. п.</b>       | процентный пункт                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>трлн</b>        | триллион                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>тыс.</b>        | тысяча                                                                                                                                                                                                                                                |



[www.efsd.org](http://www.efsd.org)



