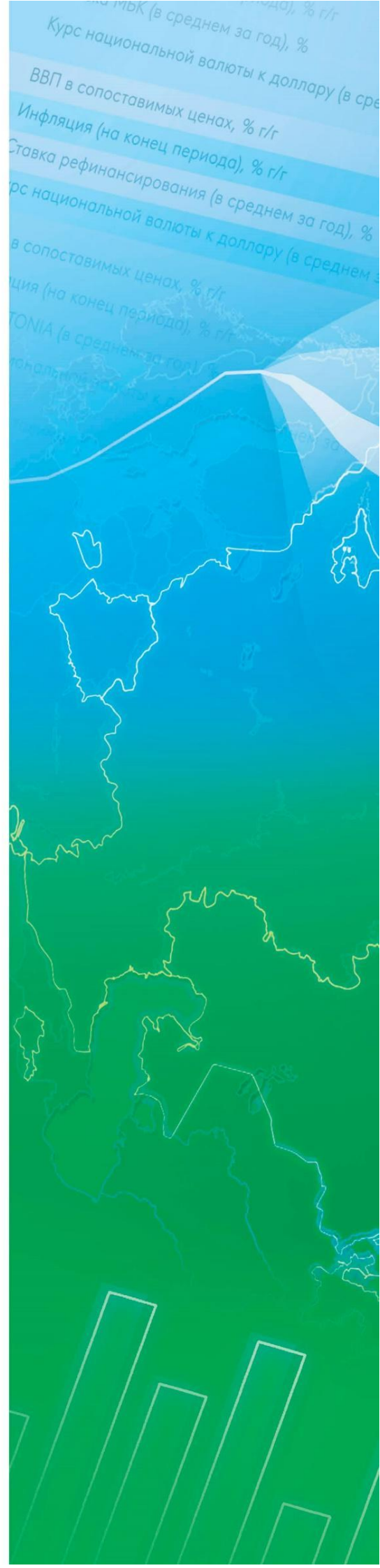




Евразийский  
Банк Развития

# Макроэкономический обзор Март 2025



Кузнецов, А., Соболевская, М., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. (2025) *Макроэкономический обзор ЕАБР. Март 2025*. Алматы: Евразийский банк развития.

Алексей Кузнецов, руководитель Дирекции по аналитической работе, [kuznetsov\\_as@eabr.org](mailto:kuznetsov_as@eabr.org)

Марина Соболевская, руководитель Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, [melikhova\\_MV@eabr.org](mailto:melikhova_MV@eabr.org)

Айгуль Бердигулова, старший аналитик Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, [berdigulova\\_ar@eabr.org](mailto:berdigulova_ar@eabr.org)

Константин Федоров, старший аналитик Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, [fedorov\\_ks@eabr.org](mailto:fedorov_ks@eabr.org)

Антон Долговечный, старший аналитик Центра странового анализа Дирекции по аналитической работе, [dolgovechny\\_ap@eabr.org](mailto:dolgovechny_ap@eabr.org)

Макроэкономический обзор является регулярной публикацией ЕАБР, в которой представлен оперативный срез макроэкономической ситуации в странах – участницах Банка и даны оценки ее развития в краткосрочной перспективе. Обзор охватывает Армению, Беларусь, Казахстан, Кыргызстан, Россию и Таджикистан. В публикации анализируется широкий спектр экономических показателей, в том числе ВВП, промышленность, инвестиции, потребительские расходы, внутренняя и внешняя торговля, инфляция, процентные ставки, кредитование, курсы национальных валют, доходы, расходы и дефицит государственных бюджетов, государственный долг. Обзор содержит статистическую информацию об основных макроэкономических показателях стран – участниц ЕАБР. Макроэкономический обзор является промежуточной публикацией между [макроэкономическими прогнозами](#).

**Ключевые слова:** экономическая активность, ВВП, промышленность, инвестиции, спрос, инфляция, денежно-кредитная политика, бюджет.

**JEL:** E17, E66, F15, F31, H62, O11.

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

Электронная версия документа находится на <https://eabr.org/analytics/monthly-review>.

Оперативная макроаналитика, новости экономического сотрудничества, мониторинг инфраструктуры и другие экспертные мнения аналитиков еженедельно публикуются в телеграм-канале Евразийского банка развития: [t.me/eabr\\_bank](https://t.me/eabr_bank).

© Евразийский банк развития, 2025

# СОДЕРЖАНИЕ

ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА.....	3
РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ .....	8
Таблица 1. Экономические показатели Армении.....	10
РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ .....	11
Таблица 2. Экономические показатели Беларуси .....	13
РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН .....	14
Таблица 3. Экономические показатели Казахстана.....	16
КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА.....	17
Таблица 4. Экономические показатели Кыргызстана .....	19
РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ.....	20
Таблица 5. Экономические показатели России .....	22
РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН.....	23
Таблица 6. Экономические показатели Таджикистана.....	25
Таблица 7. Основные экономические показатели государств – участников ЕАБР.....	26
ПРИЛОЖЕНИЕ .....	28
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	31
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ .....	32

# ОТ ГЛАВНОГО ЭКОНОМИСТА

## МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА В НАЧАЛЕ 2025 г.

Подведение итогов ушедшего года и выделение трендов, которые будут определять развитие экономики – глобальной и стран операций Банка – на ближайшую перспективу, остается традиционной темой экономического обзора в начале года.

**Мировая экономика увеличилась на 3,2% в 2024 г.** Этому способствовал уверенный рост развивающихся стран, который составил 4,2%. Ключевой вклад внесли крупнейшие экономики этой группы: Индия (+6,5%), Индонезия (+5%), Китай (+5%) и Бразилия (+3,7%).

**Экономика США сохранила высокие темпы роста – 2,8%** в 2024 г., что соответствует нашим [оценкам](#). Увеличение потребления домохозяйств (+2,8%) стало ключевым фактором расширения экономической активности, обеспечив две трети прироста ВВП. Рост потребительских расходов во многом формировался в условиях увеличения располагаемых доходов (+2,7% в 2024 г.) на фоне повышения заработных плат, связанного с ситуацией на рынке труда, о которой мы [писали ранее](#).

Мы ожидаем, что рост потребления в США в текущем году замедлится. Об этом свидетельствует снижение индекса потребительской уверенности третий месяц подряд – до 93,8 п. в феврале 2025 г. со 105,3 п. месяцем ранее. Вместе с замедлением потребления будет замедляться и экономическая активность. Совокупный PMI снижается второй месяц подряд: с 52,7 п. в январе до [50,4](#) п. в феврале 2025 г., и это минимальное значение за последние 17 месяцев. Сдерживать рост будет и более жесткая по сравнению с ожиданиями рынка денежно-кредитная политика ФРС. В этих условиях мы сохраняем наш [прогноз](#) замедления роста экономики США до 1,6% в 2025 г.

**Экономика еврозоны выросла в 2024 г. на 0,7%**, главным образом за счет частного и государственного потребления, тогда как инвестиционная активность снизилась. Замедление инвестиций во многом связано с ростом цен на энергию с середины 2024 г. – это ослабило конкурентоспособность европейской промышленности. В результате промышленное производство в еврозоне сократилось на [3%](#) за год. Среди крупных индустриальных стран наибольшие потери зафиксированы в Германии, где спад производства в промышленности продолжается с 2020 г., а в 2024 г. он достиг [4,6%](#) – это рекордное снижение за весь период пребывания страны в еврозоне. Дополнительные риски для экономики создает возможное повышение тарифов США на европейский экспорт – это усиливает опасения по поводу слабого роста и возможной рецессии в 2025 г.

**Экономика Китая в 2024 г. выросла на 5%** – во многом за счет заметного ускорения роста в IV квартале прошлого года. В значительной мере это следствие принятых правительством мер, направленных на стимулирование внутреннего спроса: были снижены процентные ставки и увеличены расходы бюджета. Кроме того, фактором ускорения роста в конце года могло стать [расширение экспорта](#) в условиях ожиданий введения

тарифов со стороны США. Опережающие индикаторы указывают на **повышение деловой активности в начале 2025 г.**: совокупный PMI в феврале вырос до [51,5](#) п., что выше нейтрального уровня. В условиях негативного внешнего фона правительство Китая продолжит активно поддерживать экономику за счет существенного расширения бюджетных расходов, направленных на рекапитализацию крупных банков, увеличения расходов на технологическое развитие и оборону, а также мер по поддержке потребительского спроса.

**Инфляция в развитых странах останется выше целевых ориентиров.** Темпы роста потребительских цен в США продолжают ускоряться четвертый месяц подряд, достигнув [3%](#) г/г в январе 2025 г. после 2,9% г/г месяцем ранее. При этом риски дальнейшего усиления инфляции растут в случае, если будут введены дополнительные таможенные тарифы на импортные товары и комплектующие. Инфляция в еврозоне сохраняется выше цели. Несмотря на некоторое замедление – до [2,4%](#) г/г в феврале 2025 г. после 2,5% г/г в январе 2025 г., наблюдается существенное ускорение роста цен с сентября 2024 г. Основным фактором стало подорожание энергоносителей. Однако проблемы лежат гораздо глубже – базовая инфляция ([2,6%](#) г/г в феврале 2025 г.) устойчиво превышает целевой ориентир ЕЦБ.

На фоне ускоряющейся инфляции **ФРС США в январе оставила неизменной ключевую ставку** на уровне [4,5%](#), прервав цикл из последовательных снижений. При этом риторика регулятора ужесточилась: ставка может сохраняться повышенной продолжительное время. Появление дополнительных проинфляционных рисков может стать еще одним аргументом для сохранения ставок на текущем уровне.

**ЕЦБ продолжил цикл смягчения денежно-кредитной политики**, снизив ставку в четвертый раз подряд – до 2,75%. Однако отсутствие прогресса в снижении устойчивого компонента инфляции, а также новые проинфляционные риски, связанные с внешними факторами, создают предпосылки для сохранения повышенного уровня ставок.

**Введение дополнительных торговых ограничений может значительно изменить условия функционирования мировой экономики** как в ближайшей, так и в долгосрочной перспективе. Таможенные пошлины, введенные США для ряда стран, и ответные меры фактически будут означать начало новых торговых войн и усиление деглобализации. В результате этого и направления, и объемы торговых потоков изменятся, что станет причиной значительных экономических потерь – как для отдельных стран, так и для мира в целом. Уже объявленные меры могут привести к потере 0,3–0,5 п.п. прироста глобального ВВП и замедлить рост мировой экономики (до 3% г/г и ниже) в 2025 г.<sup>1</sup>

**Изменение глобальных торговых условий может отразиться на экономическом росте стран региона.** Рост неопределенности из-за торговых ограничений значительно усилит волатильность цен на сырье и продовольствие. Снижение мирового ВВП повлечет за собой падение спроса на сырьевые товары и их удешевление. К дополнительному

---

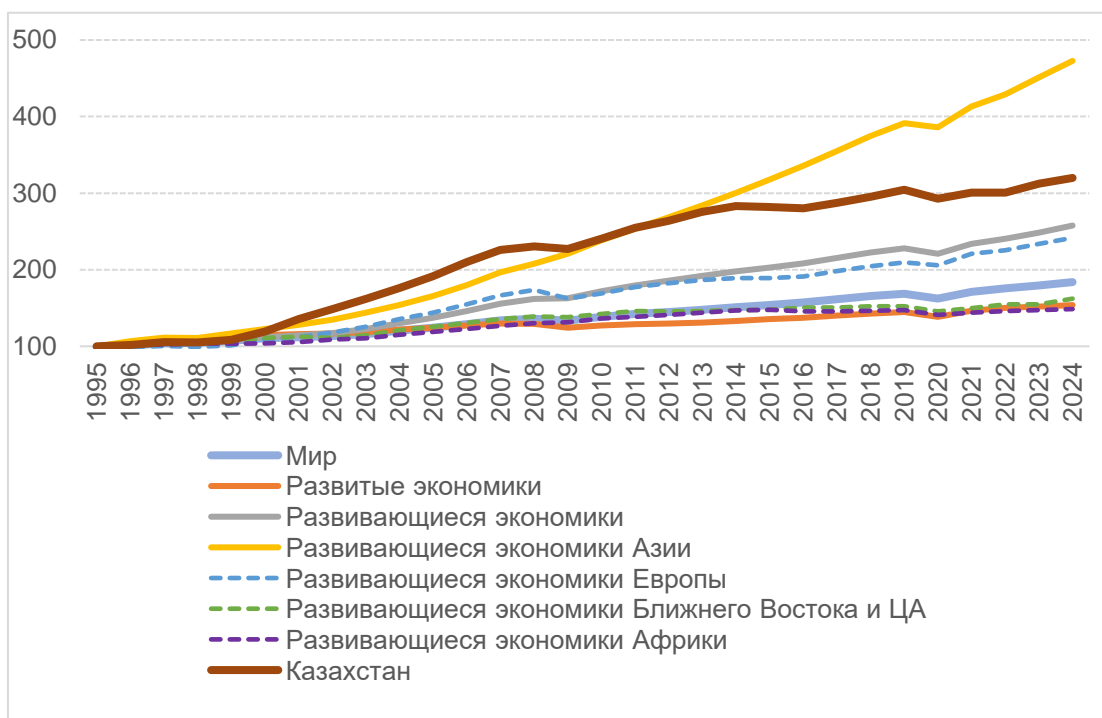
<sup>1</sup> Оценка аналитиков ЕАБР на основе экспертных оценок влияния торговых пошлин на экономики [Канады](#), [Китая](#), [Мексики](#) и [США](#).

давлению на ценовую динамику сырья может привести то, что поставки, ранее ориентированные на США, будут перенаправлены на другие рынки, а это усилит конкуренцию. Падение мировых цен на сырье негативно отразится на экспортной выручке стран-экспортеров. В этих условиях странам региона операций ЕАБР важно, во-первых, опираться на внутренние источники роста, а во-вторых, эффективно перестраивать логистику и встраиваться в цепочки создания добавленной стоимости для поддержания устойчивого развития. Опыт последних лет подтверждает высокий уровень адаптивности региона – несмотря на ухудшение внешних условий, темпы экономического роста остаются выше среднемировых: агрегированный ВВП стран операций ЕАБР вырос на 4,3% в 2024 г.

**Врезка 1. Казахстан достиг значительных экономических успехов и в 2028–2029 гг. войдет в число экономик с высоким уровнем доходов**

**Казахстан добился значительных успехов в экономике за 30 лет (с 1995 по 2024 г.).** За этот период реальный подушевой ВВП страны вырос более чем в три раза. Казахстан опередил мир в целом (увеличение подушевого ВВП в 1,8 раза<sup>2</sup>), развитые страны (в 1,7 раза), развивающиеся экономики (в 2,6 раза). Более высокий рост показали только развивающиеся экономики Азии<sup>3</sup>, реальный подушевой ВВП которых в 1995–2024 гг. увеличился в 4,7 раза (рисунок 1).

**Рисунок 1.** Казахстан и мировая экономика: реальный подушевой ВВП (1995 г. = 100)



**Примечание:** ВВП в постоянных ценах 2021 г., приведенных к ППС.

**Источники:** МВФ, Всемирный банк, расчеты аналитиков ЕАБР.

<sup>2</sup> По итогам 2023 г. МВФ и ВБ не опубликовали оценок за 2024 г. для мира в целом.

<sup>3</sup> Согласно классификации МВФ, к ним относятся страны Азиатско-Тихоокеанского региона и Южной Азии, включая Китай, Индию, Индонезию.

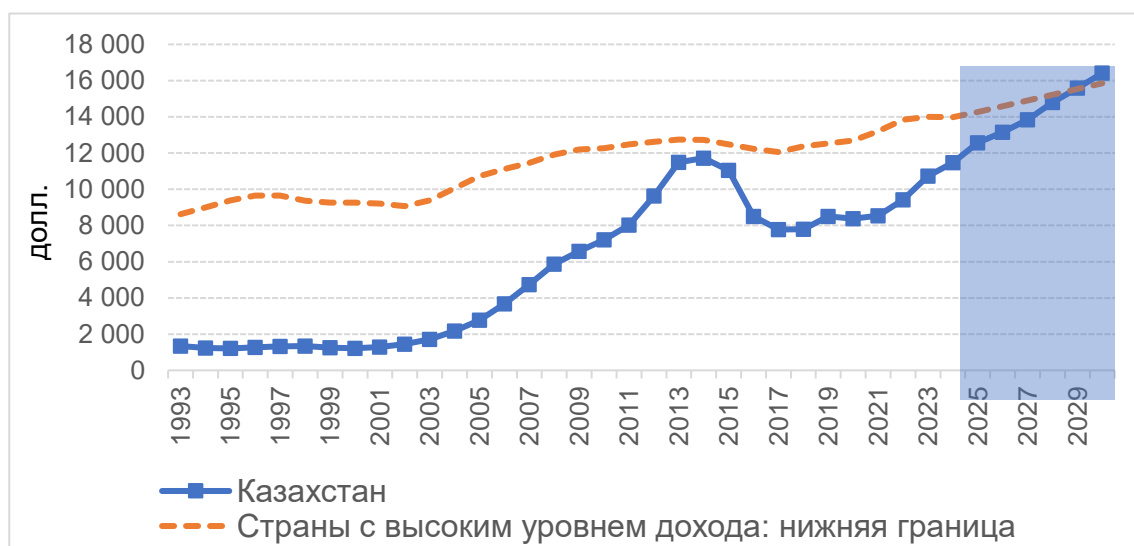
### Рост экономики обеспечил улучшение социальных условий.

Продолжительность жизни с 1995 г. выросла на 11 лет (до 75 лет), уровень безработицы снизился примерно на 6 п.п. (до 4,8%), почти исчезли наиболее острые формы бедности – например, доля населения, живущего на менее чем 2,15<sup>4</sup> долл. в день в ценах 2017 г., приведенных к ППС (480 тенге в ценах 2024 г.), сократилась с 12,8% в 2001 г. до околонулевого уровня в настоящее время.

**Казахстан приблизился к важному рубежу.** В ближайшие годы страна может войти в число экономик с высоким уровнем дохода (HICs) по [классификации Всемирного банка](#). В настоящий момент Казахстан считается страной с доходом выше среднего. К этой группе относятся экономики с подушевым валовым национальным доходом (ВНД) в диапазоне 4,5–14,0 тыс. долл., но границы групп ежегодно пересматриваются с целью учета инфляции<sup>5</sup>. По итогам 2023 г. Казахстан располагал подушевым ВНД на [уровне 10,7](#) тыс. долл., а по итогам 2024 г., по нашей оценке, 11,5 тыс. долл.

**По нашим оценкам, Казахстан войдет в состав стран с высоким уровнем доходов в 2028–2029 гг.** Это следует из актуального макроэкономического прогноза Банка ([ЕАБР, 2024](#)), дополненного оценками, позволяющими спрогнозировать траекторию подушевого ВНД на 2025–2030 гг. ([приложение, рисунок 2](#)). Прогноз нижней границы группы HICs построен исходя из [прогнозов МВФ](#) по инфляции в странах, чьи валюты включены в SDR.

**Рисунок 2.** ВНД на душу населения



**Примечание:** 2024 г. – оценка аналитиков ЕАБР на основе данных за I–III кварталы. 2025–2030 гг. – прогноз.

**Источники:** Всемирный банк, МВФ, расчеты аналитиков ЕАБР.

<sup>4</sup> В классификации Всемирной организации здравоохранения – это уровень бедности, [считающийся «экстремальным»](#). Он ассоциируется с хронической нехваткой средств на лекарства и медицинское обслуживание.

<sup>5</sup> В качестве индикатора «международной инфляции» используется средневзвешенный рост дефляторов ВВП экономик, чьи валюты представлены в корзине SDR (расчетной валюты МВФ), – США, Китая, еврозоны, Японии, Великобритании. Усреднение осуществляется на основе [весов валют в корзине](#).

**Факторы, способствующие переходу Казахстана в более высокую доходную группу.** В приоритете страны – диверсификация экономики и повышение инвестиционной привлекательности. Для этого реализуются государственные инициативы по развитию ключевой инфраструктуры и социально значимых проектов. Так, в 2024 г. в обрабатывающих отраслях было реализовано 180 инвестиционных проектов на общую сумму 1,3 трлн тенге. В результате рост сектора составил почти 6% – это наивысший показатель за последние 10 лет. Доля обрабатывающих производств в ВВП за последние четыре года выросла в среднем на 1,7 п.п. по сравнению со средним значением за 2015–2019 гг. Особое развитие получила машиностроительная отрасль, чей вклад в динамику роста промышленного производства увеличился до 3 п.п. в среднем за 2019–2024 гг. с околонулевого в среднем за 2015–2019 гг.

Власти проводят масштабные реформы, направленные на либерализацию экономики, сокращение государственного участия и создание благоприятных условий для инвесторов. Перспективными направлениями для инвестиций остаются промышленность, энергетика, агропромышленный комплекс, транспорт и логистика. Для поддержки инвестиционных проектов [правительство](#) запустило кампанию помощи МСБ и крупному бизнесу, в рамках которой ежегодно планируется помогать более чем 50 тыс. проектов и увеличить финансирование до 10 трлн тенге к 2027 г. Все эти меры формируют прочную основу для экономического роста и повышения уровня доходов страны.

**Какие возможности открывает для Казахстана переход в группу стран с высоким уровнем доходов?**

Международное признание достижений страны в экономическом развитии **повысит инвестиционную привлекательность Казахстана** в глазах зарубежных партнеров. Большинство стран в топ-30 [рейтинга](#) конкурентоспособности WEF – это экономики с высоким уровнем доходов. Исключение составляют Малайзия и Китай.

**Повышение долгосрочной устойчивости экономики.** Страны с высоким уровнем доходов обычно лучше справляются с негативными экономическими шоками и кризисами. Эта закономерность подтверждается эмпирически ([Chavas, 2024](#)).

**Доступ к более дешевому финансированию.** Рост инвестиционной привлекательности и экономической устойчивости **улучшит кредитные рейтинги.** При переходе Казахстана в группу стран с высоким уровнем доходов кредитный рейтинг может повыситься до инвестиционного уровня «upper medium» (сейчас – «lower medium»). Это упростит привлечение внешнего капитала для инвестиций в инфраструктуру и промышленность.

**Изменение модели экономического роста** (см., например, World Bank [2024] и Gill & Kharas [2015]). В числе приоритетов окажутся такие направления, как развитие международной специализации в производстве продукции с высокой добавленной стоимостью, рост инвестиций в человеческий капитал и совершенствование институциональной среды.

Евгений Винокуров,  
Главный экономист ЕАБР

# РЕСПУБЛИКА АРМЕНИЯ

*Показатели роста экономики остаются высокими. Инфляция постепенно приближается к цели. Центральный банк придерживается курса на смягчение денежно-кредитной политики, снизив ставку рефинансирования до 6,75%.*

**ВВП Армении вырос на 5,9% по итогам 2024 г.** Экономический рост в соответствии с нашими [ожиданиями](#) приблизился к сбалансированной динамике. Наибольший вклад в динамику ВВП внес сектор услуг – торговля, операции с недвижимым имуществом и финансовая деятельность, а также строительство (рост соответственно на 16,8%, 19,0%, 18,1% и 13,5%). Потребительские расходы домашних хозяйств и инвестиции были основными драйверами со стороны спроса (рост соответственно на 6,6% и на 11,1%). Влияние государственного потребления оказалось отрицательным – снижение составило 22,3%. Чистый экспорт повлиял положительно (экспорт товаров и услуг увеличился на 35,6%, импорт – на 31,4% в 2024 г.).

**Экономическая активность в Армении усилилась на 7,1% г/г в январе 2025 г.** Рост был обеспечен секторами услуг (+12,6% г/г), торговли (+9,9% г/г) и строительства (+11,6% г/г). В январе спад в промышленном секторе (минус 10,4% г/г) сохранился, причина – исчерпан положительный эффект от наращивания внешней торговли и обработки драгоценных металлов в начале прошлого года. Отрицательное влияние на экономическую активность отчасти компенсировал рост в сфере услуг. Устойчиво высокие темпы роста строительства по-прежнему поддерживаются ипотечным кредитованием (36% г/г в январе). Сильная динамика кредитования населения в конце прошлого – начале текущего года дополнительно укрепила внутренний спрос (27% г/г в декабре 2024 г. и 29% г/г в январе 2025 г.). В текущем году мы [прогнозируем](#), что темпы роста экономики останутся высокими – ВВП увеличится на 5,5%.

**По итогам 2024 г. Армения вышла из дефляции (1,5% г/г в декабре 2024 г. после минус 0,6% г/г в предыдущем году).** Темп роста цен восстановился в мае 2024 г. за счет увеличения стоимости продовольствия, но сохранялся ниже целевого интервала.

**Инфляция достигла целевого интервала ЦБ РА (3+/-1%) в феврале текущего года.** Рост потребительских цен ускорился до 2,5% г/г в феврале после 1,7% г/г в январе. Продукты питания продолжали дорожать: на 4,5% г/г в феврале после 2,5% г/г месяцем ранее. Рост цен на услуги замедлился, составив 1,5% г/г после 2,6% г/г месяцем ранее. Дезинфляция в непродовольственном сегменте продолжает замедляться (минус 0,3% г/г в феврале 2025 г. после минус 1,5% г/г в январе 2024 г.). Мы [прогнозируем](#) ускорение роста цен в ближайшие месяцы и формирование инфляции вблизи 3% г/г.

**Центральный банк продолжил цикл снижения ставки рефинансирования.** Суммарное снижение за прошлый год составило 2,25 п.п. до 7,0% на конец 2024 г. Еще одно снижение последовало на заседании 4 февраля 2025 г. – на 0,25 п.п. до 6,75%. Решение было принято в условиях

некоторого уменьшения инфляционных ожиданий и замедления роста заработной платы. Регулятор в начале текущего года отметил необходимость продолжения плавного снижения процентных ставок. Вместе с тем мы ожидаем завершения цикла в первом полугодии 2025 г., по мере стабилизации инфляции в целевом диапазоне ЦБ РА (3+/-1%).

**Государственный бюджет в 2024 г. исполнен с дефицитом в размере 3,7% ВВП** (в 2023 г. дефицит составил 2,0% ВВП). Налоговые доходы увеличились на 8,8%, в то время как расходы – на 13,7%. Несмотря на расширение, это ниже запланированного правительством на 2024 г. показателя в размере 4,8% ВВП (82% от запланированного дефицита, 94% от доходов и 76% – от расходов).

В январе текущего года расходы бюджета увеличились на 19,7% г/г, а доходы – на 29,2% г/г, что обусловило формирование профицита в размере 1% ВВП (0,7% ВВП в январе 2024 г.). Опережающие темпы роста доходов в начале года оказывают сдерживающее влияние на спрос.

**Дефицит внешней торговли в 2024 г. сократился и составил 4,2 млрд долл.** (3,9 млрд долл. в 2023 г.). По итогам года экспортные поставки выросли на 53% на фоне наращивания производства и экспорта драгоценных металлов и изделий из золота. В структуре экспорта товаров эти категории занимают 61% (рост в 2,5 раза в 2024 г.). Импорт в 2024 г. вырос на 33,8% г/г и тоже был обеспечен в основном ввозом драгоценных металлов для целей обработки и последующего экспорта (рост в 2,7 раза). Без торговли драгоценными металлами динамика как импорта, так и экспорта в 2024 г. была отрицательной (минус 5,3% и минус 3,3% соответственно).

**В январе текущего года стоимостные объемы экспорта и импорта снизились на 49,2% г/г и 33,5% г/г соответственно** – это результат того, что положительное влияние внешней торговли драгоценными металлами исчерпано. Ожидаем, что такая динамика будет наблюдаться в течение всего первого полугодия 2025 г. Без влияния фактора торговли драгоценными металлами рост объемов импорта в январе составил 4% г/г, а снижение экспорта – 14,4% г/г.

Таблица 1. Экономические показатели Армении

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Показатель экономической активности, прирост в % г/г	2024	11,4	17,2	15,2	13,0	6,6	8,0	7,2	6,4	7,9	5,6	1,5	4,7
	2025	7,1											
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2024	19,3	37,3	30,9	16,6	6,9	1,3	2,2	2,1	4,6	5,3	-19,0	-14,8
	2025	-10,4											
Объем продукции сельского хозяйства (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024			3,7			4,0			1,8			1,6
	2025												
Объем выполненных строительных работ, прирост в % г/г	2024	9,5	11,7	13,1	17,8	18,1	18,0	17,7	16,5	14,7	13,5	11,6	12,9
	2025	11,6											
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2024	4,1	10,0	12,9	12,3	11,7	10,9	8,0	5,5	6,1	5,1	5,4	5,9
	2025	4,7											
Инфляция, % г/г	2024	-0,9	-1,7	-1,2	-0,7	0,3	0,8	1,4	1,3	0,6	0,6	1,4	1,5
	2025	1,7	2,5										
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млн долл. США	2024	-395,5	-239,6	-250,0	-211,2	-260,2	-344,8	-429,0	-315,0	-304,0	-408,6	-442,6	-374,1
	2025*	-412,9											
Экспорт товаров, млн долл. США	2024	949,8	1635,7	1861,9	1664,4	962,8	864,1	825,2	989,4	868,1	946,3	767,1	757,4
	2025*	482,2											
Импорт товаров, млн долл. США	2024	1345,3	1875,3	2111,9	1875,6	1223,0	1208,9	1254,2	1304,4	1172,1	1354,9	1209,7	1131,5
	2025*	895,1											
Трансграничные переводы физических лиц в РА в драма, прирост в % г/г	2024	-4,5	-40,9	-5,2	-0,4	-4,2	-1,5	29,2	7,1	-9,5	-1,6	7,3	77,2
	2025	2,9											
Среднемесячный курс драма к долл. США	2024	405,0	404,3	400,4	391,0	387,8	388,1	388,1	388,1	387,4	387,2	389,0	396,6
	2025	397,9	395,6										
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Ставка рефинансирования (на конец месяца), %	2024	8,75	8,75	8,50	8,25	8,25	8,00	7,75	7,75	7,50	7,25	7,25	7,00
	2025	6,75											
Денежный агрегат М2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	21,4	21,3	18,8	17,7	17,3	15,8	15,6	15,2	16,8	17,4	16,9	19,0
	2025	19,0											
Кредиты коммерческих банков резидентам (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	21,7	21,7	19,7	19,9	20,0	20,3	19,9	22,1	23,2	23,4	24,5	27,1
	2025	28,2											
Доля необслуживаемых кредитов и займов в общем объеме кредитов и займов, %	2024	2,4	2,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
	2025	1,2											
Фискальный сектор													
		янв	янв-фев	янв-мар	янв-апр	янв-май	янв-июн	янв-июл	янв-авг	янв-сен	янв-окт	янв-ноя	янв-дек
Баланс государственного бюджета, млрд драмов	2024	68,6	3,8	-0,9	46,3	-0,1	11,0	-58,0	-84,6	-73,0	-211,5	-232,2	-376,1
	2025	100,0											
Доходы государственного бюджета, млрд драмов	2024	184,4	324,4	525,0	863,4	1029,0	1243,7	1437,3	1624,0	1860,4	2073,4	2268,9	2579,2
	2025	238,6											
Расходы государственного бюджета, млрд драмов	2024	115,7	320,7	525,9	817,1	1029,1	1232,7	1495,3	1708,6	1933,4	2284,9	2501,1	2955,3
	2025	138,5											

Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов

\* предварительные данные

# РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

*Белорусская экономика сохранила высокие темпы роста благодаря сильной динамике в промышленности, строительстве и торговле. Внутренний спрос остается ключевым драйвером экономической активности. Дефицит внешней торговли увеличился – возможности для расширения экспорта ограничены. Инфляция остается вблизи цели.*

**Экономика в 2024 г. выросла на 4%** после 3,9% в 2023 г. Ключевой драйвер – промышленность, динамика в которой (+5,4%) обеспечила около 1,4 п.п. прироста ВВП. Высокий спрос со стороны России – основной фактор увеличения выпуска продукции белорусской промышленности. Значимую роль в расширении экономической активности сыграли торговля, объем которой вырос на 8,1%, и строительство (+9,8%), обеспечив около 0,8 п.п. и 0,5 п.п. прироста ВВП соответственно. Восстановился рост в ИТ: добавленная стоимость в секторе информации и связи повысилась на 1,8%.

**Потребительский спрос стал важным фактором усиления экономики в 2024 г.** Высокий рост реальных доходов в условиях повышения заработных плат выступил ключевым фактором увеличения потребления. Высокая кредитная активность населения также поддержала расширение внутреннего спроса. Розничный товарооборот в 2024 г. вырос на 11,8% – во многом за счет торговли непродовольственными товарами (+17,6%), отражая повышение уровня благосостояния. Товарооборот общественного питания увеличился на 10,6%, а объем платных услуг населению – на 10%.

**Инвестиционная активность продолжила расширяться.** Росту капитальных вложений способствовали меры Правительства Республики Беларусь: снижение налогов на ввозимое оборудование, совершенствование инвестиционного законодательства. Инвестиции в основной капитал в 2024 г. выросли на 8% – после увеличения на 17,8% в 2023 г., это позволило полностью компенсировать сокращение инвестиций 2022 г. Предприятия активно инвестировали собственные средства и привлекали кредиты для расширения производства. Совокупно эти источники финансирования обеспечили около 90% прироста инвестиций.

**В начале 2025 г. расширение экономической активности продолжается.** ВВП в январе 2025 г. увеличился на 3,7% г/г – преимущественно за счет секторов, ориентированных на потребительский спрос и строительство. Розничный товарооборот вырос на 12,2% г/г, объем подрядных работ – на 10,3% г/г. Темпы роста промышленности (+2,9% г/г) начинают замедляться. Это во многом связано со снижением спроса со стороны России, при том что возможности расширять поставки в другие страны ограничены.

**Реальная заработная плата в 2024 г. выросла на 13% г/г** после роста на 11,6% г/г в 2023 г. Рост зарплаты в бюджетном секторе на 11% стал результатом индексации оплаты труда правительством. Во внебюджетном секторе повышение заработных плат было обусловлено дефицитом на рынке труда: количество вакансий за 2024 г. выросло почти на 20% и достигло 3,9% от занятого населения в декабре 2024 г. (3,3% годом ранее).

При этом уровень безработицы за 2024 г. снизился на 0,5 п.п. до 3% – исторически минимального значения.

**В начале 2025 г. сохраняются описанные тенденции – роста заработных плат и числа незакрытых вакансий.** В январе зарплаты выросли на 13,5% г/г, это связано с повышением базовой ставки оплаты труда и увеличением надбавок для отдельных категорий бюджетных работников. Доля незакрытых вакансий достигла 4,5% от общего числа занятых. С учетом предстоящего повышения оплаты труда в бюджетном секторе ожидаем дальнейшего роста заработных плат.

**Инфляция в декабре 2024 г. замедлилась до 5,2% г/г – с 5,8% г/г в декабре 2023 г.** (при цели Национального банка не выше 6%). Удерживать инфляцию возле цели помогало ценовое регулирование, а также повышение ставки по кредиту овернайт на 0,5 п.п. до 11%. Благодаря умеренному росту цен на протяжении 2023–2024 гг. инфляционные ожидания населения снизились до 10,6% в среднем за 2024 г. (с 11,5% годом ранее). Снижение инфляционных ожиданий будет способствовать дальнейшему процессу дезинфляции в текущем году.

**В феврале 2025 г. инфляция увеличилась до 5,6% г/г** после 5,2% г/г в январе. Повышение роста потребительских цен отмечено по всем укрупненным группам. Расширение внутреннего спроса и повышенная инфляция в ключевом торговом партнере (России) формируют проинфляционные риски на прогнозном горизонте.

**Рост внутреннего спроса привел к ухудшению сальдо внешней торговли товарами и услугами.** Дефицит торгового баланса в 2024 г. составил 4,7 млрд долл., увеличившись с 2023 г. на 2,2 млрд долл. Это обусловлено опережающими темпами роста импорта (+11,6%) по сравнению с экспортом (+3,7%). Две трети прироста импорта были обусловлены увеличением поставок потребительских товаров, стоимостной объем которых вырос на 14,1%. Профицит внешней торговли услугами в 2024 г. достиг 3,4 млрд долл., это на 0,6 млрд долл. больше, чем в предыдущем году. Это стало возможным благодаря опережающему росту экспорта услуг (+14%) относительно импорта (+10,1%). Расширению экспорта услуг способствовало восстановление роста в ИТ-секторе и туризме.

**Золотовалютные резервы достигли пятилетнего максимума** и продолжили рост, увеличившись на 795,1 млн долл. в 2024 г. и достигнув 8,9 млрд долл. на начало 2025 г. Основным фактором стало удорожание золота – его цена выросла на 25,5% за прошлый год. В январе 2025 г. положительная динамика сохранилась – резервы увеличились еще на 410,6 млн долл., достигнув 9,3 млрд долл. Это максимальный уровень за последние пять лет.

Таблица 2. Экономические показатели Беларуси

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	2,9	4,2	4,1	5,1	5,2	5,0	5,5	4,9	4,5	4,2	3,9	4,0
	2025	3,7											
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2024	5,4	8,8	5,3	11,3	9,2	2,6	9,9	4,3	0,8	4,4	-1,5	4,3
	2025	2,9											
Объем продукции сельского хозяйства, прирост в % г/г	2024	4,3	9,8	6,7	6,9	12,0	17,6	36,3	-15,9	-2,1	-5,6	4,2	6,8
	2025	3,3											
Инвестиции в основной капитал, прирост в % г/г	2024	3,3	3,9	5,9	24,2	7,8	2,4	11,7	1,3	10,2	18,9	-5,8	14,2
	2025	20,4											
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2024	9,9	15,4	14,0	9,4	12,4	8,6	13,0	13,2	10,8	12,1	11,5	12,1
	2025	12,2											
Реальные располагаемые денежные доходы населения (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	5,1	7,8	9,1	9,8	9,6	9,6	9,9	9,7	9,4	9,5	9,5	9,7
	2025												
Инфляция, % г/г	2024	5,9	5,6	5,6	5,6	5,7	5,8	5,5	6,1	6,0	5,9	5,5	5,2
	2025	5,2	5,6										
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млн долл. США	2024	-81	-238	-377	-351	-238	-59	-529	-127	-574	-479	-616	-1 034
	2025*	-453											
Экспорт товаров, млн долл. США	2024	3 009	3 117	3 318	3 152	3 353	3 472	3 393	3 490	3 617	3 400	3 101	3 076
	2025*	2 667											
Импорт товаров, млн долл. США	2024	3 090	3 354	3 695	3 502	3 591	3 531	3 922	3 617	4 191	3 878	3 717	4 110
	2025*	3 120											
Сальдо в внешней торговле услугами, млн долл. США	2024	226	203	296	229	257	264	280	344	359	288	255	392
	2025*	-235											
Среднемесячный курс белорусского рубля к доллару США	2024	3,173	3,227	3,230	3,259	3,219	3,188	3,177	3,154	3,191	3,287	3,388	3,465
	2025	3,458	3,305										
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Ставка рефинансирования (на конец месяца), %	2024	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50
	2025	9,50	9,50										
Денежный агрегат M2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	32,5	33,3	32,7	32,7	31,7	31,2	31,1	31,7	30,9	33,1	31,5	29,8
	2025	30,0											
Выданные новые кредиты в рублях (за месяц), прирост в % г/г	2024	29,6	34,9	27,6	29,4	20,7	13,2	30,0	11,1	21,0	21,4	20,1	39,5
	2025	25,5											
Задолженность по кредитам в рублях, выданным банками (на начало месяца), млрд руб.	2024	52,0	52,8	53,2	54,4	56,1	56,8	57,4	59,0	59,5	60,3	62,5	64,1
	2025	65,2	66,6										
Доля необслуживаемых активов банков в активах, подверженных кредитному риску (на начало месяца), %	2024	5,0	5,3	5,2	4,8	4,4	4,4	4,5	3,8	3,3	3,0	3,0	3,0
	2025	3,0	2,8										
Фискальный сектор													
		янв	янв - фев	янв - мар	янв - апр	янв - май	янв - июн	янв - июл	янв - авг	янв - сен	янв - окт	янв - ноя	янв - дек
Сальдо бюджета центрального правительства, млрд руб.	2022	1,6	1,3	0,8	0,0	-0,7	-1,5	-1,2	-1,6	-1,8	-1,2	-1,5	-3,2
	2023	1,3	0,7	0,2	2,5	2,2	1,6	3,1	2,7	2,0	4,9	5,0	2,8
Доходы бюджета центрального правительства, млрд руб.	2022	4,9	8,2	11,5	16,2	19,2	22,6	27,6	31,1	34,9	40,4	44,4	49,1
	2023	5,2	8,8	13,0	20,0	24,4	29,0	35,4	39,7	44,2	52,4	57,4	63,5
Расходы бюджета центрального правительства, млрд руб.	2022	3,2	6,9	10,7	16,2	19,9	24,1	28,7	32,7	36,8	41,6	45,9	52,3
	2023	3,9	8,1	12,7	17,4	22,2	27,5	32,3	37,0	42,2	47,5	52,4	60,6

Источник: национальные ведомства, расчеты авторов

\* предварительные данные

# РЕСПУБЛИКА КАЗАХСТАН

*Рост в секторе услуг ускорился, и это положительно влияет на динамику экономической активности в целом. Инфляция с декабря 2024 г. растет, что во многом связано с ослаблением тенге и повышением тарифов на ЖКХ. В этих условиях Национальный банк повысил базовую ставку на 125 б.п. до 16,5%.*

**Экономика Казахстана уверенно восстановилась от негативных последствий весенних паводков.** Рост ВВП ускорился до 4,8% г/г по итогам 2024 г. – после 3,2% г/г за первое полугодие. Расширение экономической активности отмечено в розничной торговле (9,1%), строительстве (13,1%) и сельском хозяйстве (13,7%). Капиталовложения в основной капитал несырьевого сектора увеличились на 12,4% по итогам 2024 г.

**В январе-феврале 2025 г. ВВП вырос на 5,4% г/г.** Ключевую роль сыграло расширение экономической активности в промышленном производстве (5,7% г/г), в том числе рост обрабатывающих отраслей составил 8,9% г/г, горнодобывающих – 4,1% г/г. Опережающие индикаторы (индекс производительности PMI [50,7 п.] и индекс деловой активности НБ РК [51,3 п.]) также свидетельствуют о том, что экономика наращивает обороты, а уровень оптимизма в отношении перспектив экономики достиг максимума за последние одиннадцать месяцев. По нашим [оценкам](#), ВВП Казахстана увеличится на 5,5% по итогам 2025 г.

**Наибольший вклад в рост промышленности по-прежнему обеспечивают предприятия обрабатывающего сектора.** В 2024 г. промышленное производство выросло на 2,8%, а в январе 2025 г. рост составил 2,3% г/г. Драйвером остаются обрабатывающие предприятия. Рост горнодобывающей отрасли на 1,3% г/г во многом обеспечен добычей металлических руд. Спад в добыче нефти замедлился и составил минус 1,1% г/г (минус 8,1% г/г в декабре 2024 г.). Отчасти это связано с тестовым запуском новых мощностей на месторождении Тенгиз. Полагаем, что горнодобывающий сектор войдет в число ключевых драйверов экономического роста во второй половине 2025 г. Основной вклад в рост внесет проект расширения на месторождении Тенгиз, запуск которого запланирован на II квартал 2025 г. ([Kapital.kz \(2025\)](#)).

**Профицит торгового баланса составил по итогам 2024 г. 21,8 млрд долл.,** увеличившись за год на 3,1 млрд долл. Улучшению показателя способствовал рост экспорта на 3,1% и снижение импорта на 1%. В 2024 г. выросли доходы от экспорта металлов и изделий, а также продукции химической промышленности. Сдерживающее влияние оказало снижение поставок за рубеж продуктов животного происхождения и топливно-

энергетических товаров. Снижение импорта преимущественно связано с сокращением поставок машин и оборудования, что, в свою очередь, объясняется завершением инвестиционного цикла на крупных нефтяных месторождениях.

**Инфляция в Казахстане в феврале 2025 г. ускорилась до 9,4% г/г** после 8,9% г/г месяцем ранее. Ключевым фактором такой динамики стало повышение тарифов на жилищно-коммунальные услуги в рамках программы «Тариф в обмен на инвестиции». Инфляция продовольственных и непродовольственных товаров выросла до 6,5% г/г и 8,7% г/г соответственно в условиях ослабления тенге. Полагаем, что умеренно жесткие денежно-кредитные условия будут способствовать возврату инфляции на траекторию устойчивого замедления. [Прогнозируем](#) рост индекса потребительских цен на 7,3% г/г на конец 2025 г.

**Национальный банк Казахстана повысил базовую ставку на 125 б.п. до 16,5% на мартовском заседании.** Сезонно сглаженная инфляция ускоряется третий месяц подряд, увеличившись, по нашим оценкам, до 1% в феврале 2025 г. с 0,92% месяцем ранее. Регулятор также повысил прогноз по инфляции на 2025–2027 гг., учитывая усиление инфляционного давления со стороны ключевых торговых партнеров, повышение тарифов на ЖКХ и цен на ГСМ, а также ожидаемое увеличение ставки НДС. Текущее и прогнозируемое повышение инфляции потребовало ужесточения денежно-кредитных условий, чтобы избежать необходимости более высокого повышения базовой ставки в будущем.

**Дефицит государственного бюджета по итогам 2024 г. сменился профицитом в начале 2025 г.** Дефицит государственного бюджета составил 3,6 трлн тенге по итогам 2024 г. и сформировался опережающим ростом расходов на 13,3% г/г при росте доходов на 8,9% г/г. В начале 2025 г. государственный бюджет сложился с профицитом в размере 329,5 млрд тенге. Положительную динамику обеспечил опережающий рост доходов (на 19,6% г/г, в то время как расходы увеличились на 5,1% г/г). В январе 2025 г. произошла ребалансировка источников доходной части бюджета. Нарастивание объема поступлений в текущем году сформировано за счет роста налоговых платежей на 34,4% г/г (в январе 2024 г. зафиксировано сокращение на 32,5% г/г). Трансферт из Национального фонда снизился на 8,3% г/г (годом ранее – рост в 2,6 раза). Расходы государственного бюджета преимущественно были направлены на цели социального обеспечения, образования, в жилищно-коммунальное и сельское хозяйство.

**Рейтинговое агентство S&P подтвердило суверенный рейтинг Казахстана на уровне ВВВ-, прогноз – «стабильный».** Важным фактором также выступило наличие значительных внешних резервов (накопленный объем валовых международных резервов НБ РК и внешних активов Национального фонда на конец сентября 2024 г. составил 37,3% ВВП) и умеренный объем государственного внешнего долга – 16,7% ВВП на конец сентября 2024 г.

Таблица 3. Экономические показатели Казахстана

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	3,9	4,2	3,8	3,4	3,2	3,2	3,5	3,7	4,1	н/д	4,4	4,8
	2025*	н/д	5,4										
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2024	3,4	3,8	3,0	1,4	2,1	2,8	3,5	3,8	3,5	-2,5	3,7	3,8
	2025	2,3											
Объем продукции сельского хозяйства, прирост в % г/г	2024	0,5	4,1	2,5	3,5	1,4	6,4	4,4	3,6	23,1	18,0	19,3	21,3
	2025	3,8											
Объем выполненных строительных работ, прирост в % г/г	2024	12,8	12,8	18,3	4,6	0,4	11,7	9,4	10,2	15,8	11,1	11,7	25,3
	2025	12,7											
Инвестиции в основной капитал, прирост в % г/г	2024	0,6	14	-13,3	-16,8	-9,3	6,1	21,3	-0,5	2,4	12,6	11	32,8
	2025	0,2											
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2024	3,7	5,5	5,3	6,3	5,3	7,3	7,1	11,4	10,3	19,3	9,8	13,3
	2025	4,2											
Инфляция, % г/г	2024	9,5	9,3	9,1	8,7	8,5	8,4	8,6	8,4	8,3	8,5	8,4	8,6
	2025	8,9	9,4										

Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млрд долл. США	2024	1,6	2,3	1,7	2,0	1,9	1,9	1,7	1,5	2,5	1,6	1,3	1,8
	2025*												
Экспорт товаров, млрд долл. США	2024	5,9	6,4	6,3	7,1	7,1	6,8	6,9	6,7	7,4	7,1	6,5	7,5
	2025*												
Импорт товаров, млрд долл. США	2024	4,3	4,1	4,6	5,2	5,2	4,9	5,2	5,2	4,9	5,4	5,2	5,7
	2025*												
Среднемесячный курс тенге к долл. США	2023	451,3	450,0	449,7	446,3	442,2	454,7	474,9	478,3	479,9	485,7	494,9	519,7
	2024	524,7	506,0										

Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Базовая ставка НБРК (на конец месяца), %	2024	15,25	14,75	14,8	14,75	14,75	14,50	14,25	14,25	14,25	14,25	14,25	15,25
	2025	15,25	15,25										
Денежный агрегат М2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	16,1	18,8	15,7	16,3	15,8	16,6	21,1	18,8	18,9	19,9	19,7	19,9
	2025	19,4											
Кредитный портфель от банков второго уровня экономики (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	22,3	24,2	23,9	22,6	22,4	23,3	22,8	22,5	21,8	21,4	22,5	20,9
	2025	20,2											
Доля кредитов с просроченной задолженностью, %	2024	2,9	3,0	3,0	3,1	3,2	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	3,2	3,1
	2025	3,2											

Фискальный сектор													
		янв	янв - фев	янв - мар	янв - апр	янв - май	янв - июн	янв - июл	янв - авг	янв - сен	янв - окт	янв - ноя	янв - дек
Баланс государственного бюджета, млрд тенге	2024	110	16	-271	-202	-260	-966	-1740	-1677	-2058	-2344	-2115	-3586
	2025	329											
Доходы государственного бюджета, млрд тенге	2024	1646	4224	5994	8225	10687	12344	14529	17043	18986	21059	24296	27132
	2025	1969											
Расходы государственного бюджета, млрд тенге	2024	1521	4146	6143	8259	10727	13133	16025	18434	20732	23064	26133	30318
	2025	1599											

Источник: национальные ведомства, расчеты авторов

\* предварительные данные

# КЫРГЫЗСКАЯ РЕСПУБЛИКА

*Экономика Кыргызской Республики продолжает набирать обороты на фоне сильного внутреннего спроса. Инфляция остается в пределах целевого ориентира 5–7%. Национальный банк сохранил учетную ставку на уровне 9,0%. Профицит государственного бюджета сформирован за счет роста налоговых поступлений.*

**Экономическая активность ускоряет темпы роста.** ВВП Кыргызской Республики увеличился на 9% по итогам 2024 г., и более 50% экономического роста обеспечил сектор услуг. В январе 2025 г. рост экономики повысился до 10,6% г/г благодаря сильной динамике потребления и инвестиций. Внутренняя торговля обеспечила 4,2 п.п. в динамике ВВП, сфера услуг, исключая торговлю, – 2,5 п.п. Инвестиционная активность также сохраняет высокие обороты, прибавив 38,3% г/г в январе 2025 г. [Прогнозируем](#) увеличение ВВП на 8,7% по итогам 2025 г. на фоне сильного внутреннего спроса.

**Выпуск промышленности стремительно растет.** Объем промышленного производства увеличился на 5,5% по итогам 2024 г., главным образом благодаря предприятиям пищевой промышленности и переработки нефтепродуктов. Их суммарный вклад в динамику сектора сложился на уровне 4,2 п.п. В январе 2025 г. выпуск промышленного производства вырос на 10,7% г/г. Ключевыми драйверами в секторе выступили предприятия, производящие пищевые продукты, с вкладом в 9,1 п.п. и компании энергосектора – 2,0 п.п. Снижение объемов производства основных металлов на 8,3% г/г стало сдерживающим фактором.

**Инвестиционная активность по-прежнему на высоком уровне.** Объем капиталовложений вырос на 24,8% по итогам 2024 г. и на 38,3% г/г в январе 2025 г. (25,6% г/г – годом ранее). Наращивание инвестиций производилось преимущественно за счет собственных средств предприятий и населения, а также ассигнований из республиканского бюджета. Объем внешнего финансирования снизился в 2,3 раза, до 295,8 млн сомов; для сравнения: в среднем за 2022–2024 гг. объем внешних инвестиций составлял 475 млн сомов. Рост инвестиционной активности сосредоточен в основном в трех секторах: информация и связь, обрабатывающая и горнодобывающая промышленность. Ожидаем, что положительная динамика внешних инвестиций возобновится с началом реализации инфраструктурных проектов в водоснабжении и энергосекторе. Это создаст предпосылки для того, чтобы инвестиционная активность в текущем году продолжила формировать основу экономического роста.

**Внешняя торговля по итогам 2024 г. выросла на 0,9%**, составив 16 млрд долл. Это связано с ростом стоимостного объема экспорта на 13,1%. Рост экспорта в основном сформирован увеличением поставок за рубеж основных металлов, руды и концентратов драгоценных металлов.

Импорт снизился на 2,4% – здесь в первую очередь повлияло сокращение объема ввозимых машин.

**Инфляция составила 6,7% г/г в январе 2025 г.** – после 6,3% г/г месяцем ранее. Рост индекса потребительских цен во многом связан с удорожанием продовольствия (вклад в 2,8 п.п.) и повышением тарифов на услуги (0,9 п.п.). В январе 2025 г. ускорился рост цен на овощи в годовом сопоставлении – это объясняется прежде всего дефляцией в данном сегменте годом ранее. Цены на услуги выросли из-за повышения стоимости услуг образования. Эти факторы имеют разовый характер и не несут рисков дальнейшего ускорения инфляции. В непродовольственном сегменте рост цен замедлился до 5,0% г/г. Полагаем, что инфляция продолжит снижаться и, по нашим [оценкам](#), к концу 2025 г. составит 5,0% г/г.

**Национальный банк Кыргызской Республики сохранил учетную ставку на уровне 9,0% на февральском заседании.** Инфляция находится в пределах целевого ориентира 5–7%. При этом регулятор отмечает рост инфляционных рисков, среди которых увеличение мировых цен на продовольствие и высокая волатильность на региональных финансовых рынках, а также повышение потребительских цен в странах – ключевых торговых партнерах. Полагаем, что учетная ставка останется неизменной на протяжении большей части 2025 г.

**Государственный бюджет по итогам 2024 г. сложился с профицитом в размере 2,4% ВВП (0,9% ВВП годом ранее).** Доходы составили 30,5% ВВП (29,4% ВВП годом ранее), расходы, соответственно, 28% ВВП (28,5% ВВП годом ранее). В номинальном выражении поступления в бюджет выросли на 18,3% – преимущественно за счет увеличения налоговых сборов (+18,5%). Отмечен рост таможенных пошлин в 4,5 раза и налога на прибыль в 2,3 раза. Расходы в номинальном выражении увеличились на 11,4%. Основной рост бюджетных трат пришелся на сектор здравоохранения и экономические вопросы (включая топливно-энергетический комплекс, сельское хозяйство, горнодобывающую промышленность).

Таблица 4. Экономические показатели Кыргызстана

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	13,9	8,6	8,8	7,4	8,1	8,1	8,7	6,6	8,4	9,6	9,0	9,0
	<b>2025*</b>	<b>10,6</b>	<b>10,7</b>										
ВВП без Кумтора (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	12,4	н/д	н/д	н/д	н/д	9,9	10,6	8,3	9,7	10,8	10,3	10,3
	<b>2025*</b>	<b>13,1</b>											
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2024	24,6	-0,8	-9,9	-4,8	3,5	-6,2	1,2	0,9	28,0	13,0	-1,1	12,4
	<b>2025</b>	<b>10,7</b>											
Объем продукции сельского хозяйства, прирост в % г/г	2024	1,5	1,3	1,5	3,8	3,8	5,1	13,4	9,1	5,3	2,0	12,9	2,9
	<b>2025</b>	<b>1,8</b>											
Объем выполненных строительных работ, прирост в % г/г	2024	21,5	46,7	66,5	44,0	53,8	41,4	25,9	23,5	29,4	28,0	18,1	-11,5
	<b>2025</b>	<b>19,6</b>											
Инвестиции в основной капитал, прирост в % г/г	2024	25,6	67,2	77,4	44,2	50,4	50,0	51,8	81,8	27,2	36,6	33,5	-32,9
	<b>2025</b>	<b>38,3</b>											
Оборот оптовой и розничной торговли, прирост в % г/г	2024	5,7	22,9	29,0	11,3	18,5	21,8	112,8	-19,1	51,7	20,5	7,4	13,1
	<b>2025</b>	<b>20,7</b>											
Инфляция, % г/г	2024	5,9	5,1	5,2	5,2	4,6	4,5	4,1	3,8	4,9	4,8	5,7	6,3
	<b>2025</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>										
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Торговый баланс, млн долл. США	2024	-820	-908	-1081	-801	-800	-704	-662	-482	-250	-646	-571	-662
	<b>2025*</b>	<b>-699</b>											
Экспорт товаров, млн долл. США	2024	189	141	212	253	297	263	294	536	591	379	353	321
	<b>2025*</b>	<b>142</b>											
Импорт товаров, млн долл. США	2024	1008	1048	1293	1055	1097	967	956	1017	841	1024	924	984
	<b>2025*</b>	<b>842</b>											
Денежные переводы физ. лиц, осущест. через сист. переводов, прирост в % г/г	2024	86,9	38,7	-16,9	-3,4	-11,2	46,8	12,6	108,9	60,4	3,5	0,8	3,7
	<b>2025</b>												
Среднемесячный курс сома к долл. США	2024	89,2	89,4	89,5	89,1	88,3	87,2	85,1	85,1	84,4	85,3	86,3	86,9
	<b>2025</b>	<b>87,3</b>	<b>87,4</b>										
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Учетная ставка НБКР (на конец месяца), %	2024	13,00	13,00	13,00	11,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
	<b>2025</b>	<b>9,00</b>	<b>9,00</b>										
Денежный агрегат М2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	17,0	18,7	20,3	21,8	25,3	27,7	30,9	30,0	28,6	36,3	31,5	31,1
	<b>2025</b>												
Выданные кредиты (за месяц), прирост в % г/г	2024	56,7	28,4	30,3	38,7	33,1	27,1	51,1	26,2	34,0	41,7	53,7	61,2
	<b>2025</b>	<b>44,0</b>											
Доля кредитов с просроченной задолженностью, %	2024	9,5	9,7	10,5	11,9	12,0	12,1	11,9	12,1	11,3	11,5	11,1	10,7
	<b>2025</b>												
Фискальный сектор													
		янв	янв-фев	янв-мар	янв-апр	янв-май	янв-июн	янв-июл	янв-авг	янв-сен	янв-окт	янв-ноя	янв-дек
Баланс государственного бюджета, млрд сомов	2024	8,9	9,7	9,2	13,0	24,9	38,9	37,3	49,3	47,8	45,5	55,7	36,9
	<b>2025</b>												
Доходы государственного бюджета, млрд сомов	2024	28,8	56,0	89,1	126,4	170,2	220,8	253,5	299,0	334,0	373,0	420,9	464,0
	<b>2025</b>												
Расходы государственного бюджета, млрд сомов	2024	19,9	46,3	80,0	113,5	145,3	181,9	216,2	249,7	286,2	327,5	365,2	427,1
	<b>2025</b>												

Источник: национальные ведомства, расчеты авторов

\* предварительные данные

# РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

*Экономика второй год подряд демонстрирует рекордные<sup>6</sup> темпы роста. Инфляция значительно ускорилась и остается на повышенном уровне в условиях бюджетного стимулирования и увеличения внутреннего спроса. Банк России продолжает жесткую денежно-кредитную политику, чтобы сдерживать рост цен и снижать инфляционные ожидания.*

**Экономика по итогам 2024 г. увеличилась на 4,1%, сохранив рекордную динамику предыдущего года.** Важнейшим драйвером ВВП стала промышленность – рост в ней составил 4,6%. Основной вклад в показатель внесли обрабатывающие производства, выпуск которых вырос на 8,5%, во многом благодаря машиностроению, обеспечившему 40% прироста обрабатывающей промышленности. В большинстве ключевых отраслей также наблюдался рост, исключение – нефтепереработка, в которой объем выпуска сократился на 2,1% (причина – выбытие части мощностей на внеплановые ремонты). В добывающем секторе также сохранилась отрицательная динамика (минус 0,9% в 2024 г.).

**Значительный рост внутреннего спроса в 2024 г.** Потребление домашних хозяйств увеличилось на 5,5%, а валовое накопление основного капитала – на 10,2%. Рост потребления связан в первую очередь с увеличением реальных располагаемых доходов (7,3% после 6,1% годом ранее) и активным розничным кредитованием. Инвестиционная активность в основном стимулировалась бюджетной поддержкой. При этом привлечение заемных средств было ограничено из-за роста процентных ставок для бизнеса – с 10% в среднем в 2023 г. до 15% в 2024 г. Динамика инвестиций отражает переориентацию российской экономики на внутренний спрос, развитие импортозамещения и адаптацию к внешним экономическим ограничениям.

**Признаки охлаждения экономической активности в начале 2025 г.** За январь 2025 г. российская экономика увеличилась на 3% г/г после 4,5% г/г в декабре 2024 г. Рост одного из ключевых драйверов экономики – промышленности – замедлился до 2,2% г/г в январе 2025 г. после роста на 8,2% г/г в декабре 2024 г. Опережающие экономические индикаторы также свидетельствуют о некотором замедлении: индекс PMI в промышленности в феврале 2025 г. снизился на 2,9 п. до 50,2 п. – минимального значения с октября прошлого года. Большинство опрошенных компаний отмечают, что количество новых заказов снижается, а объемы производства падают из-за ограничений мощностей и нехватки рабочих кадров. [Прогнозируем](#) увеличение ВВП в 2025 г. на 2,4% – темпы роста экономики замедлятся, хотя и останутся высокими.

**В начале 2025 г. инфляционное давление стало постепенно снижаться, но остается повышенным.** Очищенная от сезонных факторов инфляция за январь составила 0,85% после 1,1% за декабрь 2024 г. Ожидаемая населением инфляция снизилась до 13,7% г/г в феврале после пикового уровня 14% г/г в январе 2025 г. Также впервые с конца 2024 г. уменьшились инфляционные ожидания бизнеса, вернувшись к уровню октября 2024 г.

---

<sup>6</sup> За исключением восстановительного роста в 2021 г.

Все это может указывать на приближение разворота ценовой динамики и позволяет прогнозировать постепенное возвращение инфляции к цели.

**Центральный банк последовательно ужесточал денежно-кредитную политику, повысив ключевую ставку с 16% до 21% в 2024 г.** Кроме того, изменение условий льготной ипотеки и макропруденциальные меры, повышающие устойчивость финансовой системы, дополнительно ужесточили условия кредитования.

**В начале 2025 г. Банк России сохранил ключевую ставку на уровне 21%** в условиях выраженного охлаждения кредитной активности и роста склонности населения к сбережению. Достигнутая жесткость денежно-кредитных условий формирует необходимые предпосылки для возврата инфляции к цели. Мы ожидаем сохранения ключевой ставки на текущем уровне до середины года.

**Профицит текущего счета платежного баланса в 2024 г.** составил 53,5 млрд долл. (или 3,5% ВВП), что на 6,8% больше уровня 2023 г. При этом отмечается снижение объемов торговли: экспорт товаров и услуг сократился на 1,4%, а импорт – на 1,2%. Это стало следствием расширения санкционных ограничений со стороны США и стран ЕС. Сальдо товаров и услуг составило 84,6 млрд долл., сократившись на 2,1% за 2024 г.

**В первые месяцы 2025 г. профицит внешней торговли начал сокращаться.** Положительное сальдо торговли товарами и услугами составило 1,5 млрд долл. (4,1 млрд долл. в январе 2024 г.), что обусловлено снижением экспорта на 1,3% г/г при росте импорта на 7,9% г/г. Экспорт сокращается в условиях более низких цен на энергоресурсы и затруднения логистики и расчетов, в то время как импорт растет на фоне увеличения внутреннего спроса и расширения выездного туризма.

**Высокая волатильность и ослабление обменного курса до 100 рублей за доллар к концу 2024 г.** Российский рубль ослаб к доллару США на 9,2% в среднем за 2024 г. по сравнению с 2023 г. Дополнительные санкции США против российского финансового сектора усилили давление на валюту и повысили ее волатильность. В результате стоимость российского рубля к иностранным валютам стала значительно более чувствительной к изменению новостного фона.

**С начала 2025 г. российский рубль укрепился почти на 15%,** несмотря на ухудшение состояния платежного баланса. Основная причина – на фоне активизации переговоров между Россией и США повысился оптимизм участников рынка (смягчение санкционного давления стало выглядеть вполне реальной перспективой). Согласно нашим оценкам, повышение бюджетных расходов, увеличение импорта и снижение процентных ставок во второй половине года создают условия для ослабления курса к уровню 95–100 рублей за доллар в 2025 г.

**Федеральный бюджет по итогам 2024 г. исполнен с дефицитом 3,5 трлн рублей, это 1,7% ВВП** (в 2023 г. – 3,2 трлн рублей, или 1,9% ВВП). Доходы выросли на 26% (при прогнозе в 20,4%) благодаря нефтегазовым поступлениям, превысившим план на 10 п.п. за счет расширения экономической активности. В 2025 г. дефицит бюджета планируется снизить до 0,5% ВВП за счет опережающего роста доходов.

Таблица 5. Экономические показатели России

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
ВВП*, прирост в % г/г	2024	4,8	7,6	4,2	4,6	4,7	3,2	3,5	2,6	3,2	3,2	3,6	4,5
	2025	3,0											
Объем промышленного производства, прирост в % г/г	2024	4,3	8,5	4,0	3,9	5,3	2,7	3,3	2,7	3,2	4,8	3,7	8,2
	2025	2,2											
Объем продукции сельского хозяйства, прирост в % г/г	2024	0,5	0,5	2,5	1,4	1,0	-0,3	5,2	-14,7	0,2	-11,7	-17,6	-11,6
	2025	2,1											
Объем выполненных строительных работ, прирост в % г/г	2024	1,9	1,8	1,6	2,9	5,2	1,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,5	7,5
	2025	7,4											
Оборот розничной торговли, прирост в % г/г	2024	8,6	12,3	11,1	8,3	7,5	6,7	6,5	5,1	6,5	4,8	6,0	5,2
	2025	5,4											
Реальные располагаемые денежные доходы населения, прирост в % г/г	2024			5,8			8,1			8,6			7,3
	2025												
Инфляция, % г/г	2024	7,4	7,7	7,7	7,8	8,3	8,6	9,1	9,1	8,6	8,5	8,9	9,5
	2025	9,9											
Внешний сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Счет текущих операций** (за квартал), млрд долл. США	2024			24,0			17,3			7,8			4,5
	2025												
Сальдо финансовых операций прочих секторов (чистое кредитование (+) / чистое заимствование (-))** (за квартал), млрд долл. США	2024			29,2			11,6			9,7			-3,2
	2025												
Среднемесячный курс российского рубля к доллару США	2024	88,7	91,5	91,7	93,0	90,6	87,8	87,5	89,2	91,2	96,2	100,7	102,3
	2025	100,4	92,7										
Монетарная политика и банковский сектор													
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Ключевая ставка (на конец месяца), %	2024	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00	16,00	18,00	18,00	19,00	21,00	21,00	21,00
	2025	21,00	21,00										
Денежный агрегат M2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	19,0	18,4	17,4	21,8	18,9	18,7	18,2	17,9	18,8	19,5	20,0	19,2
	2025	19,2											
Корпоративные кредиты и кредиты физическим лицам (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	25,1	23,6	23,6	23,1	23,4	22,0	21,2	20,5	19,5	20,0	19,7	16,7
	2025	15,0											
Удельный вес просроченной задолженности по кредитам физлицам- резидентам (на начало месяца), %	2024	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5	3,6
	2025	3,6											
Удельный вес просроченной задолженности по кредитам юрлицам и ИП – резидентам (на начало месяца), %	2024	4,1	4,1	4,1	4,0	3,9	3,9	3,9	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4
	2025	3,4											
Фискальный сектор													
		янв	янв- фев	янв- мар	янв- апр	янв- май	янв- июн	янв- июл	янв- авг	янв- сен	янв- окт	янв- ноя	янв- дек
Баланс федерального бюджета***, трлн руб.	2024	-0,1	-1,1	-0,3	-1,1	-0,7	-0,6	-1,1	0,0	0,6	0,1	0,0	-3,5
	2025	-1,7											
Доходы федерального бюджета***, трлн руб.	2024	2,4	5,0	8,7	11,7	14,3	17,1	19,8	23,0	26,3	29,7	32,7	36,7
	2025	2,7											
Расходы федерального бюджета***, трлн руб.	2024	2,5	6,2	9,0	12,8	15,0	17,7	20,9	23,1	25,7	29,6	32,6	40,2
	2025	4,4											

Источник: национальные ведомства, CEIC Data, расчеты авторов

\* оценки Минэкономразвития РФ.

\*\* оценка аналитиков ЕАБР

\*\*\* предварительные данные

# РЕСПУБЛИКА ТАДЖИКИСТАН

*Экономика выросла на 8,4% в 2024 г. Этому способствовали ускоренное развитие горно-металлургического комплекса и высокий внутренний спрос. Национальный банк в феврале 2025 г. продолжил снижение ставки рефинансирования, поскольку инфляция остается вблизи нижней границы целевого диапазона. Государственный бюджет исполняется с профицитом.*

**ВВП по итогам 2024 г. вырос на 8,4% г/г** – после 8,3% г/г в 2023 г. Одним из ключевых факторов экономического роста стало расширение мощностей горно-металлургического комплекса, где выпуск увеличился на 34% г/г. Основным драйвером внутреннего спроса остается рост объема денежных переводов в Таджикистан (41% г/г за январь – сентябрь 2024 г.), дополнительным – реальный рост заработных плат (14,5% г/г за январь – ноябрь 2024 г.). Оборот розничной торговли и инвестиции увеличились на 13,5% и 8,4% г/г соответственно. [Мы ожидаем](#), что в 2025 г. экономика вновь достигнет высоких темпов роста, увеличившись на 8,4% в условиях значительной инвестиционной и потребительской активности.

**Высокие темпы роста наблюдались во всех основных производственных секторах.** Промышленность выросла на 20% по итогам 2024 г. – максимальный показатель за три года. Помимо добычи руд и металлургии (рост на 50% г/г и на 13,5% г/г по итогам 2024 г. соответственно), двузначный рост продемонстрировали пищевая отрасль (10% г/г), производство строительных материалов (15,7% г/г). Энергетика выросла на 5,7% г/г, а сельское хозяйство – на 10,6% г/г, преодолев [периоды спада или стагнации](#), наблюдавшиеся в 2024 г. из-за неблагоприятных погодных условий (в первой половине года – в энергетике, осенью – в сельском хозяйстве).

**Дефицит внешней торговли товарами в 2024 г. увеличился** в 1,5 раза, составив 5,1 млрд долл. Основная причина – рост импорта на 19,2% по итогам года вследствие укрепления внутреннего спроса. Страна нарастила закупки за рубежом: электроэнергии – на 58% г/г, природного газа – на 22% г/г, машин и оборудования – на 26% г/г, пищевой продукции – на 22% г/г. В то же время экспорт снизился на 70% г/г из-за сокращения поставок золота на внешние рынки.

Национальный банк нарастил международные резервы, в том числе за счет увеличения золотого запаса. На конец III квартала 2024 г. резервы увеличились на 1,0 млрд долл. относительно начала года, достигнув 4,6 млрд долл. (эквивалент 8,7 месяца импорта товаров и услуг).

**Инфляция осталась вблизи нижней границы целевого диапазона<sup>7</sup>.** По итогам января 2025 г. рост потребительских цен составил 3,6% г/г. Этот показатель большую часть прошлого года был ниже 4% на фоне стабильного курса национальной валюты и с учетом того, что не было

---

<sup>7</sup> Национальный банк Таджикистана снизил середину целевого диапазона инфляции с 6% до 5%. Ширина целевого диапазона сохранена на уровне 2 п.п. Решение действует с начала текущего года.

сильного давления со стороны мировых цен на продовольствие и энергоносители. [Наш прогноз](#) предполагает, что инфляция к концу текущего года ускорится до 5–6% г/г под влиянием сильного внутреннего спроса в экономике.

**НБТ снизил ставку рефинансирования** с 10% на начало 2024 г. до 9% на конец 2024 г. и затем до 8,75% в начале февраля 2025 г. Мы не ожидаем дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики, учитывая снижение целевого диапазона по инфляции и сохранение высокого внутреннего спроса.

**Государственный бюджет исполнен с профицитом 1,5 млрд сомони** – это на 0,4 млрд долл. меньше, чем в 2023 г. Доходы бюджета составили 47 млрд сомони (30,6% ВВП), увеличившись на 8,9% г/г по итогам 2024 г. Налоговые поступления выросли на 13,0% г/г в условиях роста экономики, но грантовая часть доходов сократилась на 9,3% г/г. Основной рост расходов пришелся на социальную сферу: финансирование образования увеличилось на 23,1%, здравоохранения – на 14,2% г/г. Помимо этого выросли расходы на жилищно-коммунальное хозяйство – на 11,7% г/г. Государственные расходы на транспортный и сельскохозяйственный сектора снизились на 24% г/г и 34% г/г соответственно (это соразмерно бюджетным планам).

Таблица 6. Экономические показатели Таджикистана

Реальный сектор (в постоянных ценах)													
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	
Краткосрочный экономический индикатор (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024		8,2			8,2			8,4			8,4	
	2025												
Объем промышленного производства (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	6,0	9,6	8,0	9,5	10,0	11,5	12,1	13,2	15,3	15,2	н/д	20,0
	2025												
Объем продукции сельского хозяйства (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	4,5	5,4	6,7	7,1	6,8	9,6	7,1	1,8	11,4	10,9	н/д	10,6
	2025												
Инвестиции в основной капитал (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	42,7	43,2	22,2	17,8	17,2	15,7	11,5	8,1	7,0	5,7	н/д	8,4
	2025												
Оборот розничной торговли (накопленным итогом с начала года), прирост в % г/г	2024	16,6	17,4	15,6	14,5	14	14,3	12,6	12,3	12,8	13,3	н/д	13,5
	2025												
Инфляция, % г/г	2024	3,8	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,4	3,6	3,1	3,6	4,1	3,6
	2025	3,6											
Внешний сектор													
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	
Торговый баланс, млн долл. США	2024	-405	-75	-405	-390	-746	-397	-410	-406	-406	-580	-280	-560
	2025												
Экспорт товаров, млн долл. США	2024	83	428	102	117	149	118	125	141	144	140	177	224
	2025												
Импорт товаров, млн долл. США	2024	488	503	507	507	896	516	535	547	550	720	457	783
	2025												
Трансграничные переводы физических лиц в РТ, прирост в % г/г	2024			56,4			50,4		40,6				
	2025												
Среднемесячный курс сомони к долл. США	2024	11,0	11,0	11,0	10,9	10,9	10,7	10,7	10,6	10,7	10,6	10,7	10,9
	2025												
Монетарная политика и банковский сектор													
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	
Ставка рефинансирования (на конец месяца), %	2024	10,00	9,50	9,50	9,50	9,25	9,25	9,25	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
	2025	8,75	8,75										
Денежный агрегат М2 (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	-1,0	1,1	3,3	6,2	11,9	24,6	30,7	35,2	36,8	35,1	34,0	31,7
	2025	32,1											
Кредиты коммерческих банков резидентам (на конец месяца), прирост в % г/г	2024	29,2	26,0	23,8	20,7	21,1	19,9	18,9	22,0	21,9	18,6	20,3	19,7
	2025	21,6											
Доля необслуживаемых кредитов и займов в общем объеме кредитов и займов, %	2024			1,9			2,3		3,6			3,0	
	2025												
Фискальный сектор													
	янв	янв - фев	янв - мар	янв - апр	янв - май	янв - июн	янв - июл	янв - авг	янв - сен	янв - окт	янв - ноя	янв - дек	
Баланс государственного бюджета, млрд сомони	2024	1,3	0,7	1,1	1,1	1,2	1,2	1,4	1,8	2,0	3,7	2,2	1,5
	2025												
Доходы государственного бюджета, млрд сомони	2024	3,2	6,6	10,2	14,0	17,5	21,2	25,0	29,3	33,3	37,1	41,2	47
	2025												
Расходы государственного бюджета, млрд сомони	2024	1,9	5,9	9,1	12,9	16,3	20,0	23,6	27,5	31,3	33,4	39,0	45,5
	2025												

Источник: Национальные ведомства, расчеты авторов

\* предварительные данные

Таблица 7. Основные экономические показатели государств – участников ЕАБР

Государства – участники ЕАБР	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Таджикистан	Примечание
Реальный ВВП, темпы прироста, % *	7,1	3,7	5,4 <sup>6)</sup>	10,6	3,0	8,4 <sup>1)</sup>	январь 2025 г. к январю 2024 г.
Реальный объем промышленного производства, темпы прироста, %	-10,4	2,9	2,3	10,7	2,2	20,0 <sup>1)</sup>	январь 2025 г. к январю 2024 г.
Реальный объем розничной торговли, темпы прироста, %	4,7	12,2	4,2	20,7	5,4	13,5 <sup>1)</sup>	январь 2025 г. к январю 2024 г.
Реальный объем продукции сельского хозяйства, темпы прироста, %	1,6 <sup>1)</sup>	3,3	3,8	1,8	2,1	10,6 <sup>1)</sup>	январь 2025 г. к январю 2024 г.
Реальный объем выполненных строительных работ, темпы прироста, %	11,6	15,2	12,7	19,6	7,4	н/д	январь 2025 г. к январю 2024 г.
Инвестиции в основной капитал, темпы прироста, %	15,9 <sup>2)</sup>	20,4	0,2	38,3	8,6 <sup>2)</sup>	8,4 <sup>1)</sup>	январь 2025 г. к январю 2024 г.
ВВП на душу населения, долл. США **	8501	8342	14291	2419	14803	1353	по итогам 2024 г.
Уровень бедности (малообеспеченности), %	23,7	3,6	5,2	29,8	8,5	21,2	по итогам 2023 г.
Баланс бюджета, % ВВП ***	-3,7	-2,1 <sup>3)</sup>	-2,7	2,4	-1,7	1,0	январь – декабрь 2024 г.
ИПЦ, темпы прироста, %	1,7	5,2	8,9	6,7	9,9	3,6	январь 2025 г. к январю 2024 г.
ИПЦ, темпы прироста, в % к декабрю предыдущего года	1,4	0,7	1,1	0,6	1,2	н/д	январь 2025 г. к декабрю 2024 г.
Государственный долг, % ВВП ****	48,3	50,3 <sup>4)</sup>	23,5	37,6	13,3	23,5 <sup>5)</sup>	на 01.01.2025
Международные резервные активы, млрд долл. США	3,3	9,3	47,2	5,1	620,8	4,6 <sup>5)</sup>	на 01.02.2025
монетарное золото, млрд долл. США	-	4,9	25,8	3,2	206,5	-	на 01.02.2025
прочие, млрд долл. США	-	4,5	21,3	1,9	414,2	-	на 01.02.2025
Активы банковской системы, млрд долл. США	27,1	41,4	118,5	9,4	1948,5	4,3	на 01.01.2025
% ВВП	106,3	58,1	45,5	53,6	99,6	31,0	на 01.01.2025

Государства – участники ЕАБР	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Таджикистан	Примечание
<b>Ставка рефинансирования</b> (ключевая), %	6,75	9,50	15,25	9,00	21,00	8,75	на 01.03.2025
<b>Счет текущих операций,</b> млрд долл. США	-0,7	-1,8	-1,1	-4,5	50,6	0,6	январь – сентябрь 2024 г.
% ВВП	-4,2	-3,2	-0,6	-41,8	3,3	6,1	январь – сентябрь 2024 г.
<b>Кредитный рейтинг</b>							
Moody's	Ba3/Stable	C/Stable	Baa1/Stable	B3/Stable	-	B3/Positive	на 01.03.2025
S&P	BB-/Stable	-	BBB-/ Stable	-	-	B/Stable	на 01.03.2025
Fitch	BB-/Stable	-	BBB/Stable	-	-	-	на 01.03.2025
<b>Режим ДКП *****</b>	инфляционное таргетирование	монетарное таргетирование	инфляционное таргетирование	прочий режим	инфляционное таргетирование	монетарное таргетирование	на 01.01.2025
Индекс глобальной конкурентоспособности (World Economic Forum), рейтинг в списке стран	69	н/д	55	96	43	104	2019 г.

**Источник:** национальные ведомства, рейтинговые агентства, международные институты

\* – РА – показатель экономической активности, РТ – краткосрочный экономический индикатор

\*\* – расчеты аналитиков ЕАБР на основе данных национальных ведомств

\*\*\* – РА – государственный бюджет, РБ – республиканский бюджет, РК – государственный бюджет, КР – государственный бюджет, РФ – федеральный бюджет, РТ – государственный бюджет

\*\*\*\* – РФ – без учета государственного долга субъектов Российской Федерации и муниципальных образований; РБ – долг центрального правительства с учетом гарантий

\*\*\*\*\* – режимы ДКП согласно данным IMF (2020a)

1) – январь – декабрь 2024 г. к январю – декабрю 2023 г.

1) – январь – сентябрь 2024 г. к январю – сентябрю 2023 г.

3) – январь – декабрь 2022 г.

4) – на 01.07.2023

5) – на 01.10.2024

6) – январь-февраль 2025 г. к январю-февралю 2024 г.

## ПРИЛОЖЕНИЕ

Всемирный банк для классификации стран по уровню доходов использует валовой национальный доход (ВНД) на душу населения. ВНД – макроэкономический показатель, близкий по смыслу к ВВП (который аналитики используют чаще). Разница между ними в том, что ВВП измеряет производство товаров и услуг на территории страны за отчетный период, а ВНД – производство товаров и услуг на территории страны в той степени, в какой доля в предприятиях-производителях принадлежит гражданам страны, плюс производство товаров и услуг предприятиями, принадлежащими гражданам страны, но расположенными за ее пределами. В большинстве стран ВНД и ВВП демонстрируют сходную динамику.

Регулярные [материалы ЕАБР](#) включают среднесрочные прогнозы таких показателей экономики Казахстана, как реальный рост ВВП, рост индекса потребительских цен и обменного курса национальной валюты к доллару. Их можно использовать для прогнозирования ВНД. Для этого ВНД следует представить, как произведение реального ВНД (ВНД в постоянных ценах) и дефлятора ВНД (индекса цен товаров и услуг, учитываемых в расчете ВНД):

$$GNP_t = RGNP_t \cdot DGNP_t.$$

Рост реального ВНД (RGNP) близок к росту реального ВВП (RGDP). Прогноз в его отношении можно построить на основе прогноза роста реального ВВП, который мы предлагаем корректировать на уточняющий параметр  $\Delta$ :

$$\Delta\%RGNP_t^f = \Delta\%RGDP_t^f + \Delta.$$

Параметр  $\Delta$  рассчитывается как отношение среднего роста RGNP на пятилетнем периоде 2019–2023 гг. к среднему росту RGDP на том же периоде. Прогноз роста ВНД на 2028–2030 гг. строится исходя из предположения о равновесной динамике экономического роста.

Для прогнозирования дефлятора ВНД с учетом [прогноза](#) ИПЦ и прогнозов других объясняющих переменных (например, цен на энергоносители) была использована байесовская векторная авторегрессионная модель (BVAR). Байесовский подход учитывает априорную информацию, что особенно важно при ограниченном объеме данных. Это позволяет уменьшить погрешность прогноза и повысить его устойчивость.

В общем виде BVAR может быть представлена как

$$y_t = a_0 + a_1 y_{t-1} + a_2 y_{t-2} + \dots + a_p y_{t-p} + \varepsilon_t, \quad \varepsilon_t \sim N(0, V),$$

где  $y_t$  – матрица эндогенных переменных,  $a_0$  – матрица констант,  $a_n$  – матрица коэффициентов для лага  $n$ ,  $\varepsilon_t$  – матрица нормально распределенных ошибок с нулевым математическим ожиданием и ковариационной матрицей  $V$ .

Основным отличием байесовской модели от обычной VAR является метод оценивания с учетом априорного распределения. Это основывается на формуле Байеса, из чего мы получаем аналитическое представление апостериорного распределения параметров

$$p(\theta|y) = \frac{p(y|\theta)p(\theta)}{P(y)} = \frac{p(y|\theta)p(\theta)}{\int p(y|\theta)p(\theta)d\theta},$$

где  $\theta = \text{vec}(A)$ ,  $p(\theta)$  – априорное распределение параметров, а  $p(\theta|y)$  – апостериорное. При этом мы задаем априорное распределение при помощи гиперпараметров.

В модели использовалось априорное распределение Миннесоты, гиперпараметры которого были оценены с помощью иерархического метода на основе имеющихся данных. Распределение Миннесоты предполагает, что все отдельные переменные следуют процессу случайного блуждания:

$$E[(A_s)_{ij}|V] = \begin{cases} 1, & \text{если } i = j, s = 1 \\ 0, & \text{иначе} \end{cases}$$

$$\text{cov} [(A_s)_{ij}, (A_r)_{kl}|V] = \begin{cases} \lambda^2 \frac{1}{s^\alpha} \frac{V_{ik}}{\varphi_j / (1 - d - M - 1)}, & \text{если } l = j \text{ и } r = s. \\ 0, & \text{иначе} \end{cases}$$

Ключевым гиперпараметром является  $\lambda$ , гиперпараметр определяет относительную важность априорной информации и имеющихся данных. Гиперпараметр  $\alpha$  контролирует влияние более отдаленных наблюдений. Гиперпараметр  $\varphi_j$  определяет важность лагов других переменных.

Все расчеты выполнены в R с использованием пакета BVAR. Модель включает пять лагов и пять переменных. Переменные, которые были использованы, перечислены в следующей таблице.

Название	Тип данных	Базовый год
Индекс потребительских цен	базисный индекс	2021
Дефлятор ВВП	базисный индекс	2010
Индекс цен на энергетические товары	базисный индекс	2016
Валютный курс USD/KZT	тенге за доллар	
Процентная ставка НБ РК	процентные пункты	

Данные являются квартальными, имеются наблюдения с I квартала 2000 г. по III квартал 2024 г. Для всех переменных, кроме процентной ставки, были взяты логарифмы. Для проверки стационарности рядов применялся ADF-тест. Если ряд оказывался нестационарным, это учитывалось при оценке коэффициентов.

Прогноз дефлятора ВНД является условным. Модель оценивается на фактических данных, после чего строится прогноз дефлятора при известных траекториях остальных переменных.

Полученный с использованием описанного выше метода прогноз дефлятора ВНД используется для построения прогноза в отношении дефлятора ВНД. Последний пересчитывается из тенгового в долларовой на основе скользящего среднего курса тенге к доллару за три года (текущий и два предшествующих, в соответствии с применяемым Всемирным банком [методом Атласа](#)). Прогноз роста населения страны, необходимый для расчета прогноза подушевого ВНД, строится на основе темпов роста населения Казахстана в 2020–2024 гг. и с учетом [прогноза ООН](#) в отношении темпов роста населения мира, предполагающего их постепенное замедление.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Винокуров, Е., Кузнецов, А., Соболевская, М., Бердигулова, А., Федоров, К., Долговечный, А., Бабаджанян, В. ЕАБР (2024) Макроэкономический прогноз 2025–2027. Декабрь 2024. Алматы: Евразийский банк развития. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews/makroekonomicheskiy-prognoz-2025-2027/> (Просмотрено 27 февраля 2025).

НБ КР (2025). Индекс деловой активности по Казахстану. Доступно на: <https://www.nationalbank.kz/ru/page/indeks-delovoy-aktivnosti-po-kazahstanu-ida> (Просмотрено 10 марта 2025).

Chavas, J.-P., 2024. Economic resilience: Measurement and assessment across time and space. *Research in Economics* 78 (2024), 100953.

Gill, I. and Kharas, H. 2015. The Middle-Income Trap Turns Ten. Policy Research Working Paper No. 7403. World Bank: Washington DC.

IHS Markit (2025) S&P Global Freedom Holding Corp. Индекс деловой активности PMI сферы услуг Казахстана. Доступно на: <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PressRelease/d6bdaadc009543f6866288e5e51460a4> (Просмотрено 10 марта 2025).

Kapital.kz (2025) Объем добычи нефти и газового конденсата в Казахстане в 2024 году составил 87,7 млн тонн. Доступно на: <https://kapital.kz/economic/133702/tengizshevroyl-nachal-dobychu-nefti-po-proyektu-budushchego-rasshireniya.html> (Просмотрено 4 марта 2025).

World Bank. 2024. World Development Report 2024. World Bank: Washington DC.

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

<b>ВВП</b>	– валовой внутренний продукт
<b>ВНД</b>	– валовой национальный доход
<b>ГСМ</b>	– горюче-смазочный материал
<b>ЕАБР</b>	– Евразийский банк развития
<b>ЕАЭС</b>	– Евразийский экономический союз
<b>ЕЦБ</b>	– Европейский центральный банк
<b>ЖКХ</b>	– жилищно-коммунальное хозяйство
<b>ИТ</b>	– Информационные технологии
<b>КР</b>	– Кыргызская Республика
<b>МВФ</b>	– Международный валютный фонд
<b>МСБ</b>	– малый и средний бизнес
<b>НБ КР</b>	– Национальный банк Кыргызской Республики
<b>НБ РБ</b>	– Национальный банк Республики Беларусь
<b>НБ РК</b>	– Национальный банк Республики Казахстан
<b>НБ РТ</b>	– Национальный банк Республики Таджикистан
<b>НДС</b>	– налог на добавленную стоимость
<b>ООН</b>	– Организация Объединенных Наций
<b>ППС</b>	– паритет покупательной способности
<b>РА</b>	– Республика Армения
<b>РБ</b>	– Республика Беларусь
<b>РК</b>	– Республика Казахстан
<b>РТ</b>	– Республика Таджикистан
<b>РФ</b>	– Российская Федерация
<b>США</b>	– Соединенные Штаты Америки
<b>ФРС</b>	– Федеральная резервная система
<b>ЦБ РА</b>	– Центральный банк Республики Армения
<b>ЦБ РФ</b>	– Центральный банк Российской Федерации
<b>б.п.</b>	– базисный пункт
<b>г., гг.</b>	– год, годы
<b>долл.</b>	– доллар США
<b>млн</b>	– миллион
<b>млрд</b>	– миллиард
<b>п.п.</b>	– процентный пункт
<b>трлн</b>	– триллион
<b>тыс.</b>	– тысяч
<b>%</b>	– процент
<b>% г/г</b>	– годовой темп прироста
<b>НІС</b>	– High Income Country
<b>PMI</b>	– Purchasing Managers' Index
<b>SDR</b>	– Special Drawing Rights



# АНАЛИТИКА НА САЙТЕ ЕАБР



## Макроэкономический прогноз (RU/EN)

### Макроэкономический прогноз ЕАБР 2025–2027

В аналитическом материале резюмированы предварительные итоги экономического развития государств — участников Банка в 2024 г. и представлен прогноз основных макроэкономических показателей стран региона на 2025 г., а также на 2026–2027 гг.



## Доклад 25/2 (RU/EN)

### Бассейн реки Иртыш: трансграничные вызовы и практические решения

В новом исследовании Евразийского банка развития «Бассейн реки Иртыш: трансграничные вызовы и практические решения» представлены результаты диагностики и прогноза состояния водных ресурсов в бассейне, определены позиции трех стран и предложены практические решения, включая инвестиционные.



## Доклад 25/1 (RU/EN)

### Взаимные инвестиции на Евразийском континенте: новые и старые партнеры

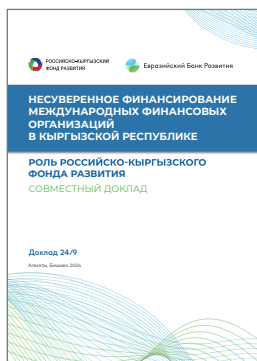
Доклад содержит детальные сведения о масштабах, динамике, географической и отраслевой структуре накопленных взаимных прямых инвестиций между странами Евразийского региона, с одной стороны, и Китаем, Турцией, Ираном, странами Залива, с другой стороны, за период с 2016 г. по первое полугодие 2024 г.



## Доклад 24/10 (RU/EN)

### Мониторинг взаимных инвестиций ЕАБР – 2024. Евразийский регион

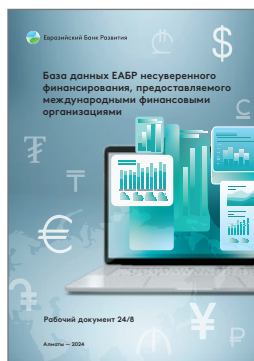
Доклад содержит детальные сведения о масштабах, динамике, географической и отраслевой структуре взаимных прямых инвестиций стран Евразийского региона за период с 2016 г. по первое полугодие 2024 г.



## Доклад 24/9 (RU)

### Несуверенное финансирование международных финансовых организаций в Кыргызской Республике

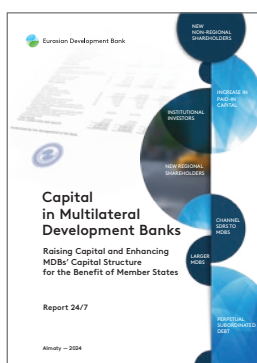
Доклад содержит комплексный анализ несuverенного финансирования международных финансовых организаций в Кыргызской Республике за последние 10 лет.



## Доклад 24/8 (RU/EN)

### База данных ЕАБР несuverенного финансирования, предоставляемого международными финансовыми организациями

База данных несuverенного финансирования международных финансовых организаций (Non-Sovereign Financing Database) — новый аналитический проект ЕАБР. База данных ЕАБР — динамический инструмент оперативного мониторинга и анализа несuverенного финансирования МФО в Евразийском регионе.



## Доклад 24/7 (EN)

### Капитал в многосторонних банках развития

В докладе рассмотрены семь вариантов увеличения капитала региональными и субрегиональными многосторонними банками развития в интересах государств-участников. Различные стратегии увеличения капитала могут привести к положительным эффектам.



## Доклад 24/6 (RU/EN)

### Евразийский транспортный каркас

В докладе рассмотрены десять системных элементов концепции Евразийского транспортного каркаса. Среди них — формирование транспортного перекрестка в Центральной Азии, приоритеты внутрирегиональной транспортной связанности, импульс для реализации агропромышленного потенциала стран региона, совершенствование мягкой инфраструктуры.



### Доклад 24/5 (RU/EN)

#### Питьевое водоснабжение и водоотведение в Центральной Азии

В Центральной Азии 10 млн человек не имеют доступа к безопасной питьевой воде. С учетом приоритетного значения питьевой воды для здоровья населения и масштаба вызовов, в регионе требуется комплексный подход. В новом исследовании ЕАБР представлен набор практических шагов, который формирует такой подход.



### Доклад 24/4 (RU/EN)

#### Нефтегазохимическая промышленность Евразии: перспективы углубления переработки

В новом докладе на основе балансового подхода оценивается производственно-ресурсный и экспортный потенциал нефтегазохимического комплекса стран Евразийского региона (Армения, Беларусь, Казахстан, Кыргызстан, Россия, Таджикистан, Туркменистан, Узбекистан) в перспективе до 2035 г.



### Доклад 24/3 (RU/EN)

#### Инфраструктура Евразии: краткосрочные и среднесрочные тренды

В новом докладе аналитики ЕАБР определили 10 знаковых краткосрочных и среднесрочных трендов в энергетике, транспорте, логистике, водоснабжении и телекоммуникациях Евразийского региона.



### Доклад 24/2 (RU/EN)

#### Экономическое сотрудничество в Евразии: практические решения

Новый доклад «Экономическое сотрудничество в Евразии: практические решения» содержит «меню» из прикладных решений, которые можно реализовать достаточно быстро и в гибких конфигурациях участвующих стран и которые направлены на развитие их взаимовыгодного сотрудничества.



### Доклад 24/1 (RU/EN)

#### Программа развития академической мобильности

Новый рабочий документ ЕАБР содержит комплексный анализ проблем и конкретные практические решения для обеспечения устойчивого роста межвузовских связей и образовательных обменов в масштабах Евразийского региона (страны ЕАЭС и СНГ) и Большого Евразийского партнерства.



### Макроэкономический обзор (RU)

Регулярная публикация, в которой представлен оперативный срез макроэкономической ситуации в странах — участницах Банка и даны оценки ее развития в краткосрочной перспективе. Является промежуточной публикацией между макроэкономическими прогнозами.



### Доклад 23/5 (RU/EN)

#### Мониторинг взаимных инвестиций ЕАБР — 2023

Доклад содержит детальные сведения о масштабах, динамике, географической и отраслевой структуре взаимных прямых инвестиций стран Евразийского региона в период с 2016 г. по первую половину 2023 г. Особое внимание уделено анализу взаимных инвестиций государств ЕАЭС.



### Доклад 23/4 (RU/EN)

#### Эффективная ирригация и водосбережение в Центральной Азии

В новом исследовании ЕАБР представлены 10 практических шагов по сохранению потенциала орошаемых земель и водосбережению: четыре на региональном уровне и шесть на уровне национальной политики. Все это позволит ежегодно экономить достаточно воды для обеспечения устойчивого развития.



# Евразийский Банк Развития

**ЦЕНТР СТРАНОВОГО АНАЛИЗА  
ДИРЕКЦИИ ПО АНАЛИТИЧЕСКОЙ РАБОТЕ  
ЕВРАЗИЙСКОГО БАНКА РАЗВИТИЯ**

Комментарии, предложения и замечания к настоящему обзору вы можете  
направить по адресу [pressa@eabr.org](mailto:pressa@eabr.org)