



Co-funded by
the European Union



Economic Research Center
Tyrimų centras, VšĮ



Сбалансированность экономики Беларуси и прогноз на 2025–2026 годы

Август 12, 2025

Экономика Беларуси оставалась разбалансированной в II квартале 2025 г., но масштаб дисбалансов в целом не расширился



Индикатор	Q1-25	Q2-25
Реальный сектор		
Отклонение ВВП от сбалансированного уровня, %	3,6	3,5
Отклонение зарплаты от сбалансированного уровня, %	10,0	9,6
Инфляция, % г/г в последний месяц квартала.	5,9	7,3
Внешний сектор		
*Сальдо внешней торговли товарами и услугами, % ВВП, (+) профицит	-2,4	-1,4
Отклонение реального эффективного курса от равновесия, %, (+) недооценка	1,1	-0,1
**Достаточность ЗБР (относительно АРА-метрики), % на конец квартала	90	>100
Финансовый сектор		
Рост реальных требований банков к экономике, % в среднем за 2 квартала	2,7	0,2
Отклонение ставки по кредитам в BYN от равновесного уровня, п.п.	1,4	0,2
Рост цен на недвижимость в USD, % г/г	9,1	8,1
Бюджетная и монетарная политика		
***Первичное сальдо консолидированного бюджета (среднее за 4 квартала), % ВВП	2,0	2,2
Отклонение ставки межбанковского рынка в BYN от равновесного уровня, п.п.	-2,8	-6,1
Отклонение широкой денежной массы от НР-тренда, %	4,9	1,9
Итоговая оценка		

Индикаторы сбалансированности экономики Беларуси

Наблюдение за соответствующий квартал 2025 г. превышает устойчивое значение (кроме случаев, обозначенных *) на:

- менее чем на 0,5 стандартного отклонения
- более или равно 0.5, но менее 1,5 стандартного отклонения
- более или равно 1,5 стандартного отклонения

Источник: расчеты автора.

Примечание: цвета, присвоенные каждому индикатору, соответствуют следующим количественным оценкам: красный = 2, желтый = 1, зеленый = 0. Общий результат по каждому блоку индикаторов рассчитан как отношение суммы баллов в рамках блока к максимальной сумме баллов в рамках блока. Красный цвет, присвоенный блоку индикаторов, соответствует общему результату блока более или равному 0.66; желтый – более или равный 0.33, но меньший 0.66; зеленый – менее 0.33.

Устойчивые значения для показателей, измеряемых в отклонениях от сбалансированного, равновесного, трендового уровней приняты равными 0. Устойчивое значение для инфляции принято равным 5%, что соответствует среднесрочной цели Нацбанка. Устойчивые значения для других индикаторов (средние), стандартные отклонения для всех индикаторов рассчитаны для периода 2017–2019 гг.

* Сальдо внешней торговли в диапазоне $\geq -0,8$ (дефицит) – $< 0,5\%$ ВВП (профицит) присваивается значение 0; находящемуся в диапазоне $\geq -2,5$ – $< -0,8\%$ ВВП (дефицит) или в диапазоне $\geq 0,5$ – $< 2,25\%$ ВВП (профицит) – 1; менее $-2,5\%$ ВВП (дефицит) или более $2,25\%$ ВВП (профицит) – 2.

** Золотовалютным резервам, превышающим 100% АРА-метрики, присваивается значение 0; находящимся в диапазоне от 50 до 100% – 1; менее 50% – 2.

*** Первичному сальдо бюджета более 0% ВВП (профицит) присваивается значение 0; находящемуся в диапазоне $-1,5$ – 0% ВВП (дефицит) – 1; менее $-1,5\%$ ВВП (дефицит) – 2.



Масштаб перегрева экономики Беларуси незначительно снизился в II квартале 2025 г.: ВВП превышал сбалансированный объем на $\approx 3,5\%$



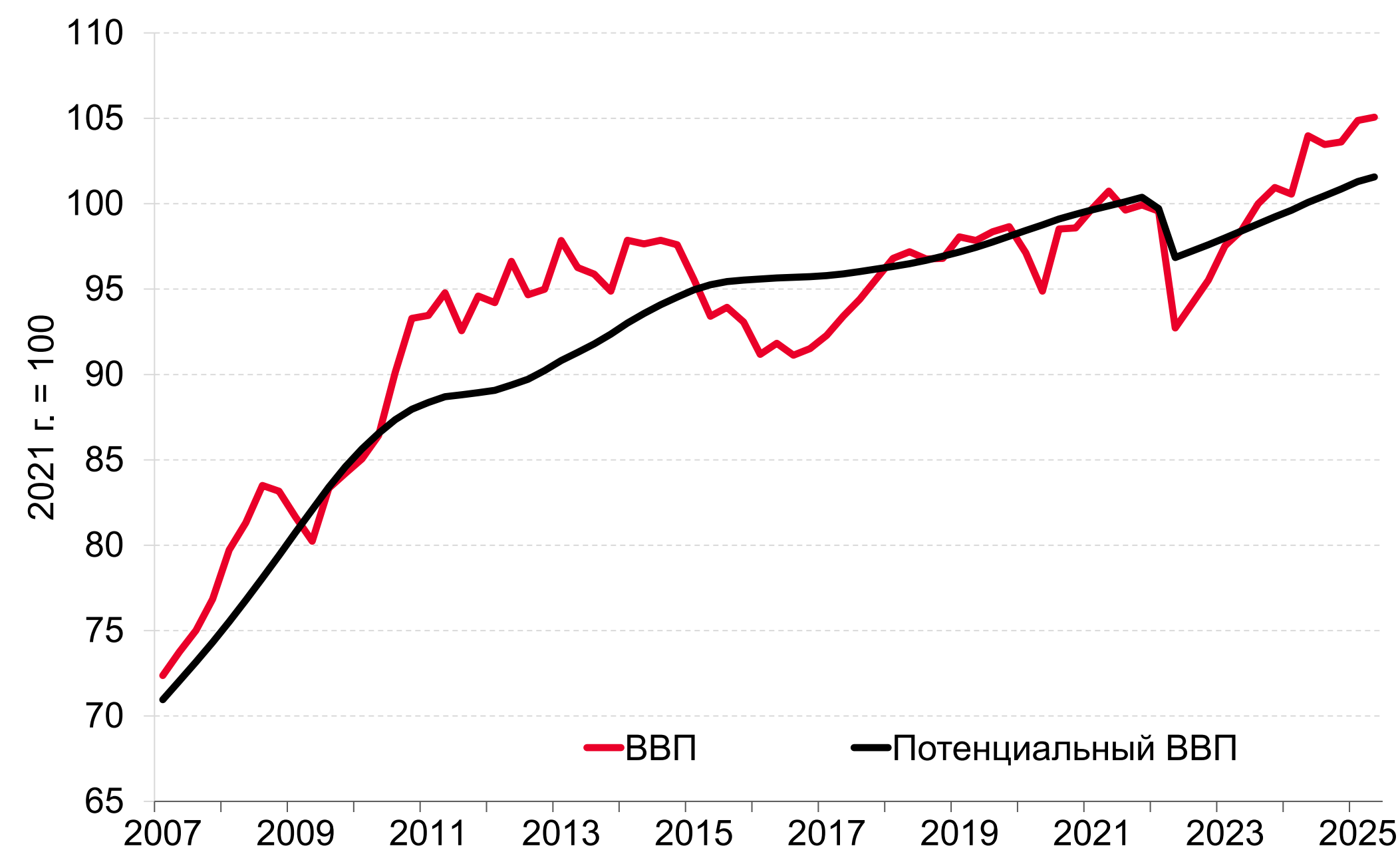
Разрыв выпуска (на базе QPM)



Источник: расчеты на основе данных Белстата, QPM.

Примечание: разрыв выпуска представляет собой отклонение реального ВВП от своего равновесного (потенциального; инфляционно-нейтрального) уровня. Под потенциальным ВВП понимается такой объем ВВП, который не ведет ни к дополнительному инфляционному, ни дезинфляционному давлению. При поступлении новых данных динамика индикаторов уточняется.

Фактический и потенциальный ВВП (на базе QPM; с устранением сезонности)



Перегрев экономики сохранялся близким к максимальному с середины 2014 г. в среде недостаточно ограничительной внутренней экономической политики.

Сельское хозяйство – негативный шок предложения, который отнял $\approx 0,25$ п.п. квартального прироста и фактического, и потенциального ВВП в II кв. 25 г.

Масштаб превышения реальной зарплатой сбалансированного уровня не повысился, оставаясь вблизи максимального размера с середины 2014 г.

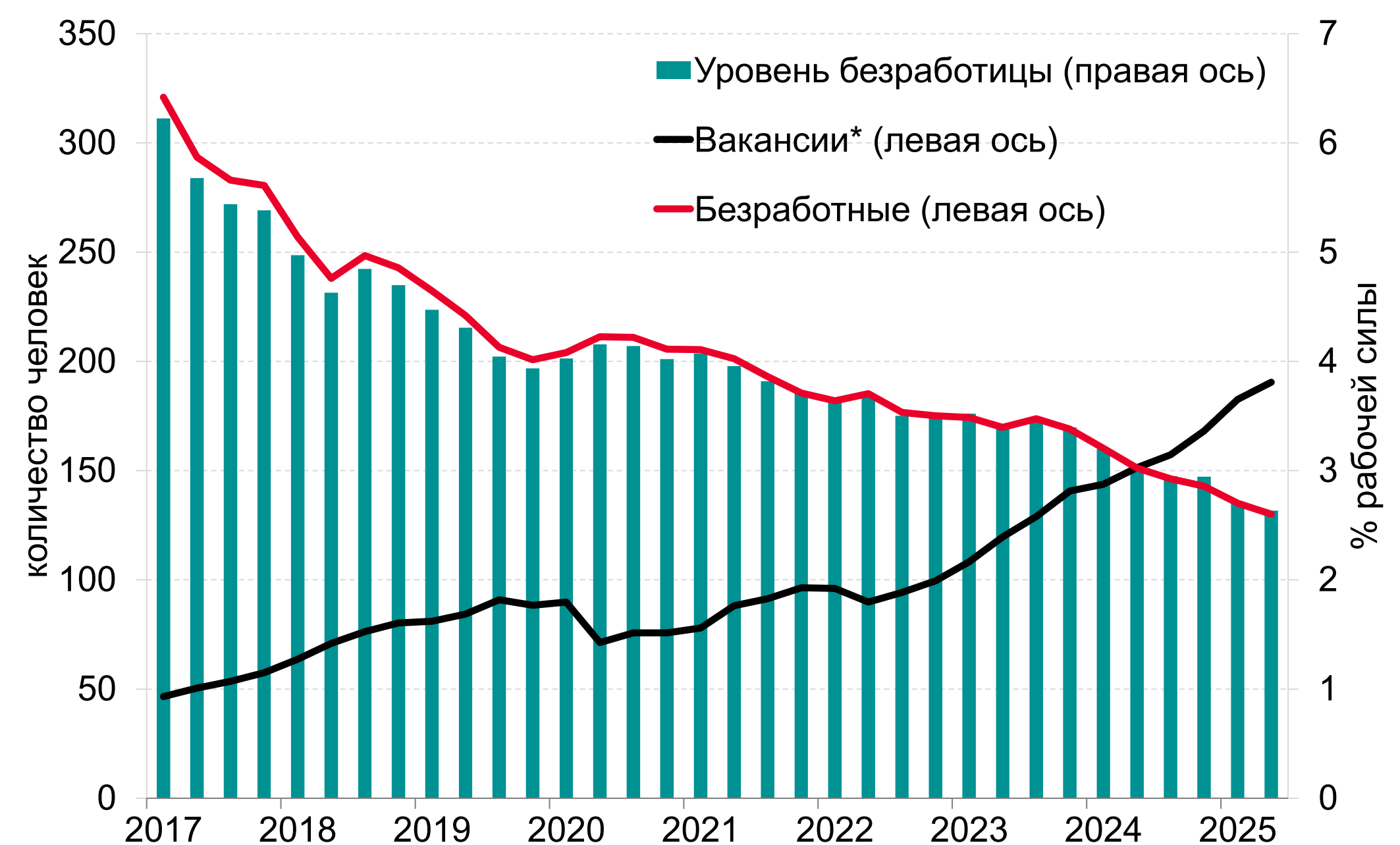
Динамика реальной зарплаты (на базе QPM)



Источник: расчеты на основе данных Белстата, Минтруда и соцзащиты Беларуси, QPM.

Примечание: разрыв реальной зарплаты представляет собой отклонение реальной зарплаты от ее равновесного (инфляционно-нейтрального) уровня. Равновесная реальная зарплата представляет собой уровень реальной зарплат, который не ведет ни к дополнительному проинфляционному, ни дезинфляционному давлению. При поступлении новых данных динамика индикаторов уточняется.

Безработные и вакансии (с устранением сезонности)



* количество вакансий с января 2025 г. скорректировано на оценку воздействия структурного сдвига в их динамике, связанного с изменением требований к размещению вакансий

Реальная зарплата в II кв. 25 г. превысила средний уровень 2021 г. на ~36%.

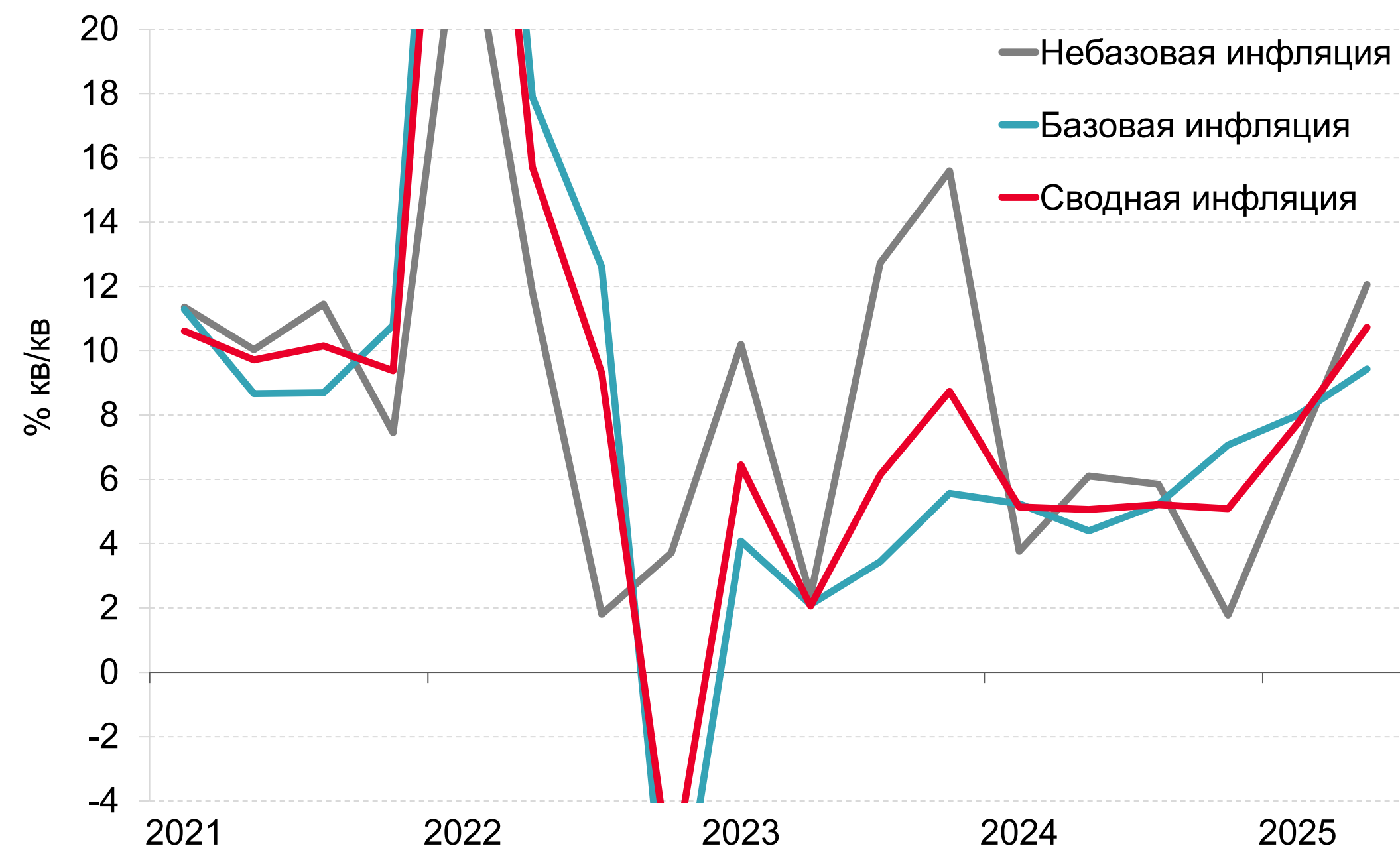
Уровень безработицы опустился до нового минимума в 2,6% рабочей силы в II кв. 25 г.

Проинфляционное давление зарплат — сильное.

Ценовое давление сохранялось сильным: инфляция – вблизи 10–11% кв/кв в II квартале 2025 г. (аннуализированный прирост цен за квартал с устранением сезонности)



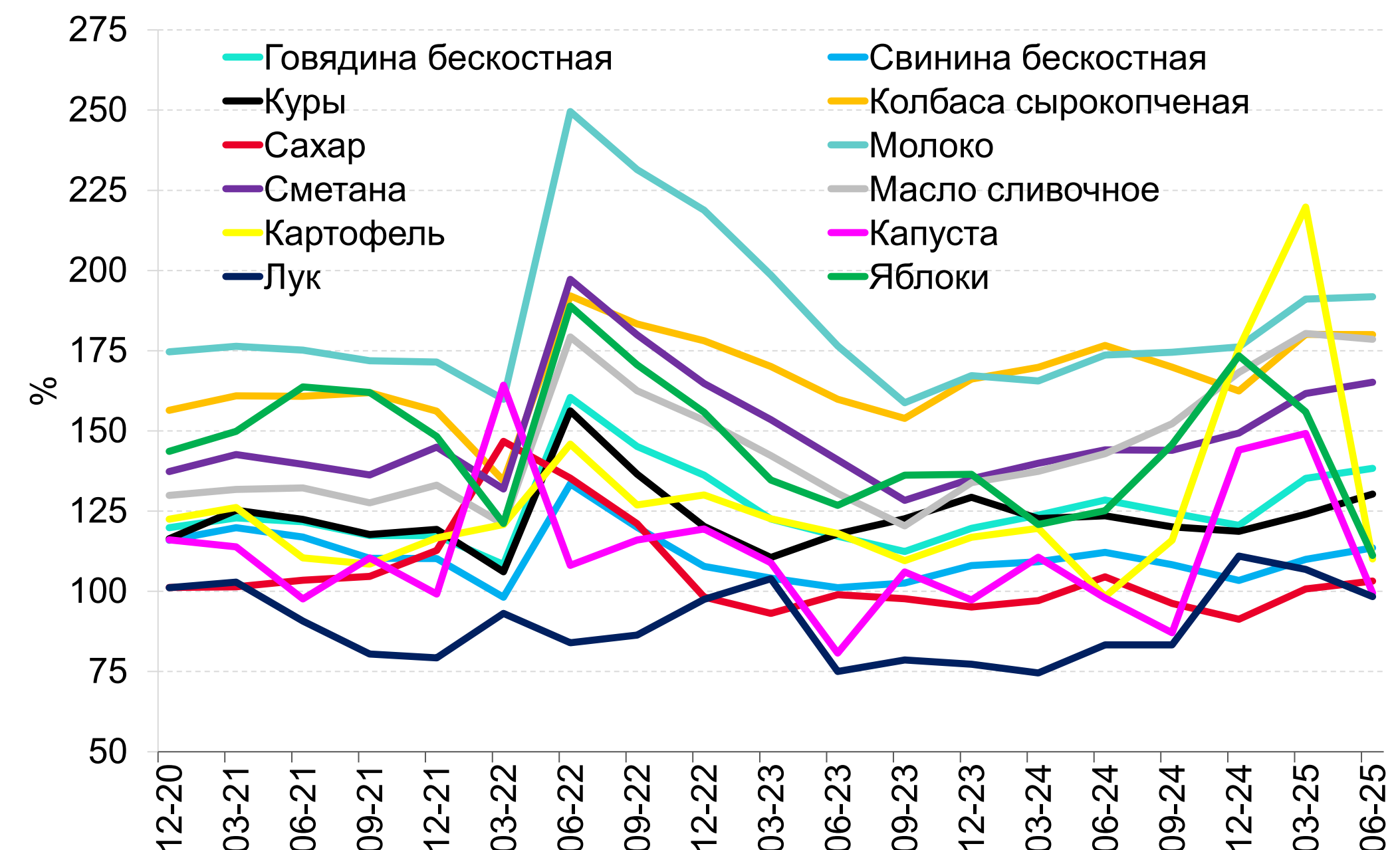
Сводная, базовая и небазовая инфляция (кв/кв; с устранением сезонности)



Источник: расчеты на базе данных Белстата, Нацбанка Беларуси, Росстата.

Примечание: кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности. Соотношение цен в России и Беларуси рассчитано как умноженное на 100 отношение средней цены в России, пересчитанной по среднему официальному курсу белорусского рубля к российскому, к средней цене товара в Беларуси.

Соотношение цен в России и Беларуси (%)



Базовая инфляция ускорилась до $\approx 9,4\%$ кв/кв в II кв. 25 г. – максимальный темп с III кв. 22 г.

Небазовая инфляция – $\approx 12,1\%$ кв/кв в II кв. 25 г. Цены на овощи и фрукты выросли на $\approx 50\%$ кв/кв – сдвиг урожая.

В июле коррекция сводной инфляции до $\approx 6,5\text{--}7\%$ м/м на фоне более позднего поступления урожая овощей и ужесточения контроля на мясо и молочные продукты.



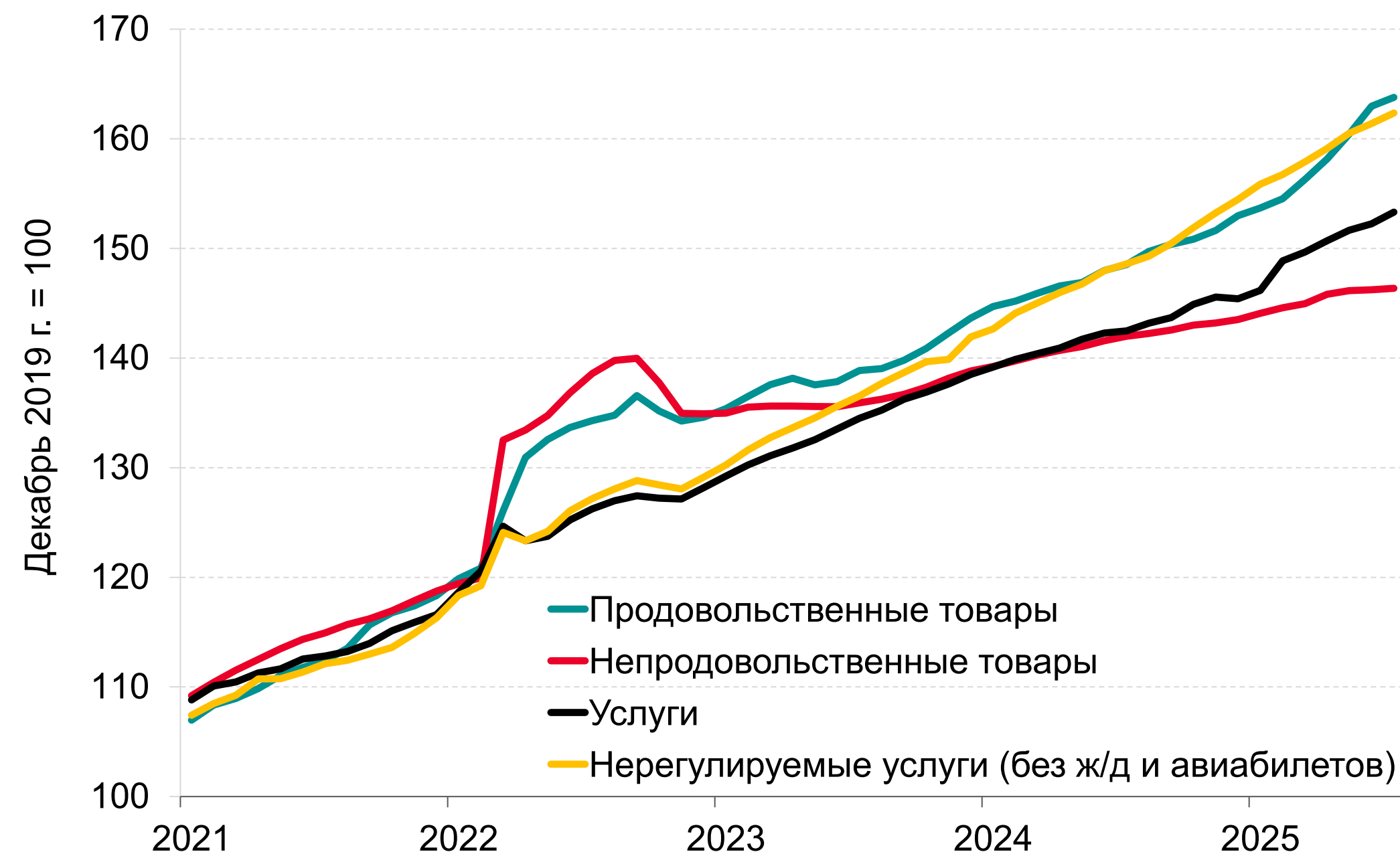
Co-funded by
the European Union



Инфляционный навес оставался значительным. Разрыв в уровнях цен на нерегулируемые услуги и непродовольственные товары – почти 11% в июле 2025 г.



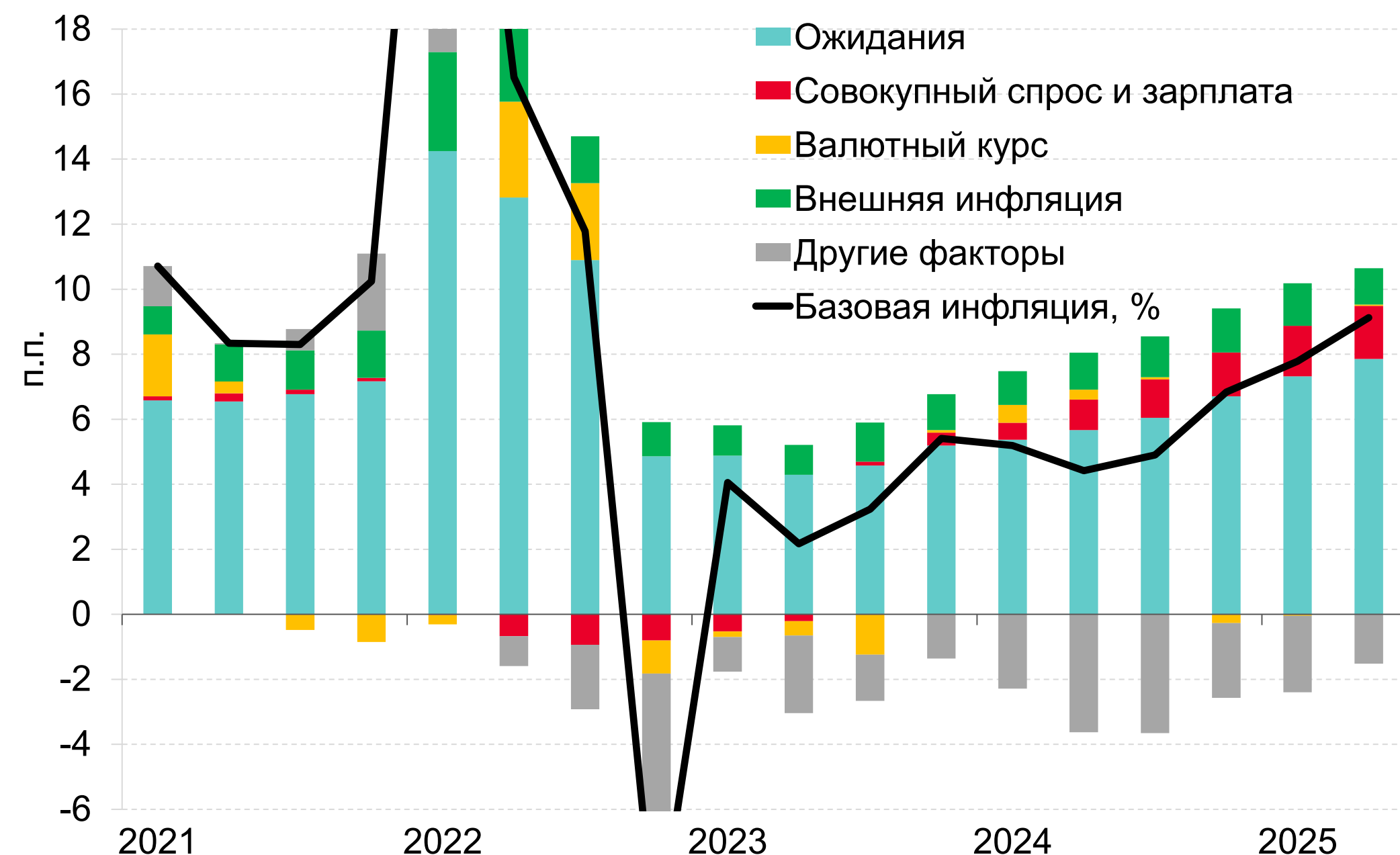
Уровни цен компонент ИПЦ (декабрь 2019 г. = 100; с устранением сезонности)



Источник: расчеты на базе QPM, данных Белстата, Нацбанка Беларуси.

Примечание: г/г – темп прироста месяц к соответствующему месяцу предыдущего года; кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности. Вклады факторов рассчитаны на базе квартальной модели прогнозирования (QPM) с учетом инерционности. При поступлении новых данных динамика индикаторов уточняется.

Факторы базовой инфляции (кв/кв; на базе QPM)



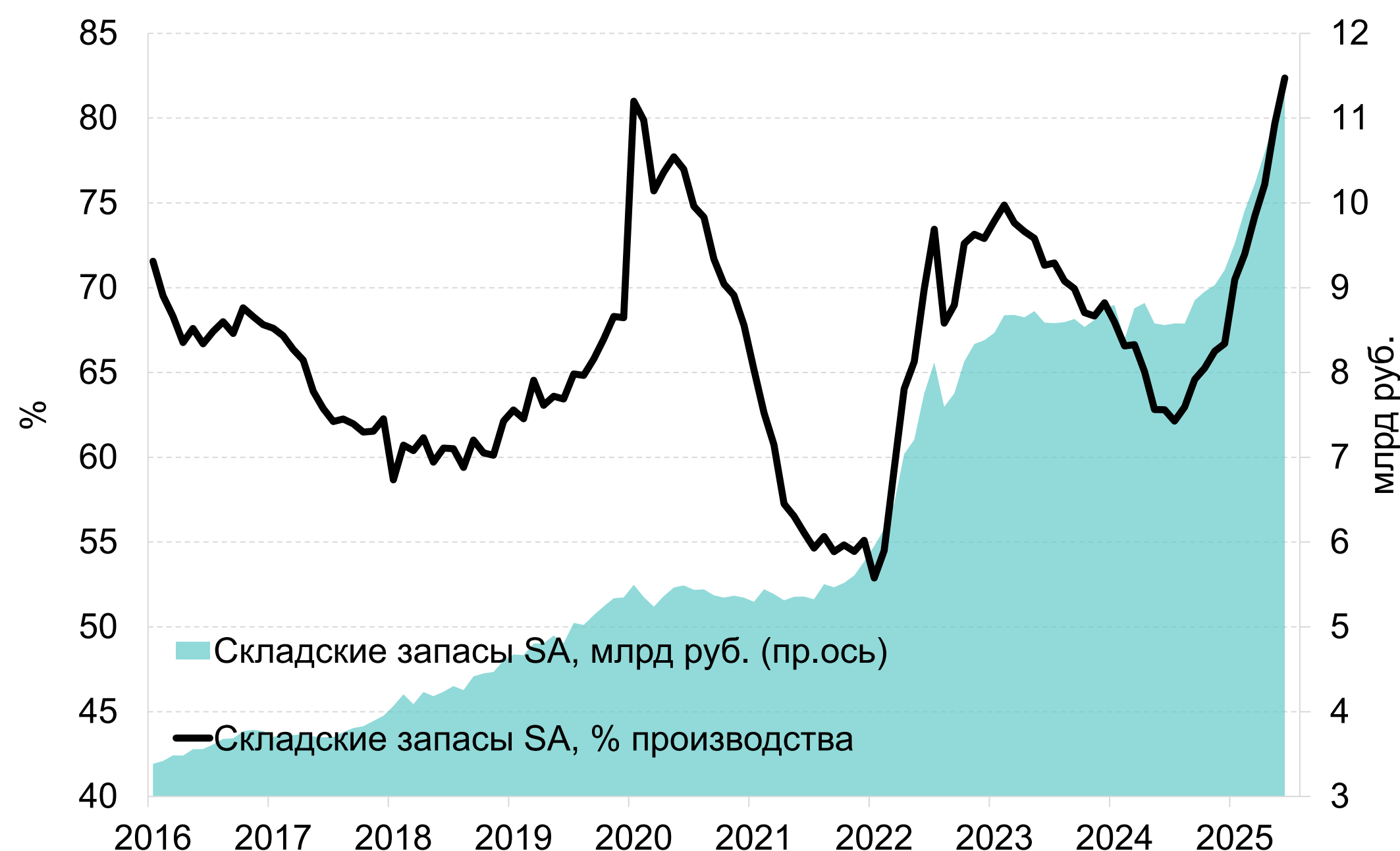
Перегретые внутренний спрос и рынок труда – ключевые проинфляционные факторы.

Инфляционные ожидания повысились на фоне удорожания продуктов питания.

Внешнее ценовое давление не росло в II кв. 25 г., ...
...валютный курс имел близкий к нейтральному вклад в инфляцию.

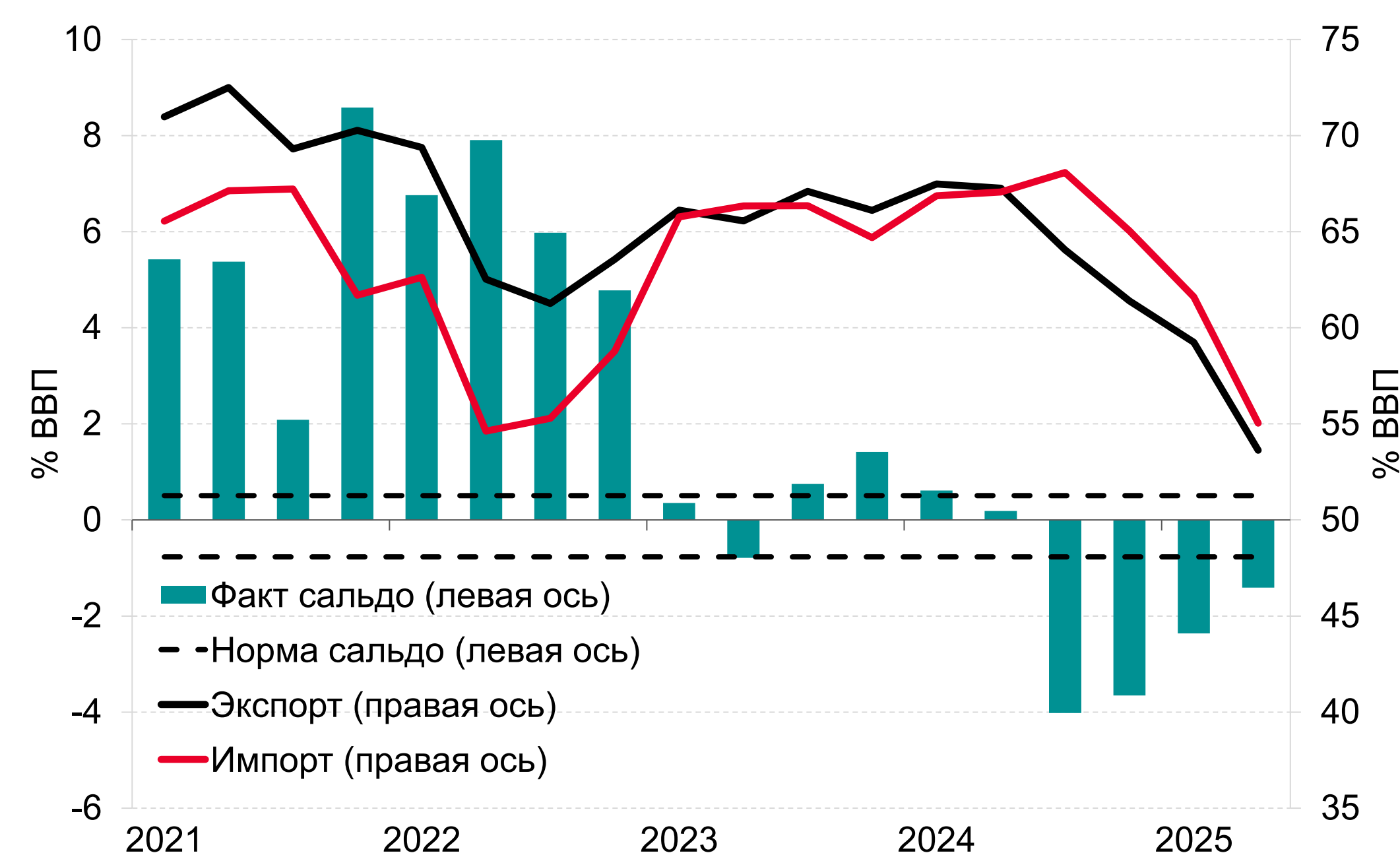
Дефицит внешней торговли сузился благодаря позитивным курсовым эффектам и росту экспорта услуг, но по-прежнему превышал норму для Беларуси

Запасы в промышленности (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на базе QPM, данных Белстата, Нацбанка Беларуси, МВФ.

Внешняя торговля товарами и услугами (с устранением сезонности)



Складские запасы по отношению к выпуску – на пике последних 20 лет (больше – временно в 2009 г., сопоставимо – в 2012 г. – первой половине 2015 г.).

Устойчивость компенсации сильного дефицита торговли товарами за счет экспорта услуг не predetermined в условиях неопределенности внешних условий и мягкой внутренней экономической политики.

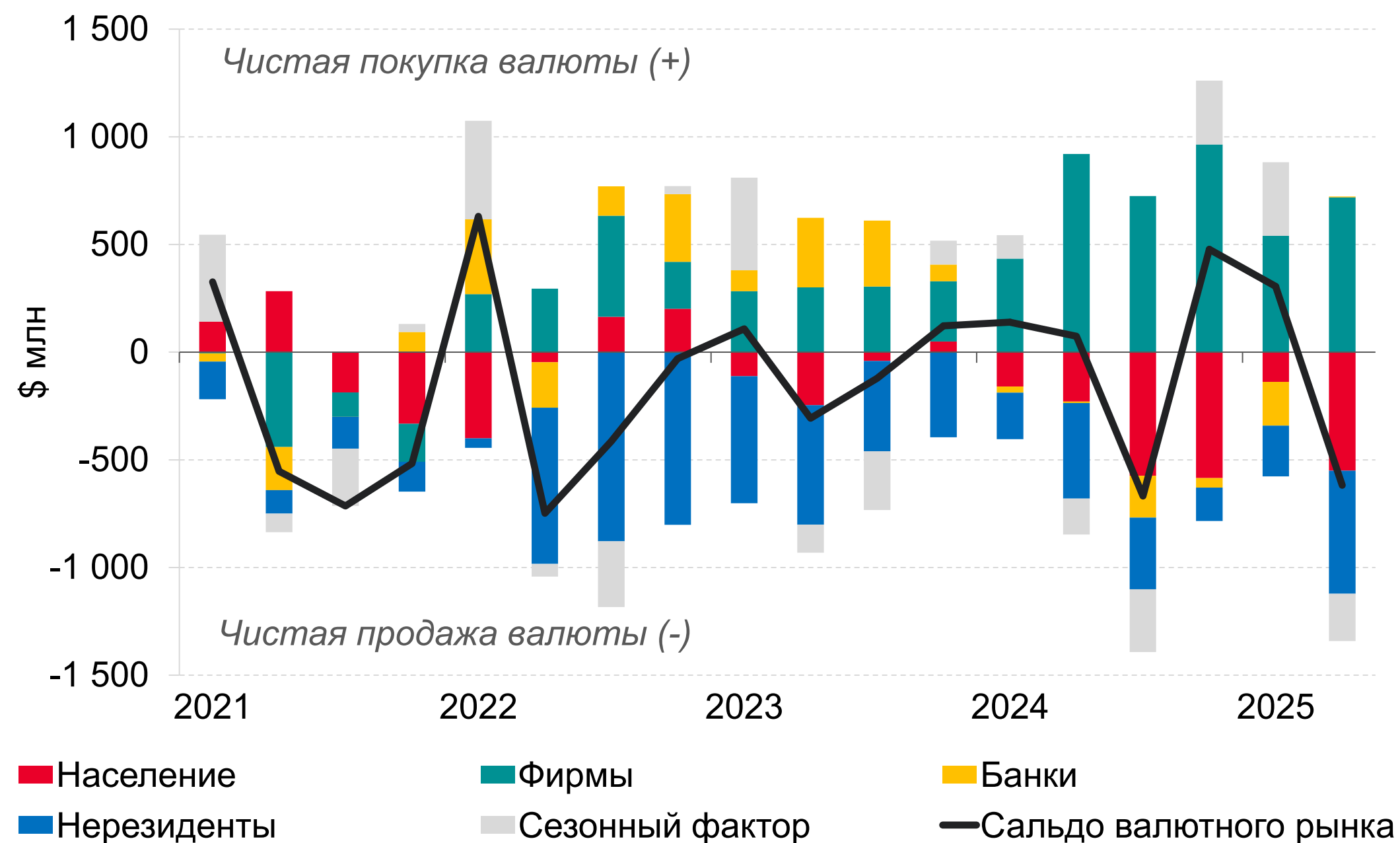
Сужение дефицита внешней торговли способствовало формированию чистого предложения валюты.

Курс рубля – на равновесном уровне в II квартале 2025 г.



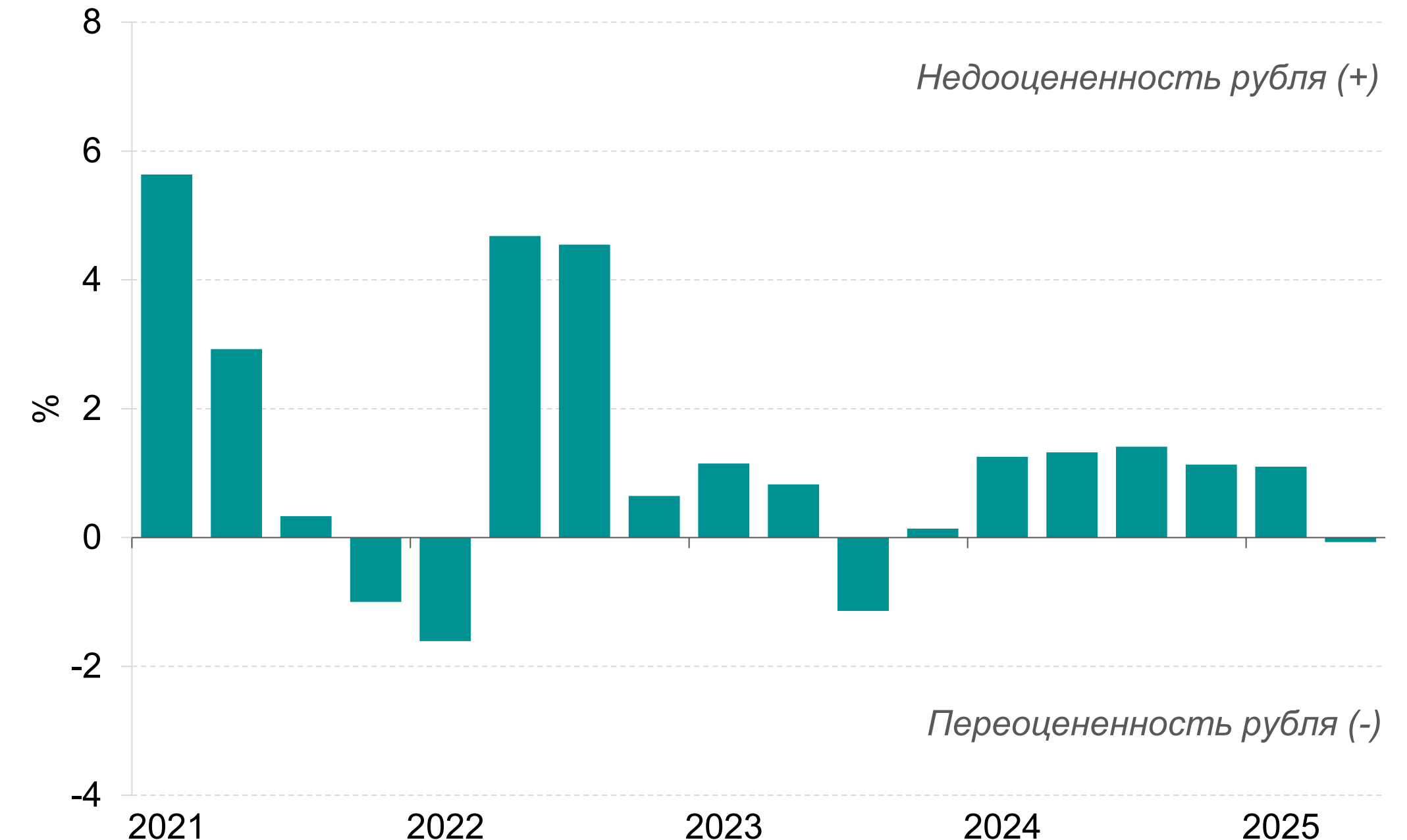
Сальдо валютного рынка (сегменты – с устранением сезонности)

Отклонение РЭК от равновесного уровня (на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM, данных Нацбанка Беларуси.

Примечание: РЭК – реальный эффективный курс белорусского рубля. Отклонение РЭК от равновесного уровня оценено на базе квартальной модели прогнозирования (QPM). Равновесный уровень РЭК представляет такой уровень РЭК, который не оказывает ни дополнительного проинфляционного, ни дезинфляционного влияния.



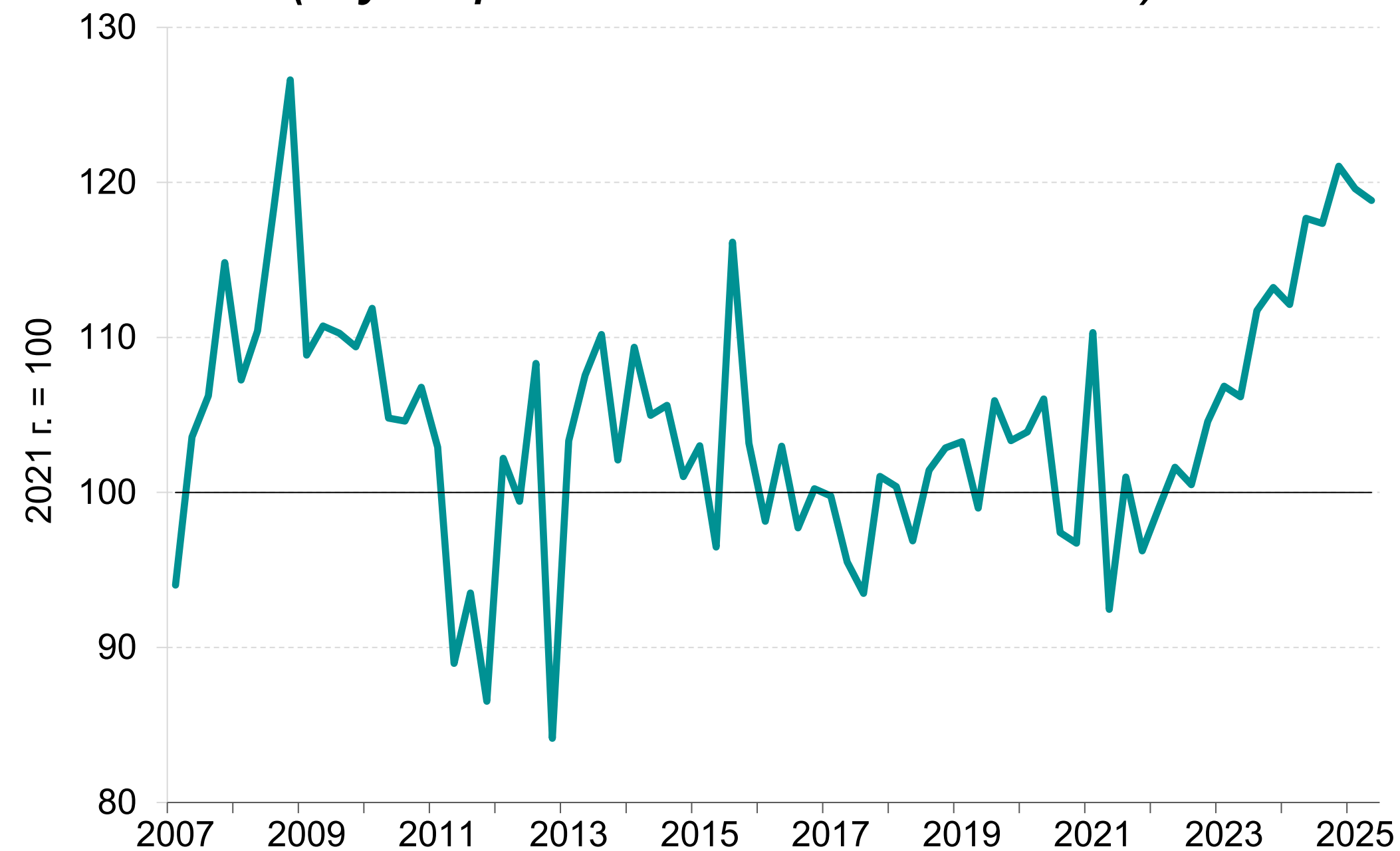
Нацбанк купил валюты на $\approx \$0,6$ млрд в II кв. и $\approx 0,5$ млрд в июле 25 г.

ЗВР достигли максимума в $\$11,9$ млрд на 01.08.2025 г.

Достаточность ЗВР относительно комплексного индикатора риск-факторов оттока валюты (ARA-метрика с учетом ограничений на потоки капитала) оценивается выше 100%.

Консолидированный бюджет – вблизи баланса в первом полугодии. «Охлаждение» экономики формирует вызовы для поддержания высокого объема расходов

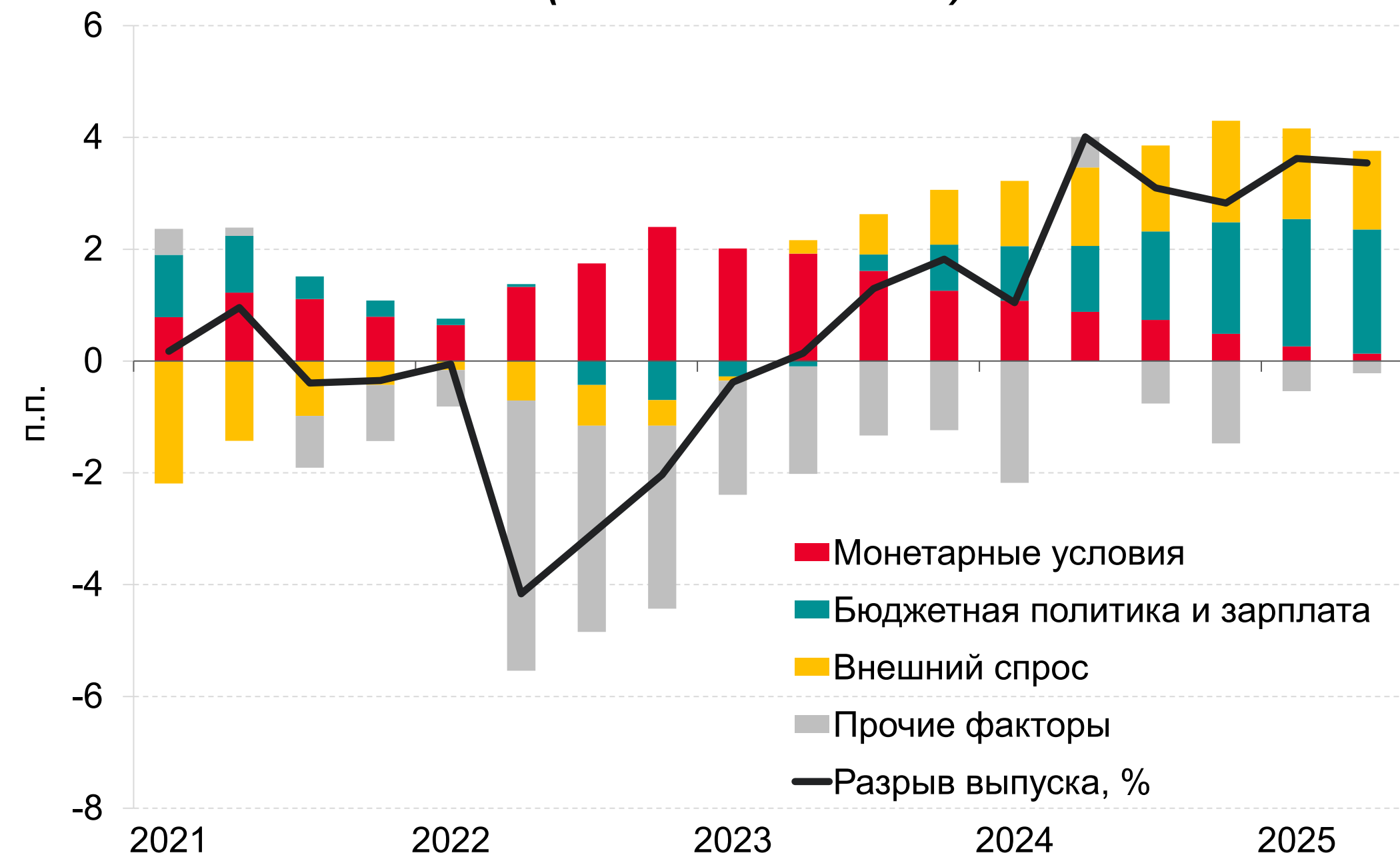
Реальные первичные расходы бюджета сектора госуправления (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на основе данных Минфина и Нацбанка Беларуси, Белстата, информации в СМИ, QPM.

Примечание: первичные расходы – расходы за вычетом расходов на обслуживание госдолга. Вклады факторов в разрыв выпуска рассчитаны на базе квартальной модели прогнозирования (QPM) с учетом инерционности. Разрыв выпуска представляет собой отклонение реального ВВП от своего равновесного (инфляционно-нейтрального) уровня. При поступлении новых данных динамика индикаторов уточняется.

Разрыв выпуска и его детерминанты (на базе QPM)



Влияние бюджетной политики на экономическую активность сохранялось стимулирующим в II кв. 25 г.

Бюджетная политика перестанет быть стимулирующей во второй половине 2025 г. – 2026 г. из-за ограниченных возможностей наращивания доходов.

Реальные процентные ставки снизились в II квартале 2025 г. вследствие повышения инфляции и инфляционных ожиданий

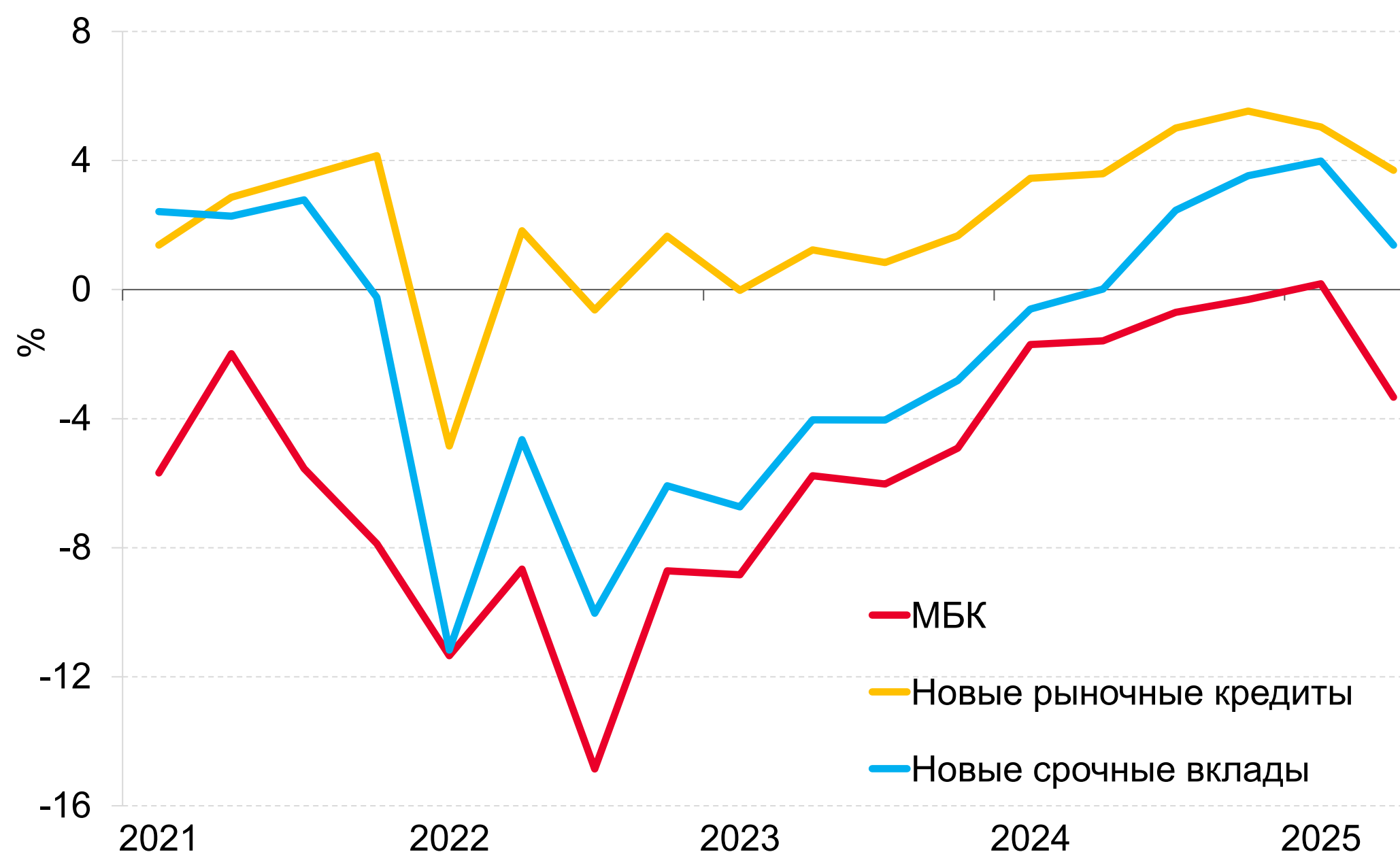
Ликвидность банковской системы (в среднем за месяц)



Источник: расчеты на базе QPM, данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

Примечание: состояние процентных ставок характеризует их отклонение от равновесных уровней. Положительные значения указывают на сдерживающий экономическую активность и дезинфляционный характер, отрицательные — на стимулирующий и проинфляционный характер. При оценке реальных процентных ставок в IV квартале 2022 г. — IV квартале 2023 г. произведена их коррекция на эффект введения новой системы регулирования цен на рациональные инфляционные ожидания (рассчитываемые в рамках QPM).

Реальные рыночные процентные ставки (в среднем за квартал; на базе QPM)

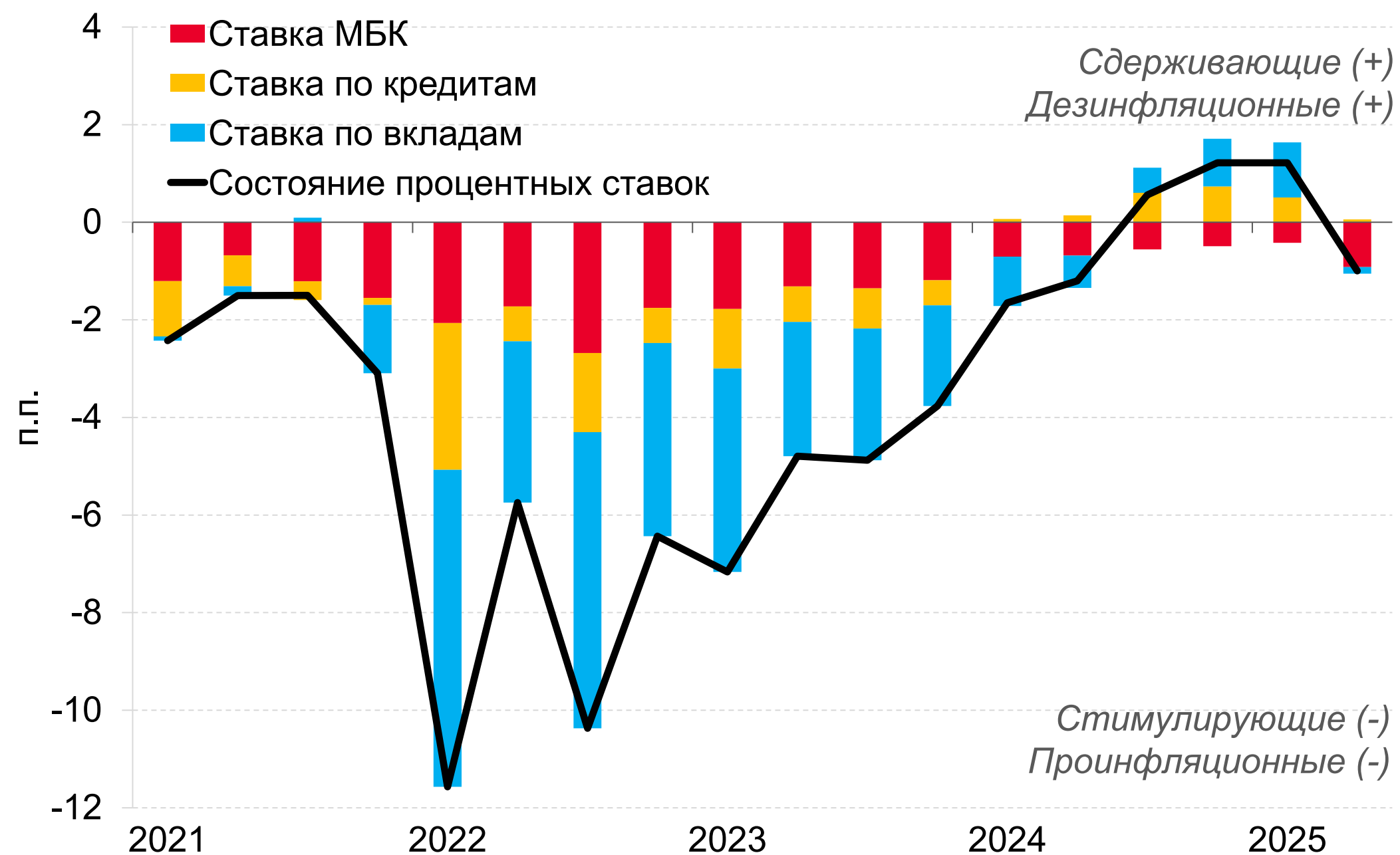


Банковская система функционировала в состоянии избытка ликвидности в II кв. 25 г., в результате чего ставка межбанковского рынка (МБК) снизилась.

В среде структурного избытка ликвидности проведение исключительно кредитных аукционов подчеркивает приоритет Нацбанка «искусственному» стимулированию инвестиционного кредитования.

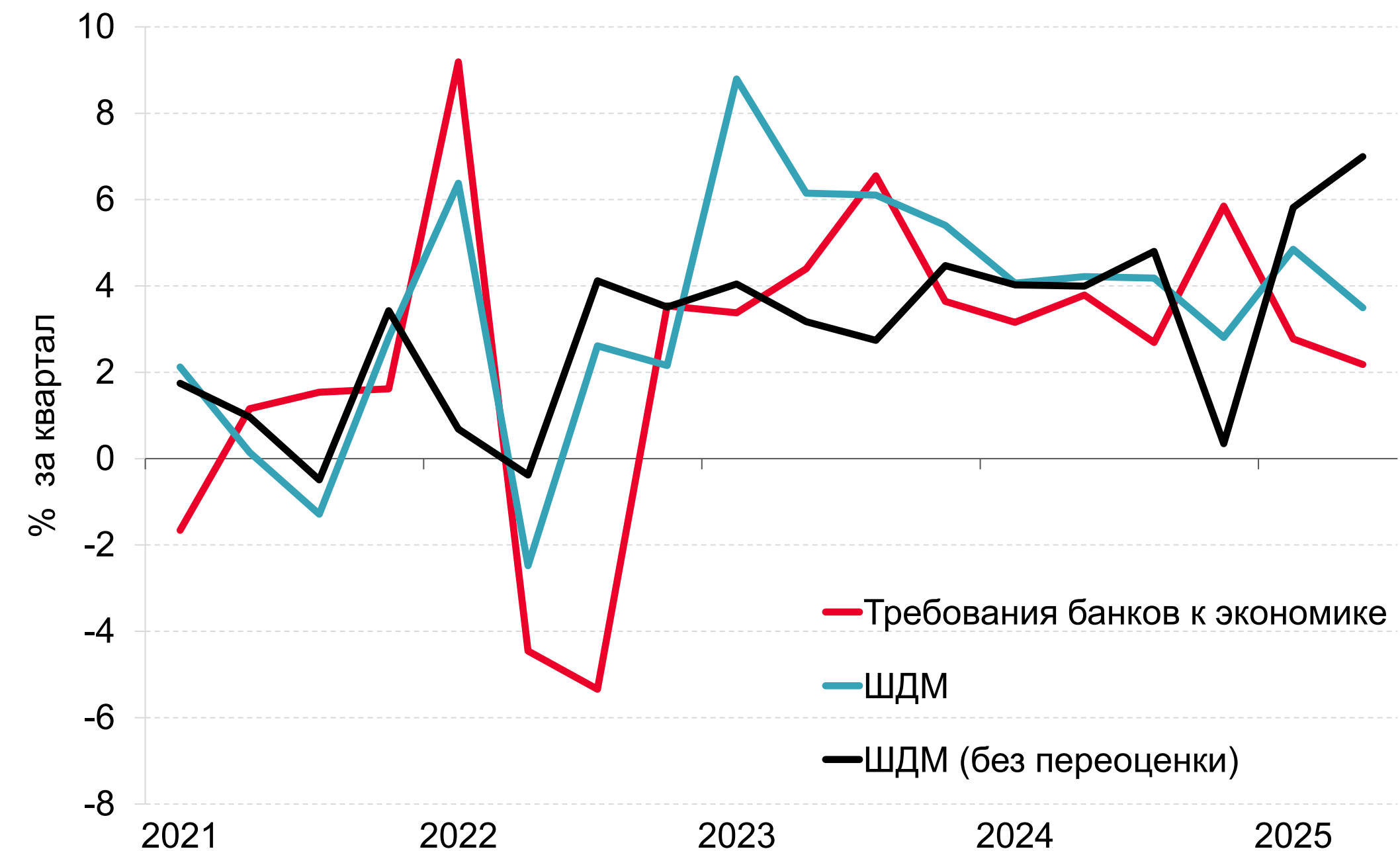
Неограничительные процентные ставки поддерживали кредитную активность и замедляли скорость корректировки экономики к сбалансированному состоянию

Состояние рыночных процентных ставок (на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM, данных Нацбанка Беларуси.

Денежная масса и кредит (с устранением сезонности)

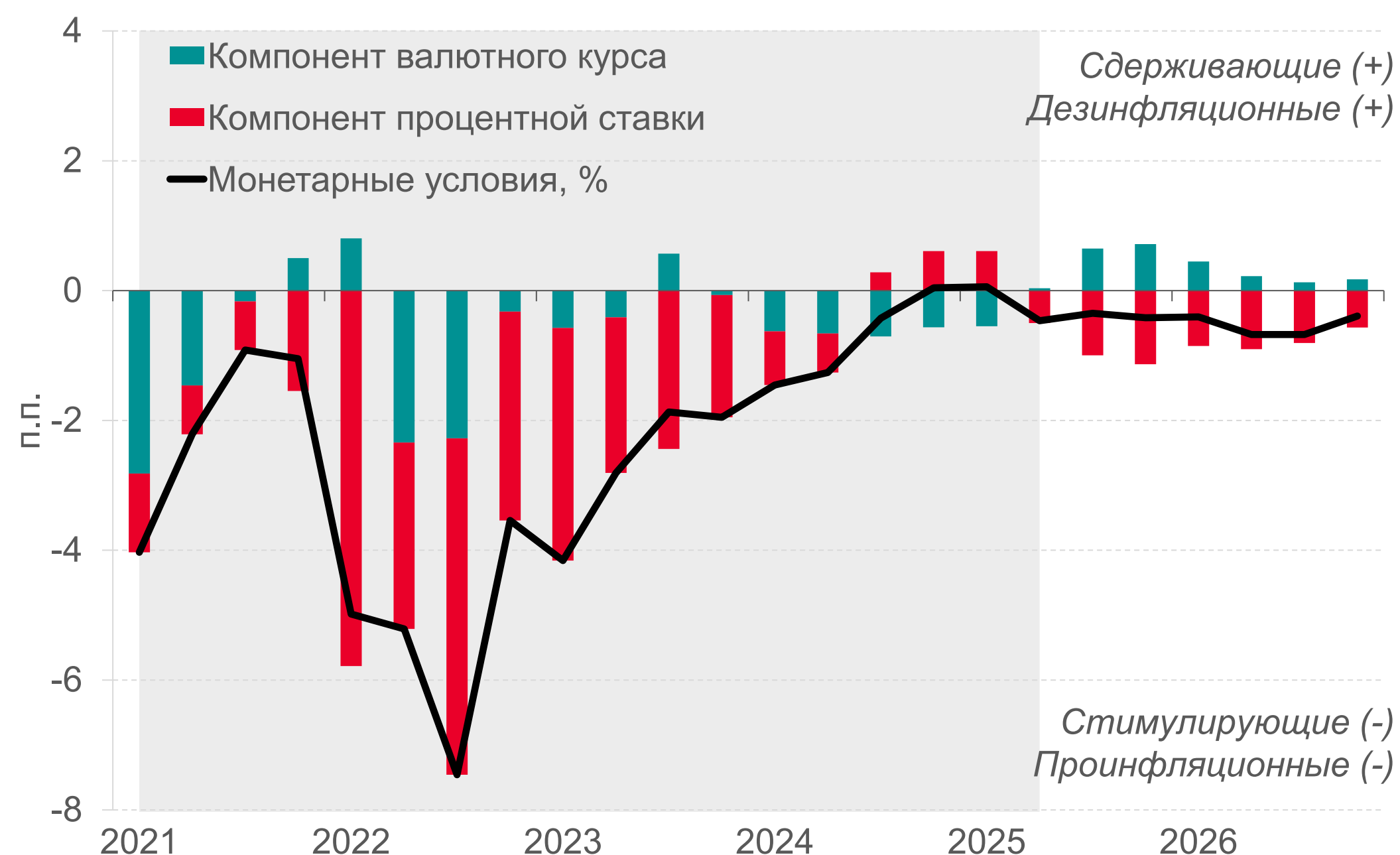


Директивные инструменты, предположительно, становятся преобладающим способом воздействия Нацбанка на состояние кредитно-депозитного рынка.

Это снижает эффективность трансмиссионного механизма монетарной политики и увеличивает риск ошибочных решений, что повышает уязвимость экономики для шоков.

Влияние процентных ставок на экономическую активность ожидается сдержанно стимулирующим во второй половине 2025 г. – 2026 г.

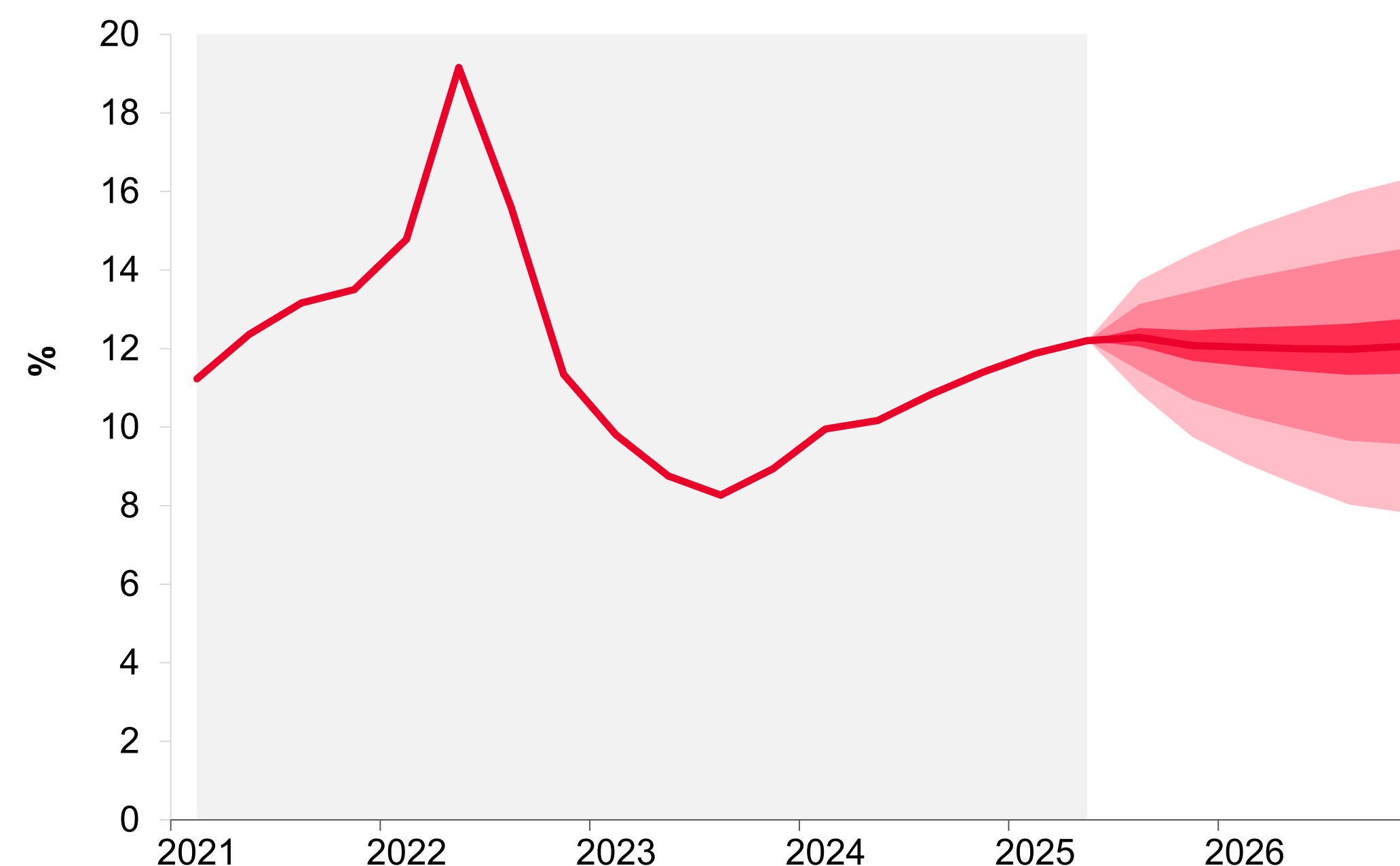
Прогноз монетарных условий (на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM.

Примечание: монетарные условия оценены как комбинация отклонений реальных процентных ставок по рублевым активам и реального эффективного курса рубля от своих равновесных уровней. На рисунке представлена номинальная средняя ставка по рыночным кредитам организациям и населению. Диапазоны на диаграмме соответствуют 15%, 50% и 75% доверительным интервалам.

Прогноз ставки по рыночным кредитам в рублях (на базе QPM)

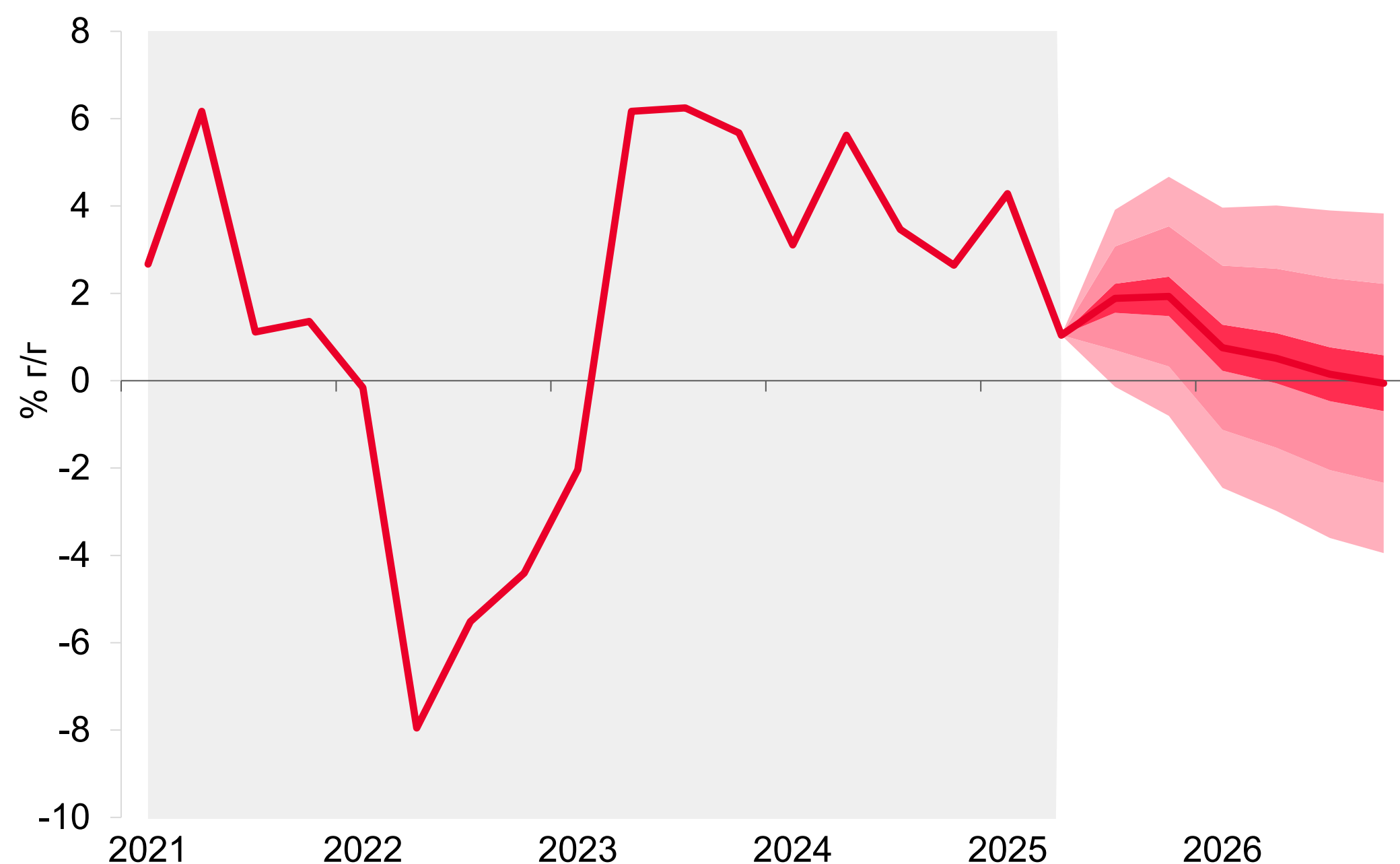


Средняя ставка по кредитам в останется вблизи 12% в 25–26 гг., а по новым срочным депозитам – около 9–10%.

Если Нацбанк не восстановит традиционный механизм регулирования ликвидности банков и управления ставкой МБК, то любые изменения ставки рефинансирования будут иметь крайне ограниченное влияние на рыночные денежно-кредитные условия.

Экономика будет медленно «остывать», рост ВВП сложится вблизи 2% в 2025 г. и замедлится до 0–1,5% в 2026 г.

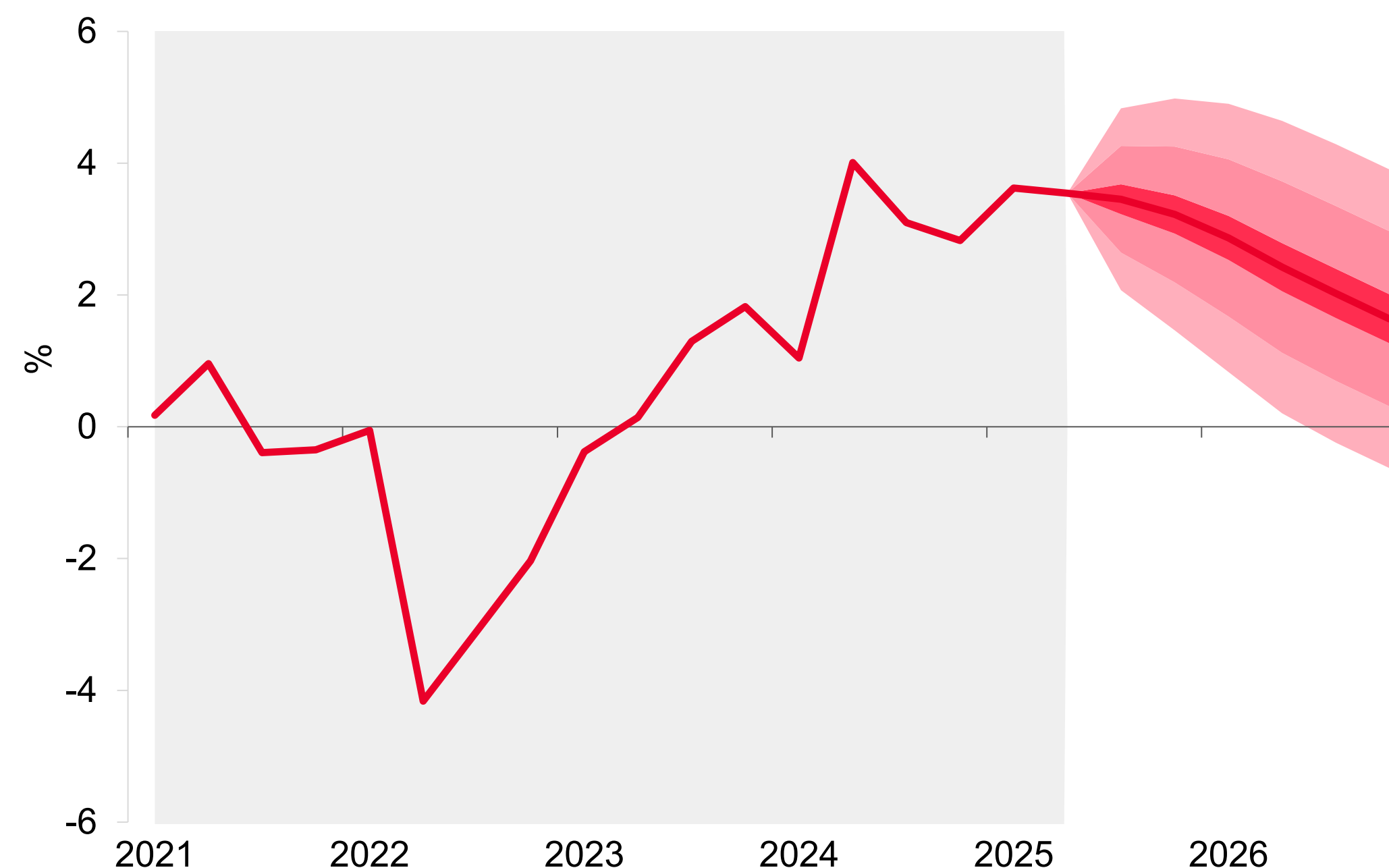
Годовой прирост реального ВВП (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на базе QPM.

Примечание: г/г – темп прироста квартал к соответствующему кварталу предыдущего года. Разрыв выпуска представляет собой отклонение реального ВВП от своего равновесного уровня. Диапазоны на рисунке соответствуют 15%, 50% и 75% доверительным интервалам.

Разрыв выпуска (отклонение ВВП от сбалансированного уровня)



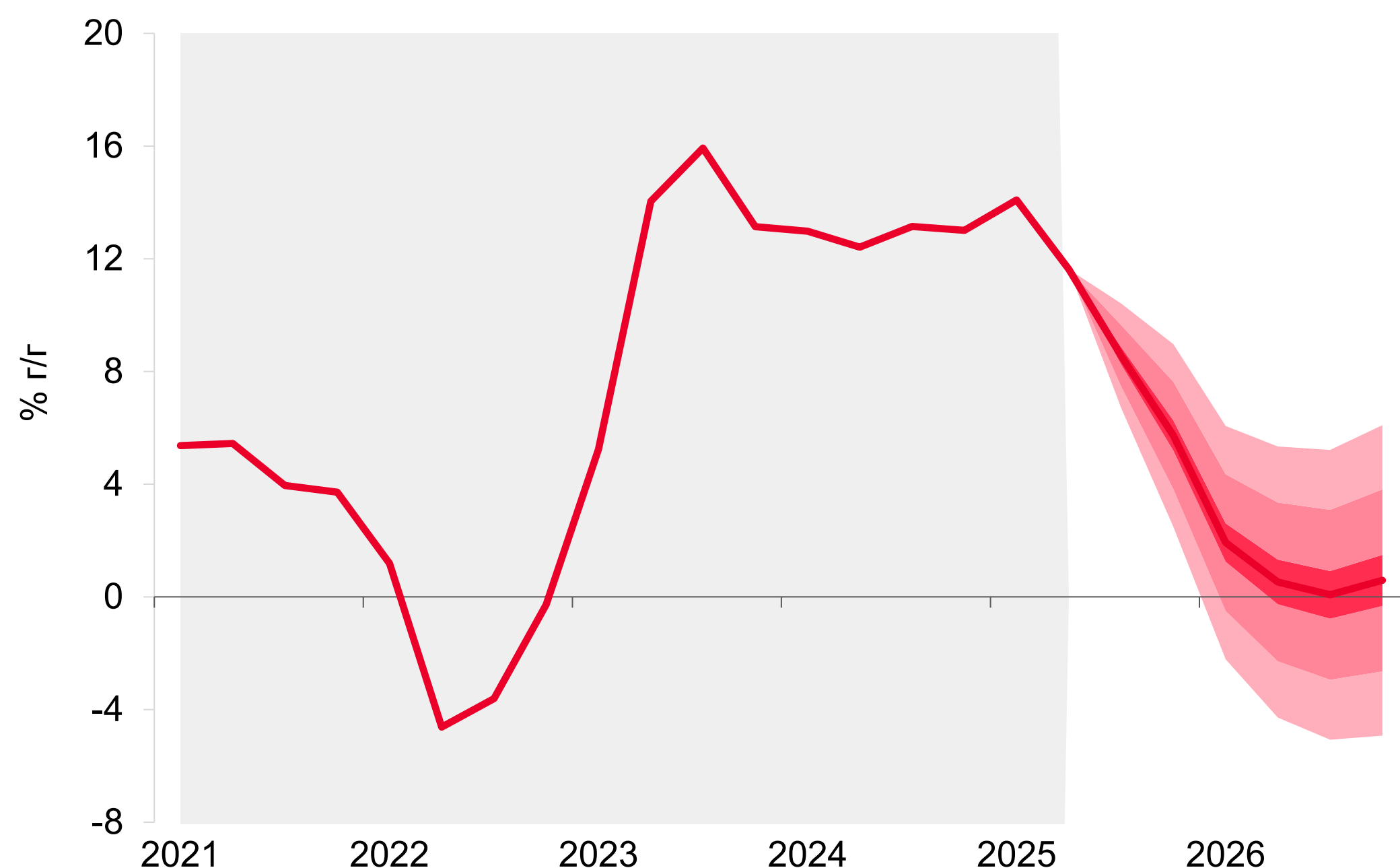
**В целом нежесткая экономическая политика поддержит
внутренний спрос, ...**

**... но рост ВВП будет ослабевать, так как для значимого
усиления стимулов отсутствуют ресурсы, а спрос в России
завершил активную фазу увеличения.**

**Ограниченность трудовых и капитальных ресурсов
будет сдерживать рост потенциала выпуска.**

Рост реальных зарплат замедлится с около 10% в 2025 г. до примерно 1–3% в 2026 г.

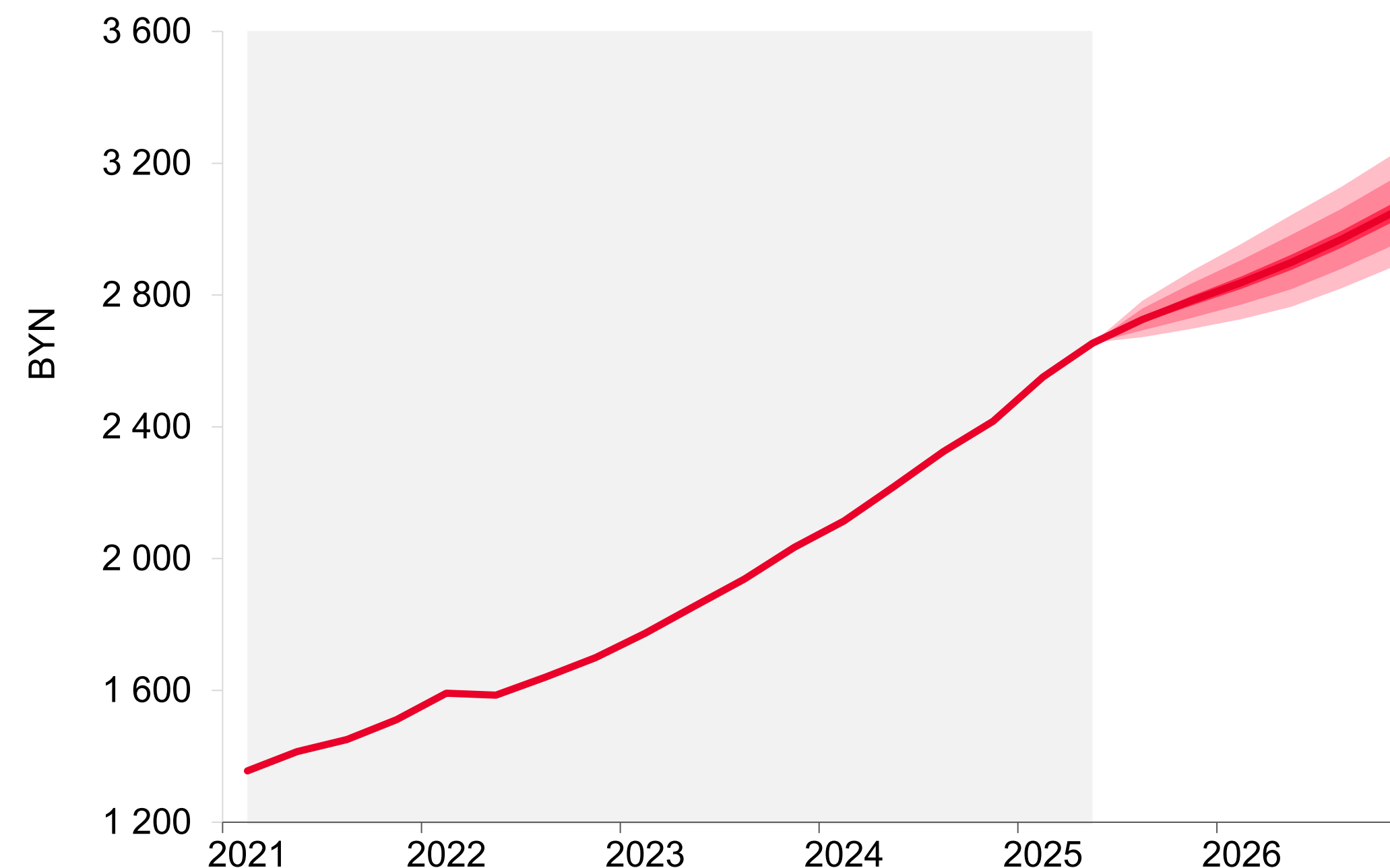
Годовой прирост реальной зарплаты (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на базе QPM.

Примечание: г/г – темп прироста квартал к соответствующему кварталу предыдущего года. Диапазоны на рисунке соответствуют 15%, 50% и 75% доверительным интервалам.

Номинальная зарплата (с устранением сезонности)



Повышенный уровень выпуска будет сопровождаться сохранением дефицита работников, ...

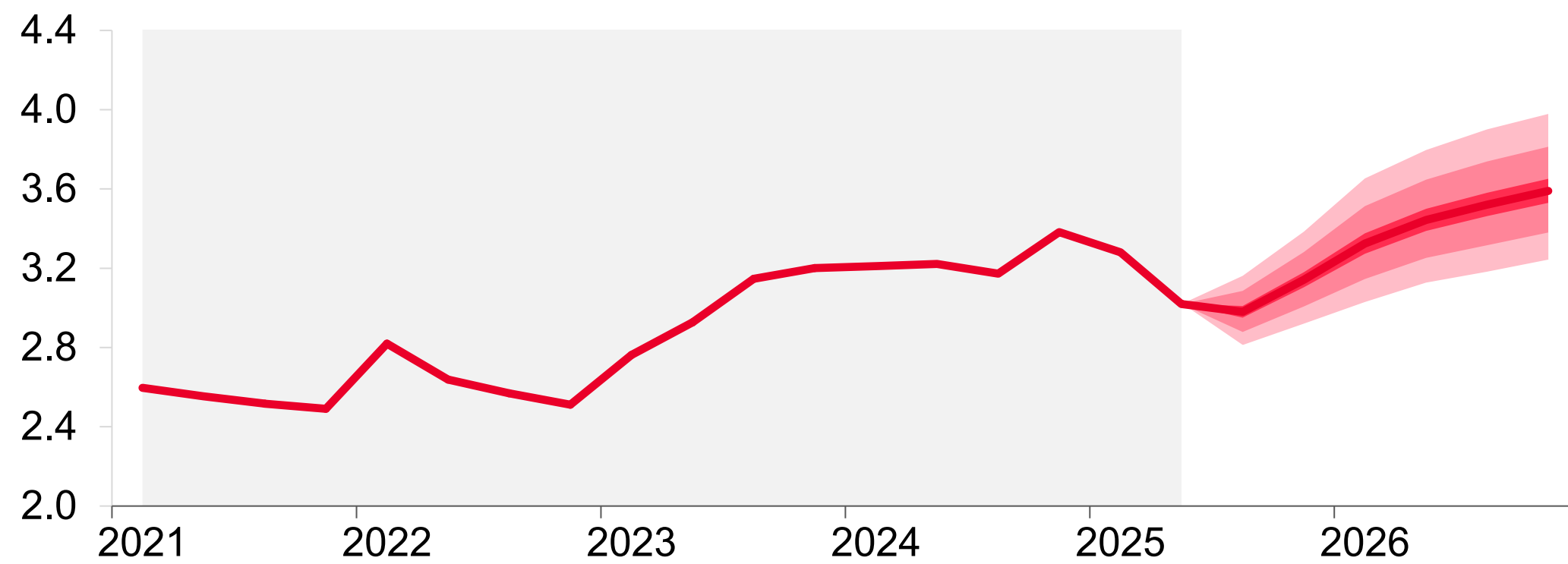
... однако при ослаблении роста ВВП динамика реальных зарплат будет замедляться.

Дефицит внешней торговли ожидается вблизи 2% ВВП в 2025–2026 гг. Белорусский рубль ослабнет на 1–3% за 2025 г., а в 2026 г. темпы ослабления могут возрасти



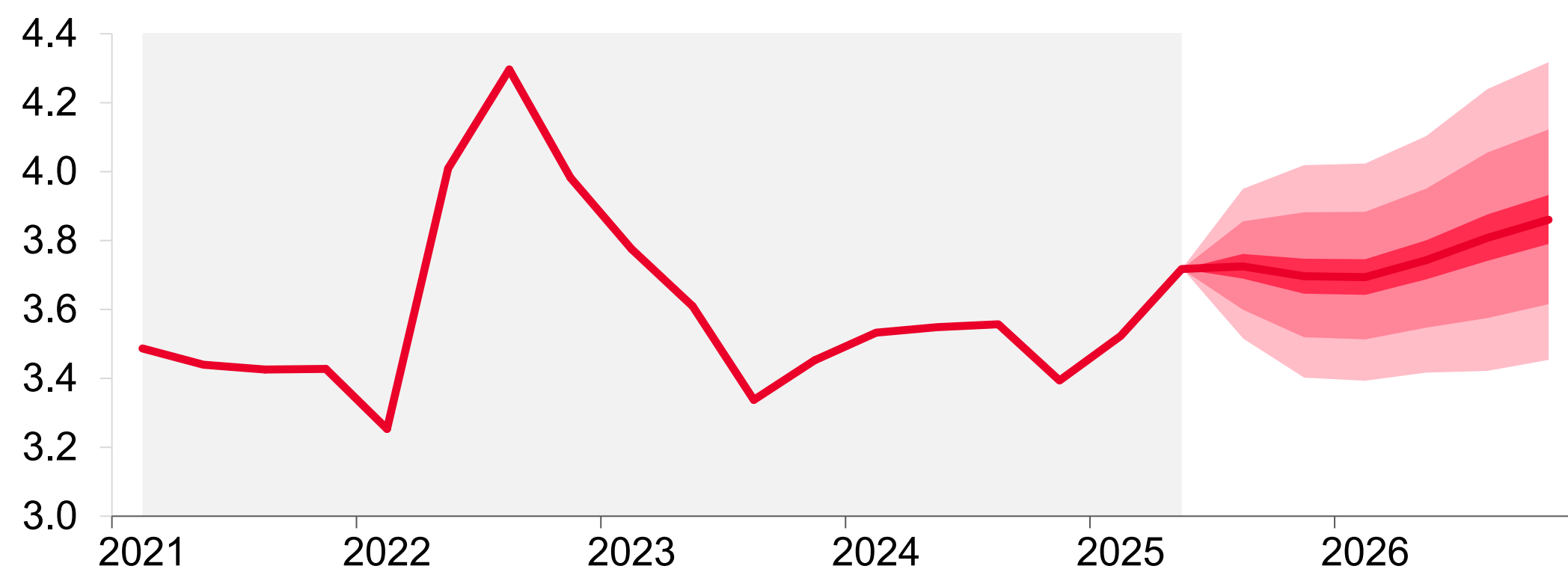
Прогноз курса USD/BYN

(в среднем за квартал)



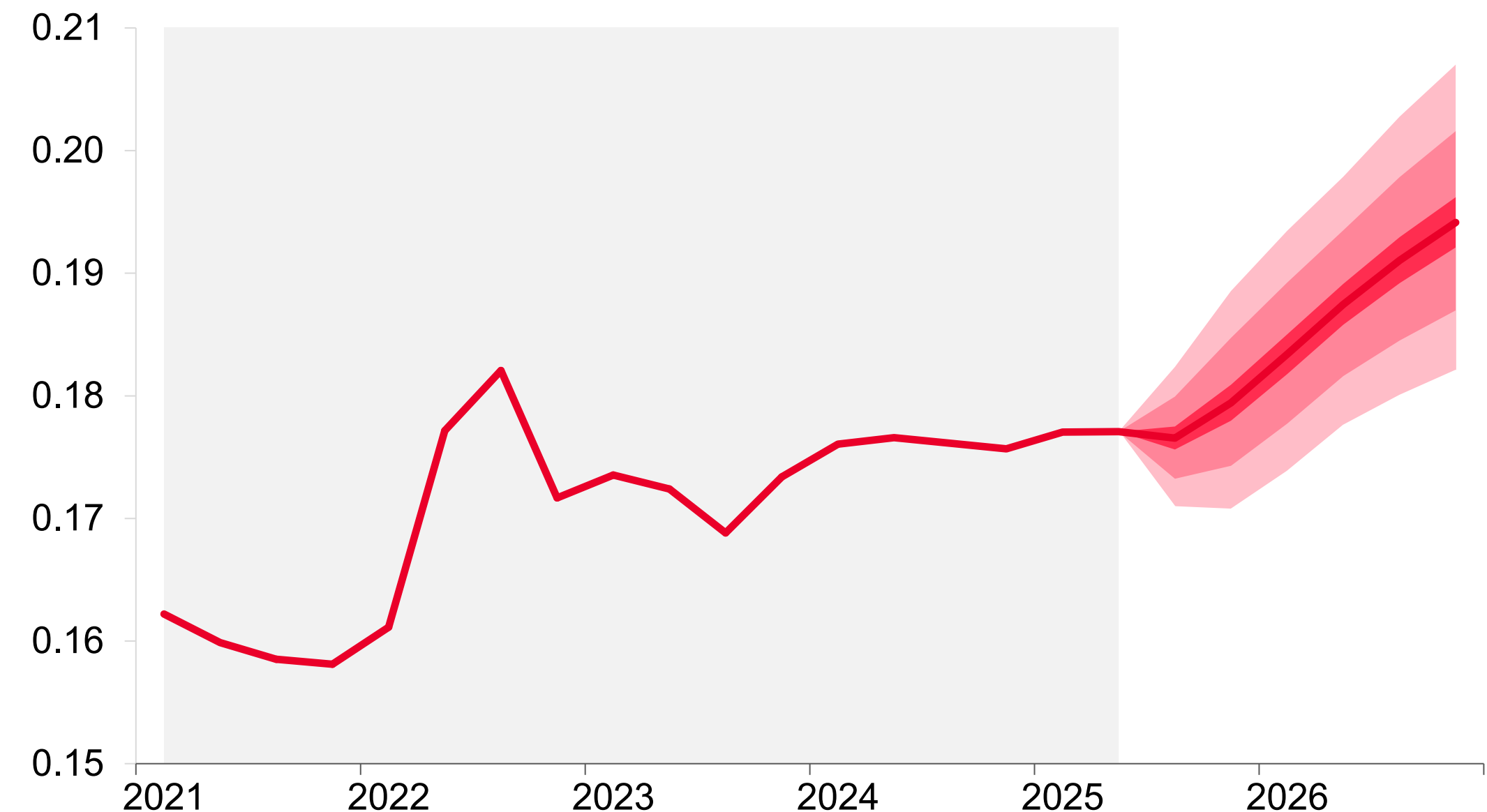
Прогноз курса 100*RUB/BYN

(в среднем за квартал)



Прогноз стоимости корзины валют

(в среднем за квартал)



Источник: расчеты на базе QPM.

Примечание: диапазоны на диаграммах соответствуют 15%, 50% и 75% доверительным интервалам.

Перегретость внутреннего спроса и замедление роста спроса в России формируют условия для поддержания умеренного дефицита внешней торговли.

Вероятно формирование переоцененности рубля во второй половине 25 г. в условиях более высокой инфляции в Беларуси в сравнении с Россией.

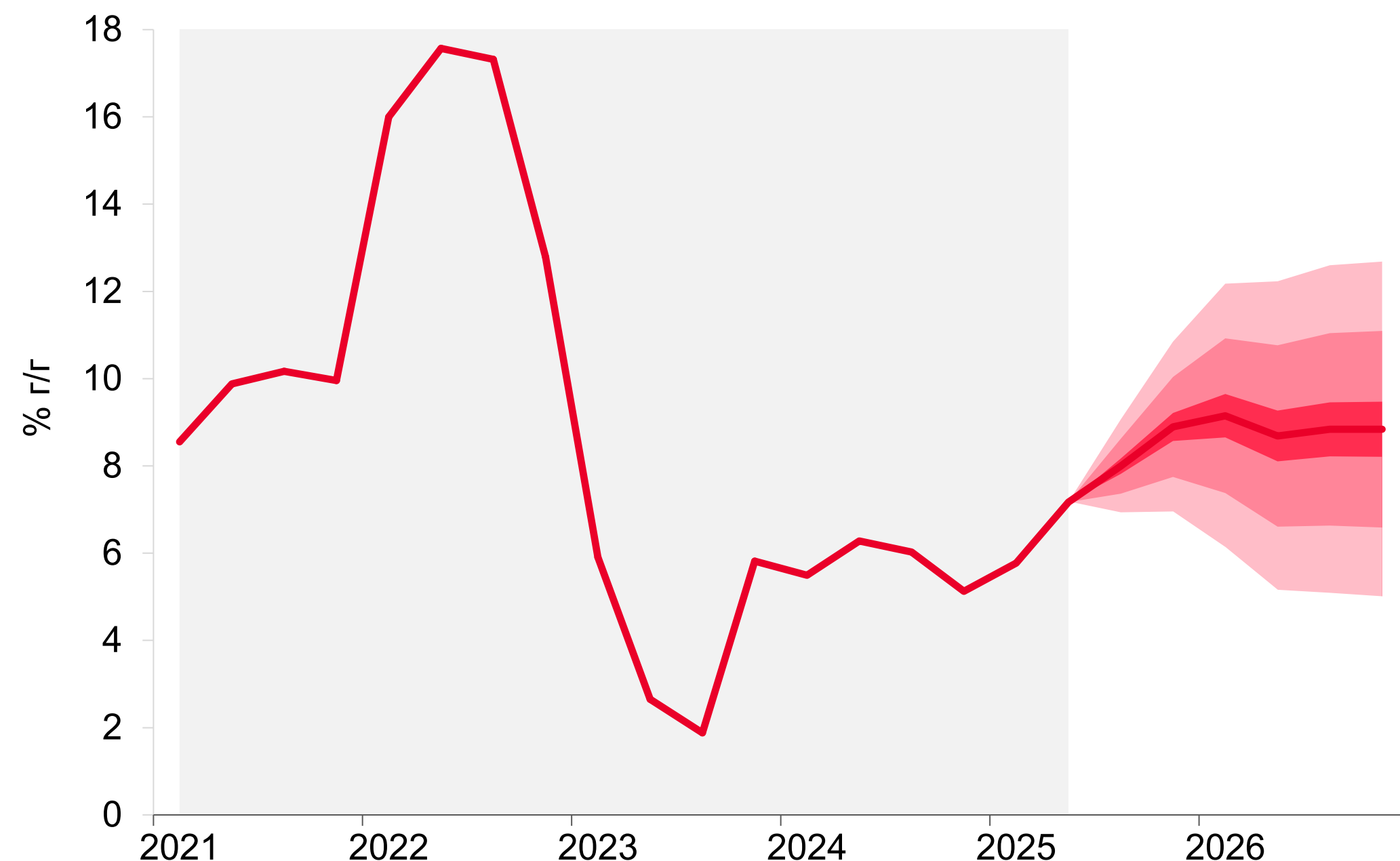


Co-funded by the European Union



Инфляция движется в направлении верхней границы прогноза 7–9% г/г на конец 2025 г. В 2026 г. рост цен ожидается в таком же диапазоне

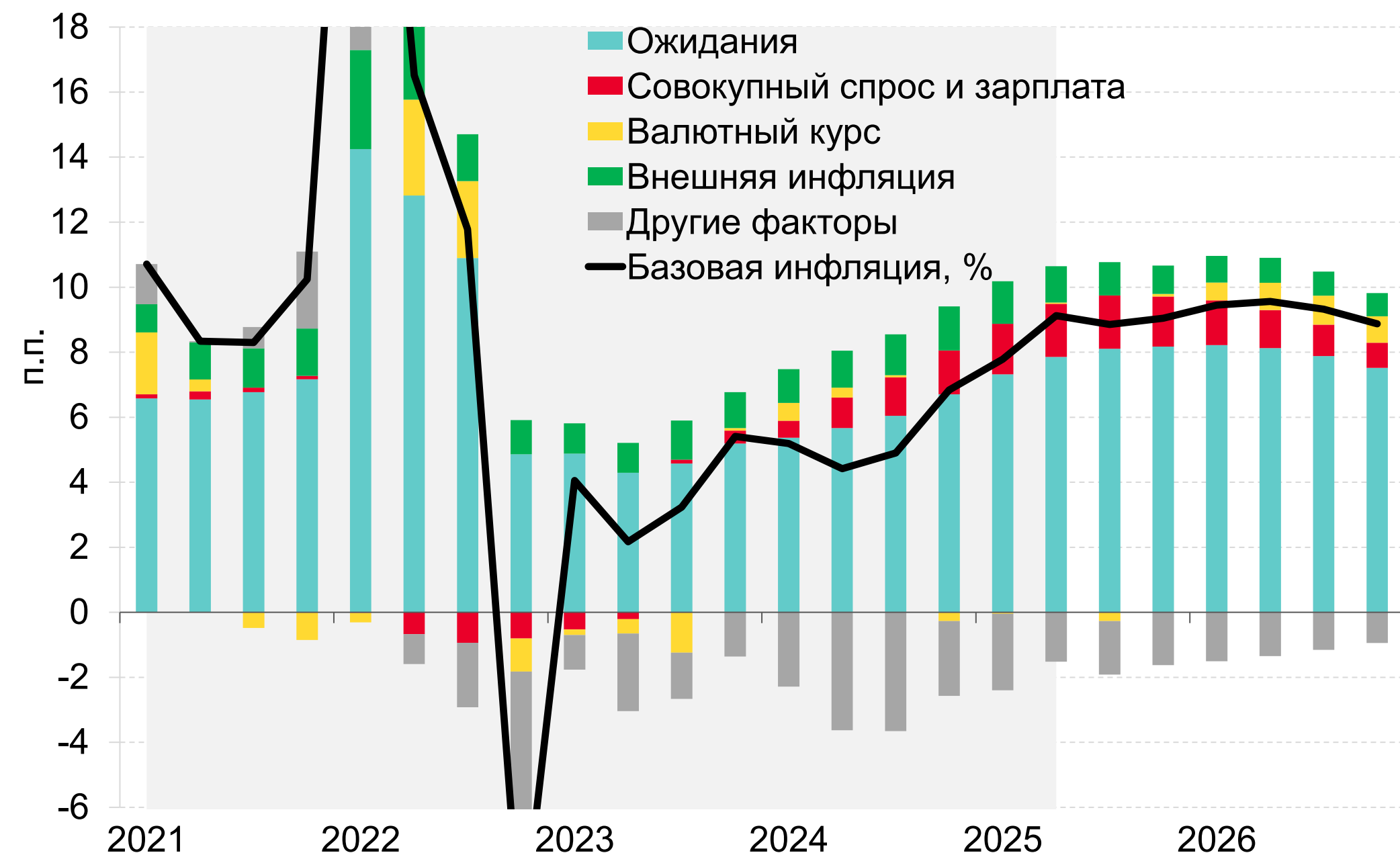
Прогноз годовой инфляции (г/г)



Источник: расчеты на базе QPM.

Примечание: г/г – темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу соответствующего квартала предыдущего года; кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности. Вклады факторов в базовую инфляцию рассчитаны на базе квартальной модели прогнозирования (QPM) с учетом инерционности. Диапазоны на рисунке соответствуют 15%, 50% и 75% доверительным интервалам.

Факторы квартальной базовой инфляции (кв/кв)



Инфляционное давление со стороны внутреннего спроса и зарплат останется высоким, но не будет увеличиваться.

Влияние валютного курса прогнозируется близким к нейтральному в 25 г. и умеренно проинфляционным в 26 г.

Проинфляционного воздействия со стороны внешнего сектора не ожидается.

Риски для базового сценария прогноза остаются повышенными как со стороны внешних условий, так и внутренней экономической политики

- **Санкционная политика США в отношении России и Беларуси, а особенно ее эффекты, неопределенны**
 - Если риск реализуется, то динамика ВВП в Беларуси будет слабее, а инфляционное давление в моменте выше.
 - Осязаема не только вероятность ужесточения санкций, но и их смягчения, что будет способствовать более высокому «здоровому» росту экономики Беларуси в 2026 г. в сравнении с базовым прогнозом
- **Предел толерантности властей к повышению инфляции слабо предсказуем**
 - Приближение инфляции к двузначным темпам может спровоцировать принятие реакционных мер по восстановлению той степени жесткости ценового контроля, которая существовала до его некоторого ослабления в апреле 2025 г.
 - Если ценовой контроль будет ужесточен, то инфляция сложится вблизи нижней границы диапазона 7–9% г/г в 2025 г., но издержками станут увеличение инфляционного навеса и вероятное ослабление экономической активности в 2026 г.
- **Прогнозируемость действий Нацбанка в сфере монетарной политики снизилась**
 - Максимальные эффекты монетарного импульса на ВВП и инфляцию достигаются через 9–12 месяцев – повлиять мерами денежно-кредитной политики на инфляцию в текущем году будет затруднительно, ...
 - ... но для результатов 2026 г. непредсказуемая политика является существенным фактором неопределенности.
- **Перспективы совокупного урожая в текущем сезоне остаются неопределенными**