



Co-funded by
the European Union



Economic Research Center
Tyrimų centras, VšĮ



Сбалансированность экономики Беларуси и прогноз на 2025–2026 годы

Май 13, 2025

Дисбалансы в экономике Беларуси нарастали в I квартале 2025 г. Угроза сильной волатильности повысилась из-за ослабления Нацбанка

Индикатор	Оценка
Реальный сектор	
Отклонение ВВП от сбалансированного уровня, %	4,0
Отклонение зарплаты от сбалансированного уровня, %	10,4
Инфляция, % г/г в апреле 2025 г.	6,5
Внешний сектор	
*Сальдо внешней торговли товарами и услугами, % ВВП, (+) профицит	-2,5
Отклонение реального эффективного курса от равновесного уровня, %, (+) недооценка	1,6
**Достаточность золотовалютных резервов (относительно АРА-метрики), % на 01.05.2025	>100
Финансовый сектор	
Рост реальных требований банков к экономике (среднее за два квартала), % за квартал	2,8
Отклонение ставки по кредитам в BYN от равновесного уровня, п.п.	1,4
Рост цен на недвижимость в USD, % г/г	9,1
Бюджетная и монетарная политика	
***Первичное сальдо консолидированного бюджета (среднее за четыре квартала), % ВВП	2,0
Отклонение ставки межбанковского рынка в BYN от равновесного уровня, п.п.	-2,5
Отклонение широкой денежной массы от НР-тренда, %	9,3
Итоговая оценка	

Индикаторы сбалансированности экономики Беларуси

Наблюдение за I 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.

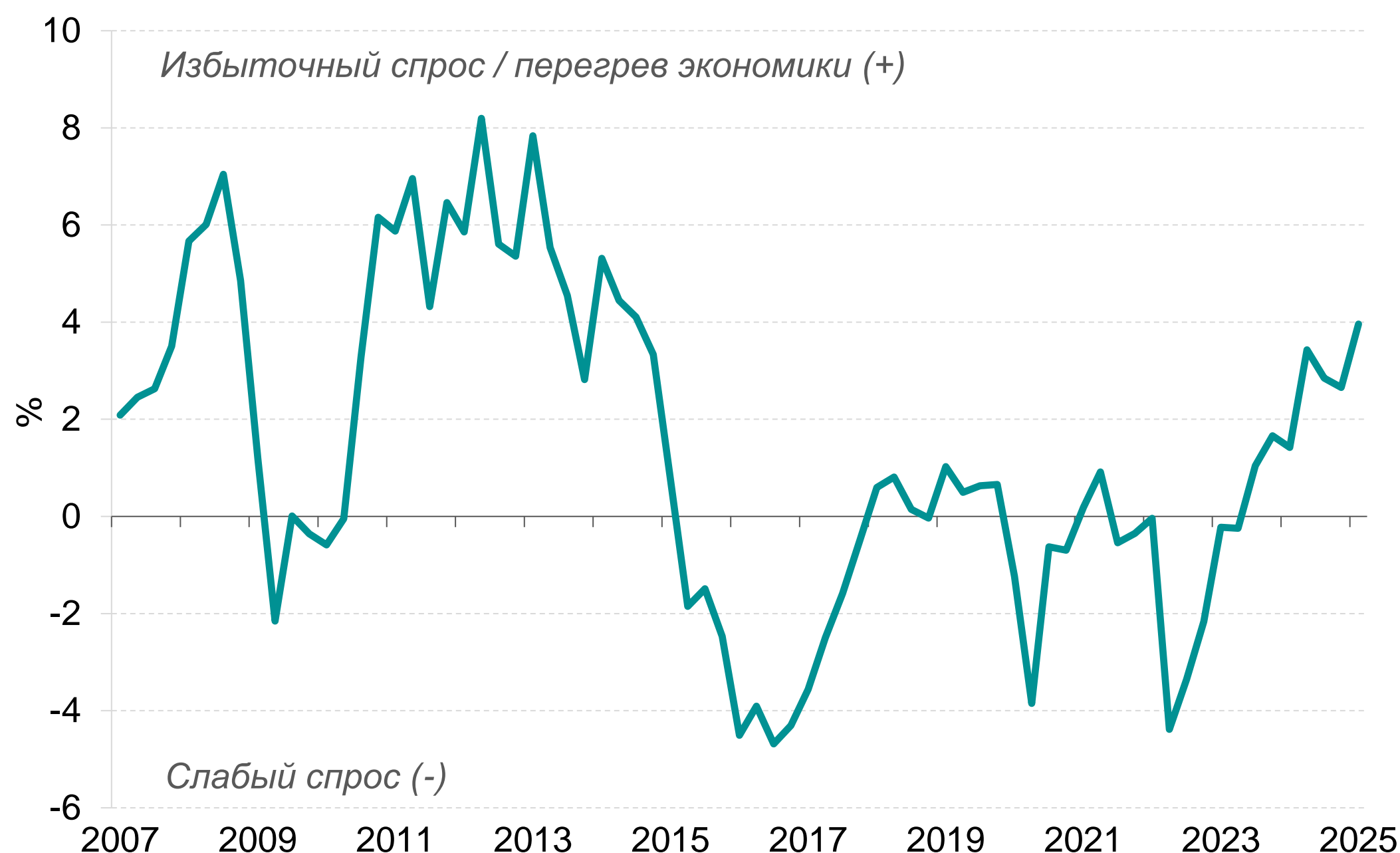
* Сальдо внешней торговли в диапазоне $\geq -0,8$ (дефицит) – $< 0,5\%$ ВВП (профицит) присваивается значение 0; находящемуся в диапазоне $\geq -2,5$ – $< -0,8\%$ ВВП (дефицит) или в диапазоне $\geq 0,5$ – $< 2,25\%$ ВВП (профицит) – 1; менее $-2,5\%$ ВВП (дефицит) или более $2,25\%$ ВВП (профицит) – 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 увеличился: ВВП превышал сбалансированный объем на ≈4% в I квартале 2025 г.

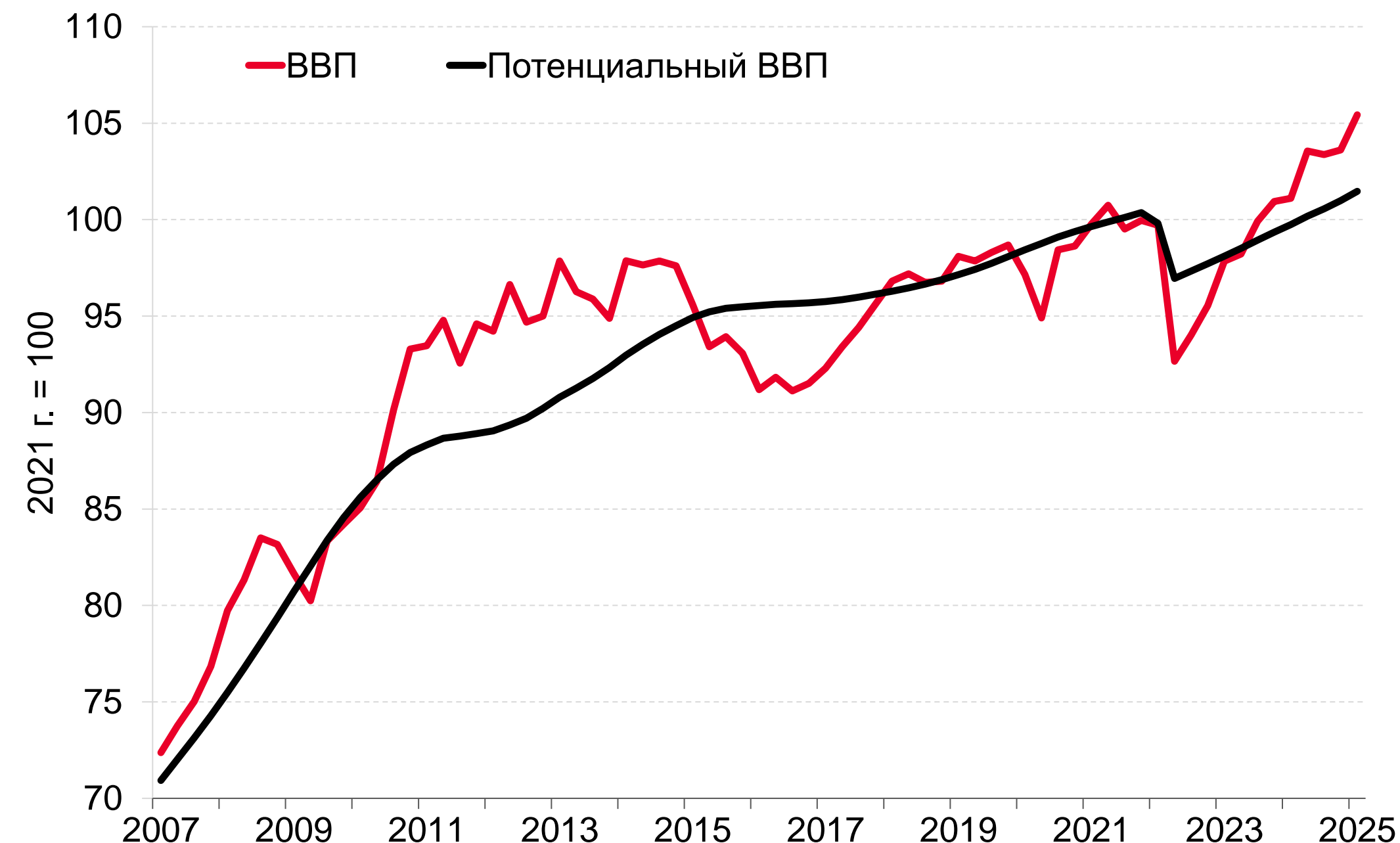
Разрыв выпуска (на базе QPM)



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 – максимальный с середины 2014 г.

Избыточный внутренний спрос в среде мягкой экономической политики – главный фактор перегрева.

Спрос на белорусские товары на внешних рынках ослаб – следствие возросшей конкуренции и замедления роста инвестиционного спроса на российском рынке.

Дефицит на рынке труда прогрессировал: уровень безработицы – 2,7% (с устранением сезонности), отклонение зарплаты от сбалансированного уровня увеличилось

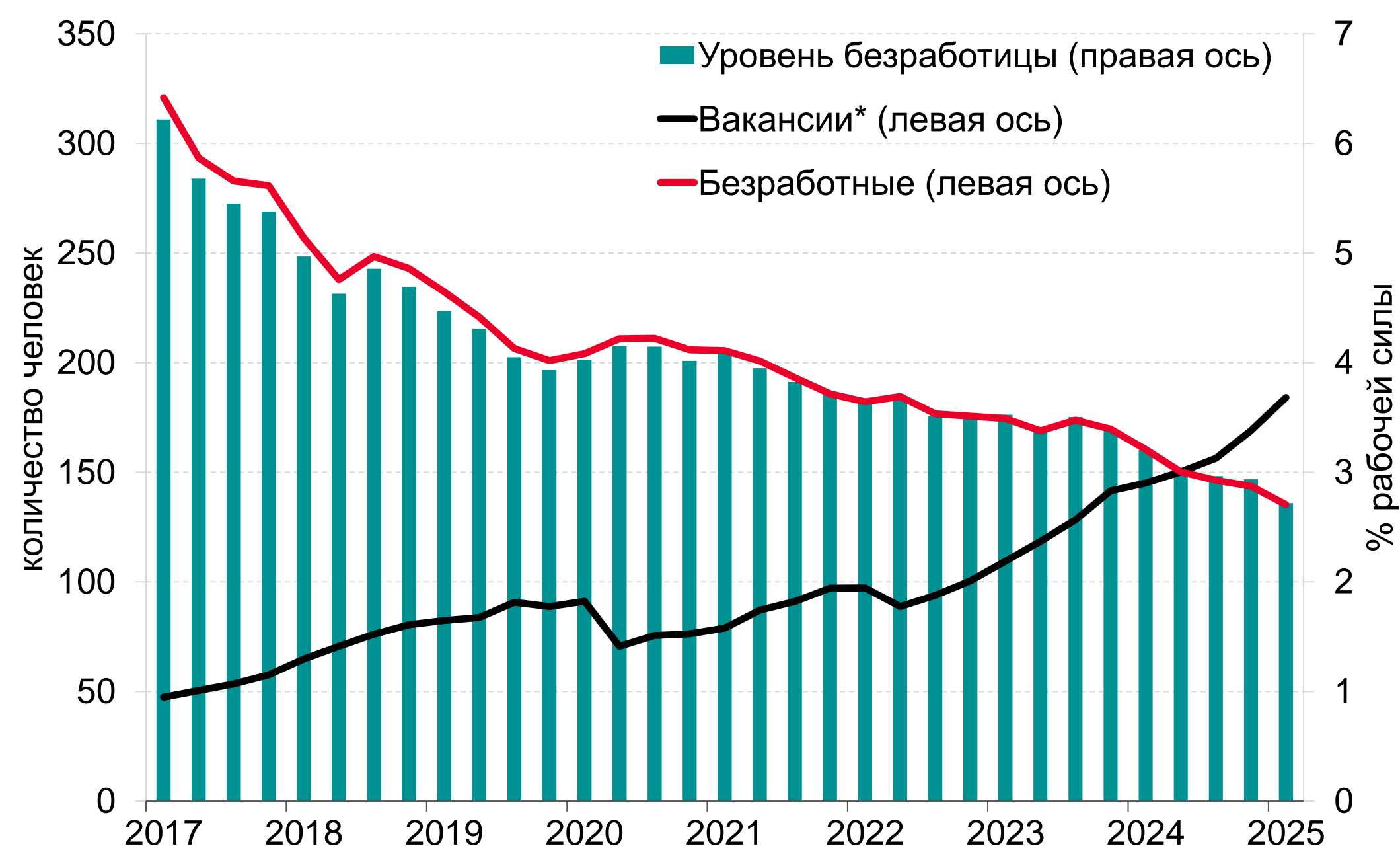
Разрыв реальной зарплаты (на базе QPM)



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси, 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 зарплаты, 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 I кв. 25 г. превысила средний уровень 2021 г. на ≈35%, ...

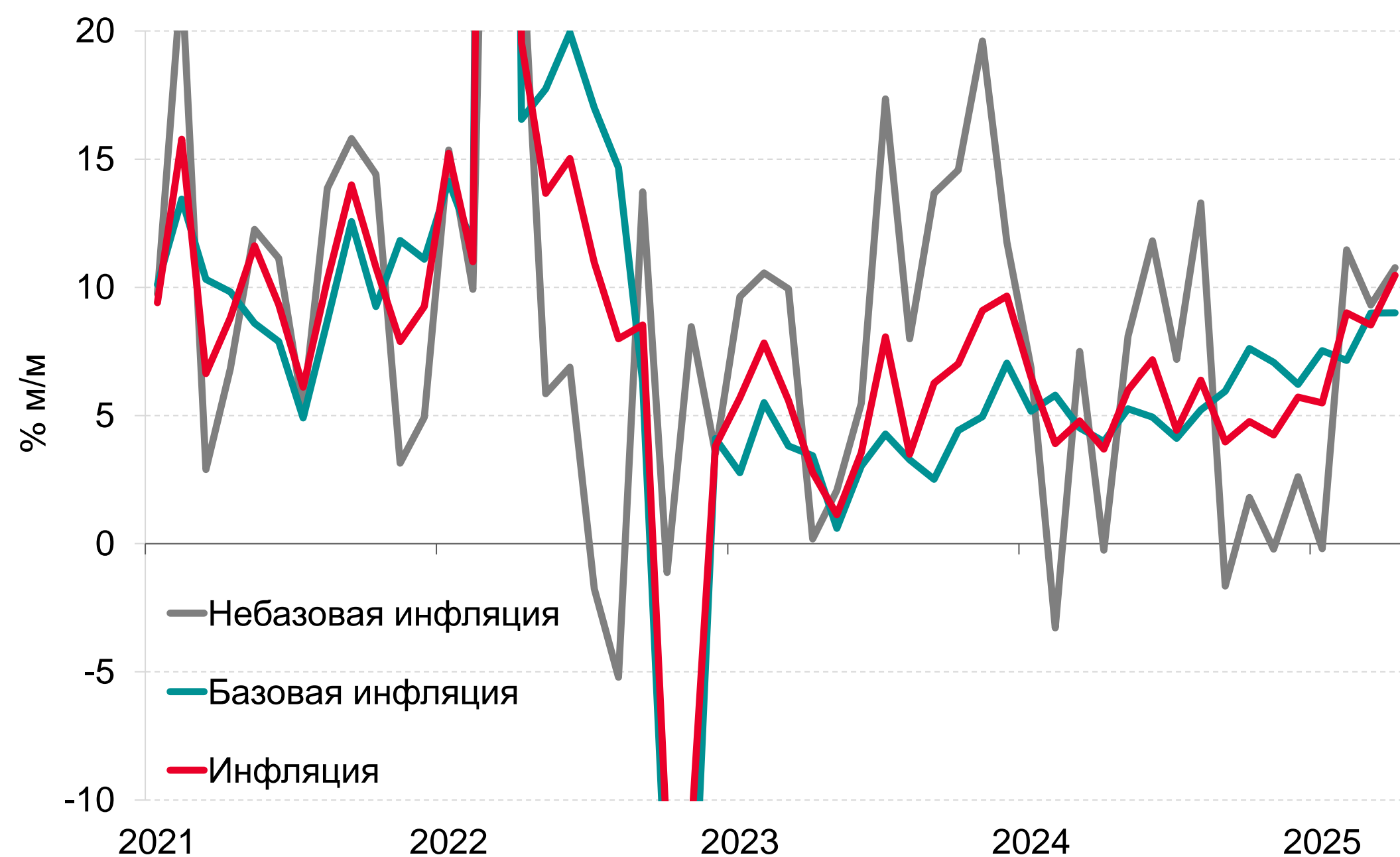
... что транслировалось в увеличение потребительского спроса на ≈30% за аналогичный период.

Проинфляционное давление рынка труда возросло.

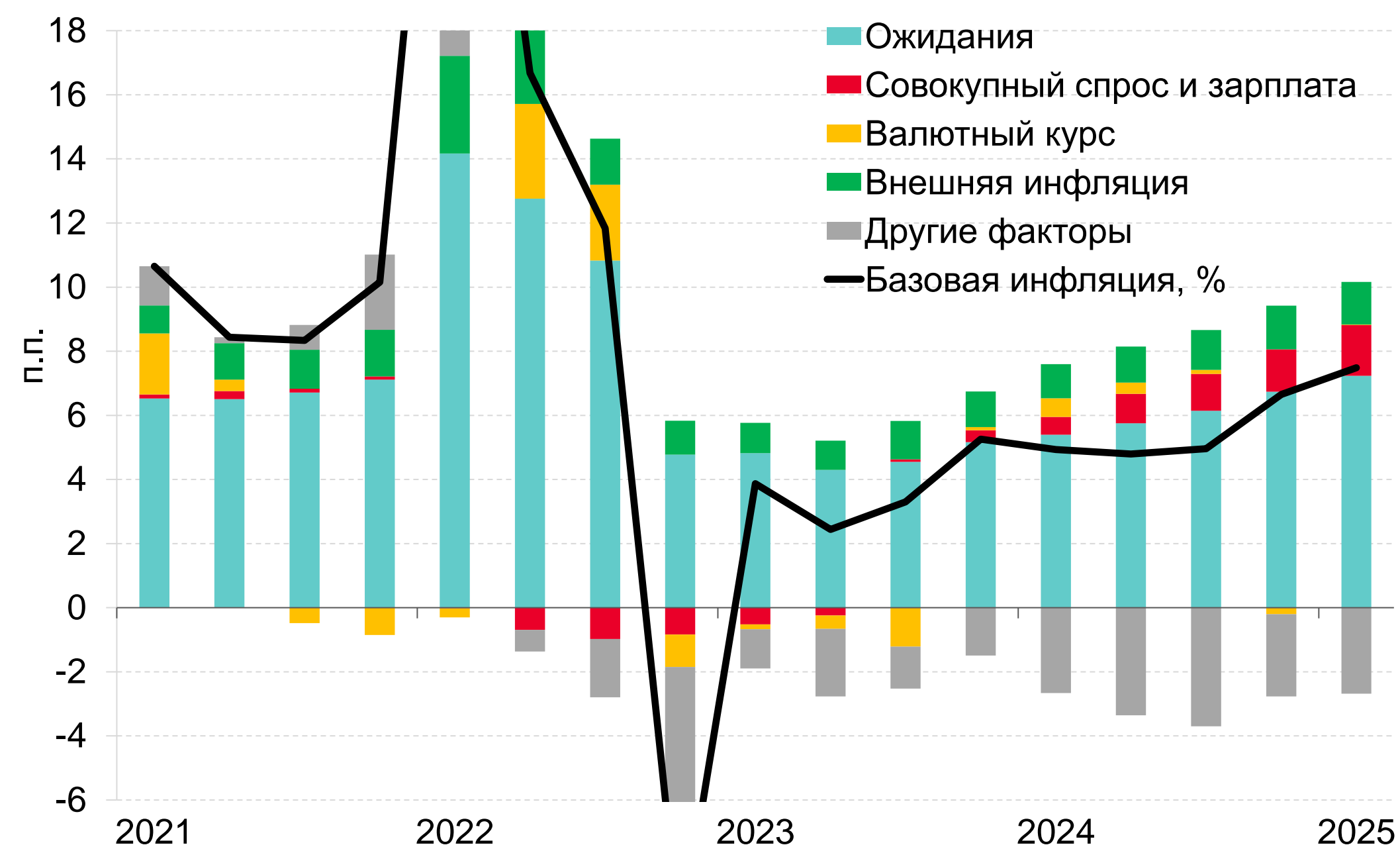
Ценовое давление внутреннего спроса и рынка труда усилилось: инфляция – более 7% кв/кв в I квартале 2025 г. (аннуализированный прирост цен за квартал с устранением сезонности)



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



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



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

Примечание: м/м – аннуализированный темп прироста месяц к предыдущему месяцу с устранением сезонности. 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.

Базовая инфляция поднялась почти до 8% кв/кв в I кв. 25 г., а нерегулируемые услуги подорожали на ≈9% кв/кв.

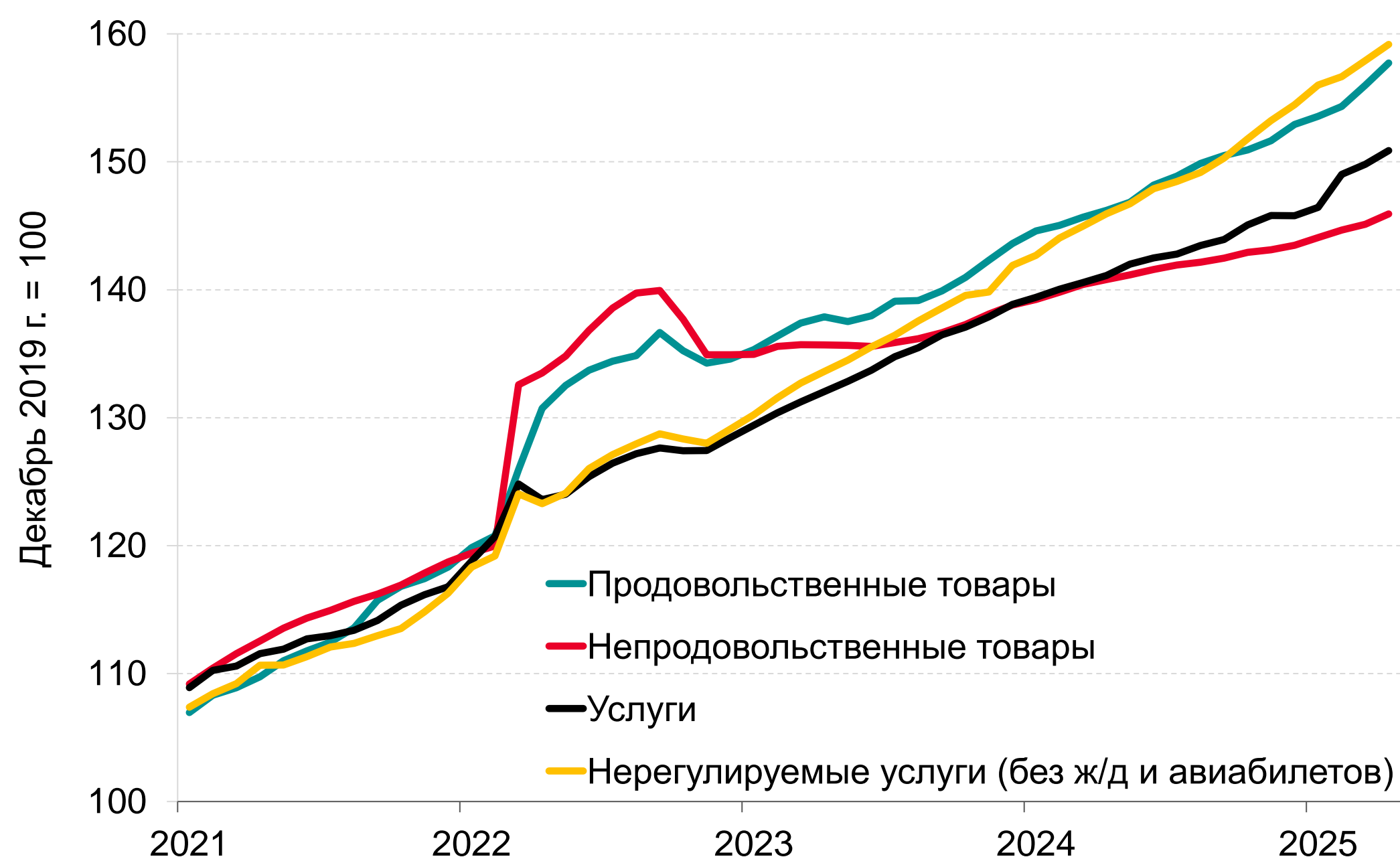
После сдерживания регулируемых цен в 2024 г. власти значительно их повысили в I кв. 25 г. из-за накопленного давления издержек.



Инфляционный навес продолжал накапливаться в начале текущего года. Без учета вклада ценового контроля инфляция несколько превышала бы 10% г/г

Уровни цен компонент ИПЦ

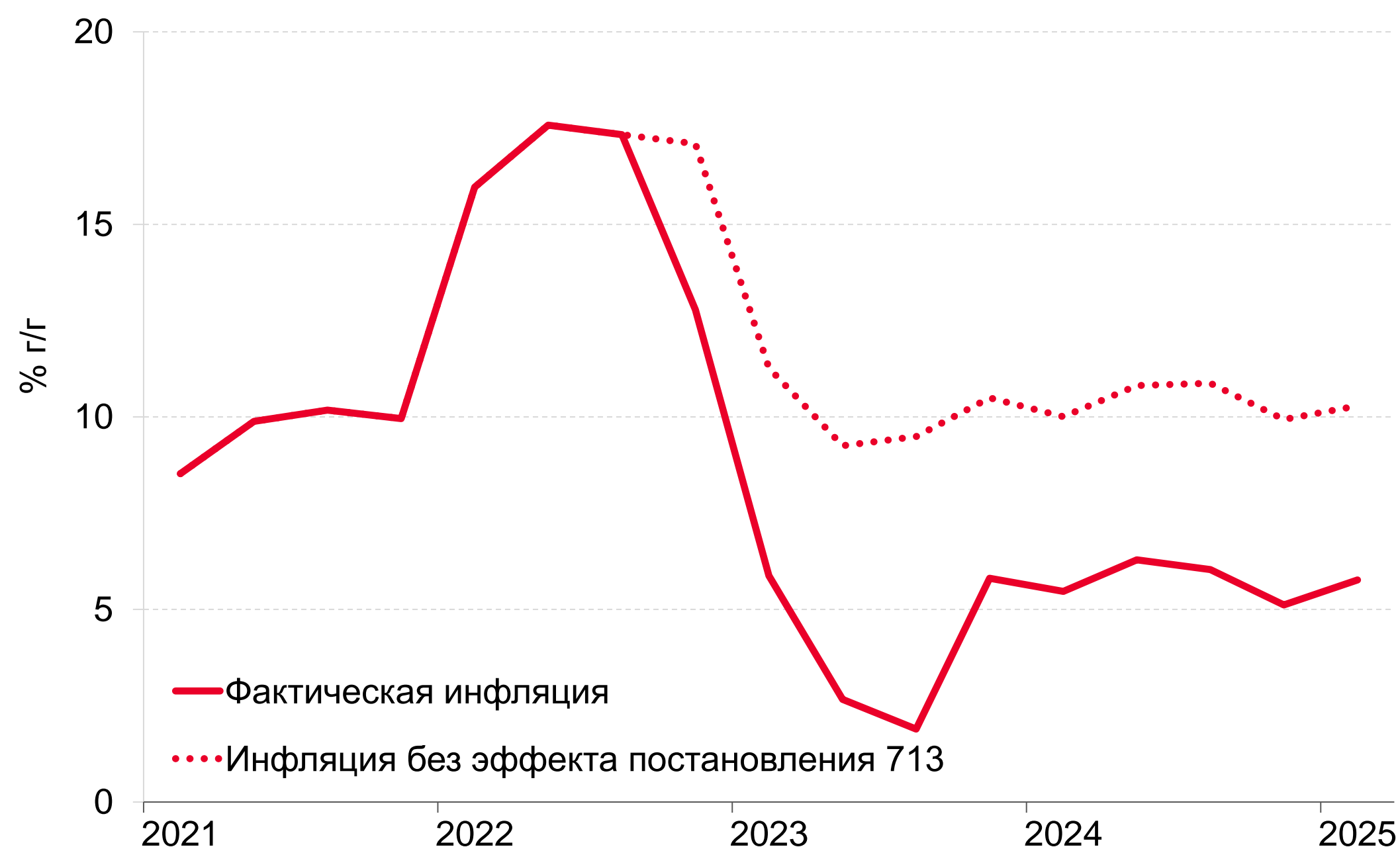
(декабрь 2019 г. = 100; с устранением сезонности)



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

Примечание: г/г – темп прироста месяц к соответствующему месяцу предыдущего года. При поступлении новых данных динамика индикаторов уточняется.

Влияние ценового контроля на инфляцию (на базе QPM)



Цены на нерегулируемые услуги превысили цены на непродовольственные товары на $\approx 9\%$ в апреле 2025 г.

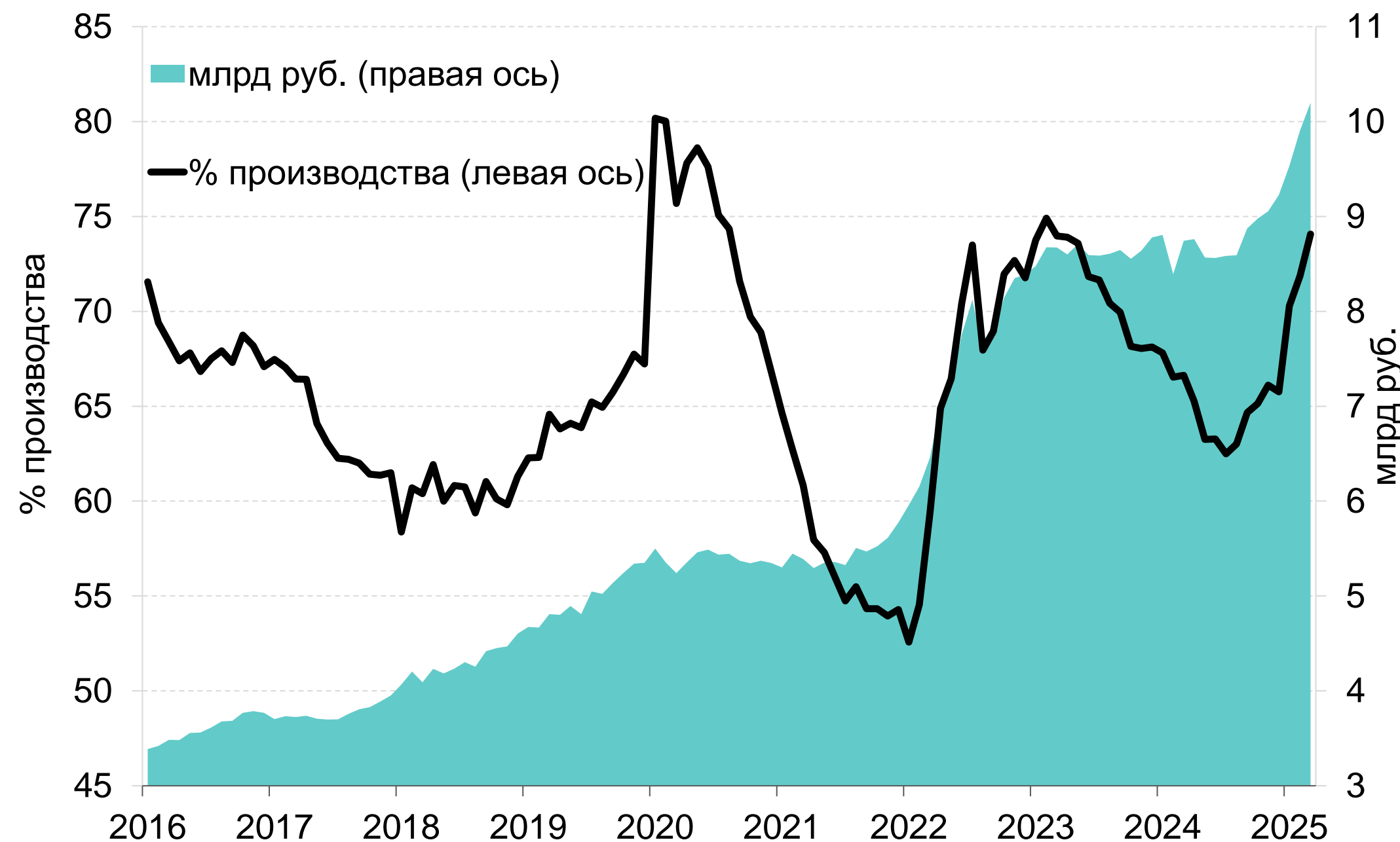
В среде накопленных дисбалансов власти пошли на смягчение ценового контроля в апреле:

- 10% корзины выведено из-под регулирования;
- возможность повышать цены без согласования, если рентабельность не выше max 2021-2024 гг.

Поддержание повышенного объема выпуска в условиях ослабления внешнего спроса вело к затовариванию и сохранению значительного дефицита внешней торговли

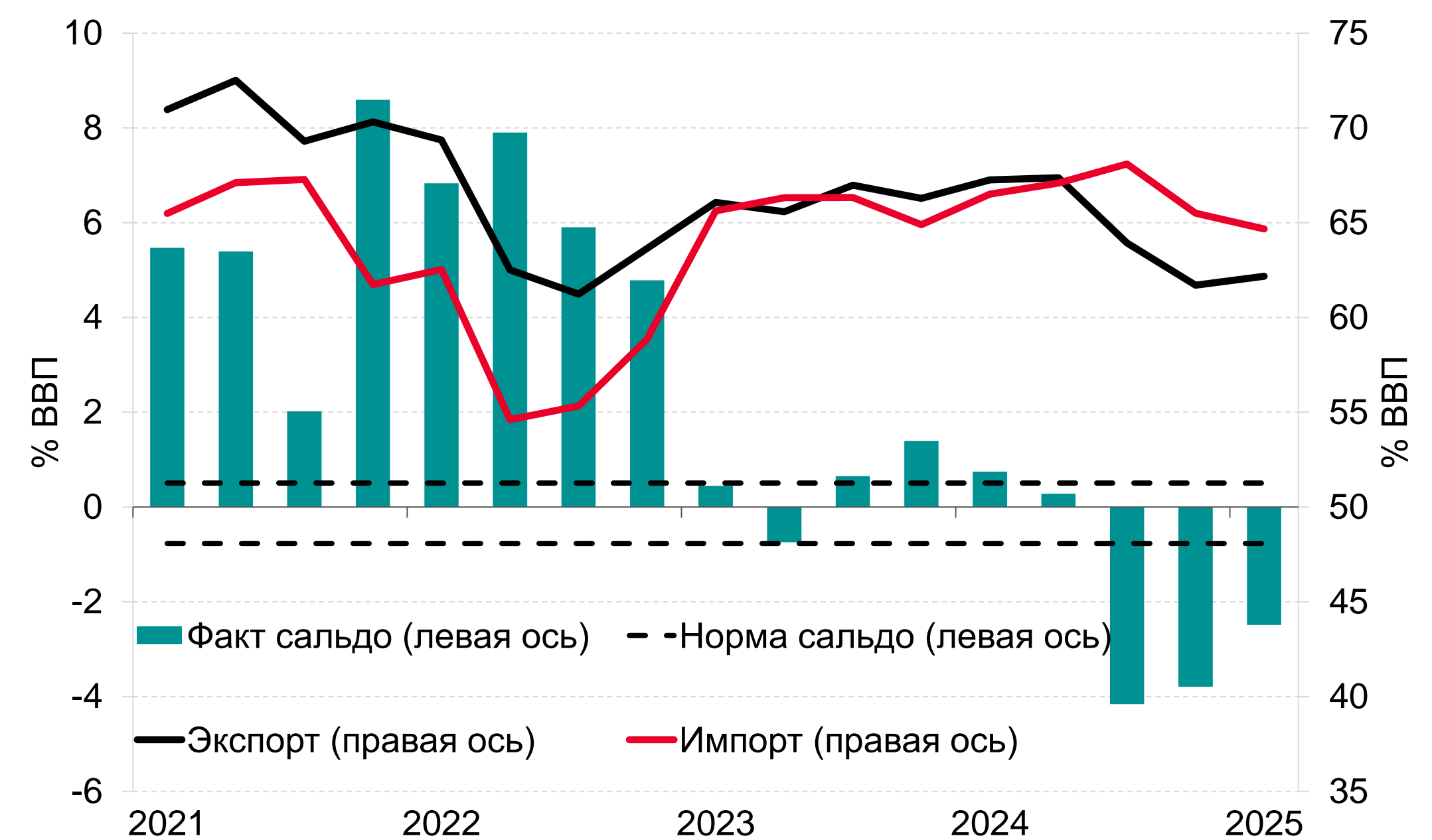


Запасы в промышленности (с устранением сезонности)



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 лет (больше – в начале пандемии).

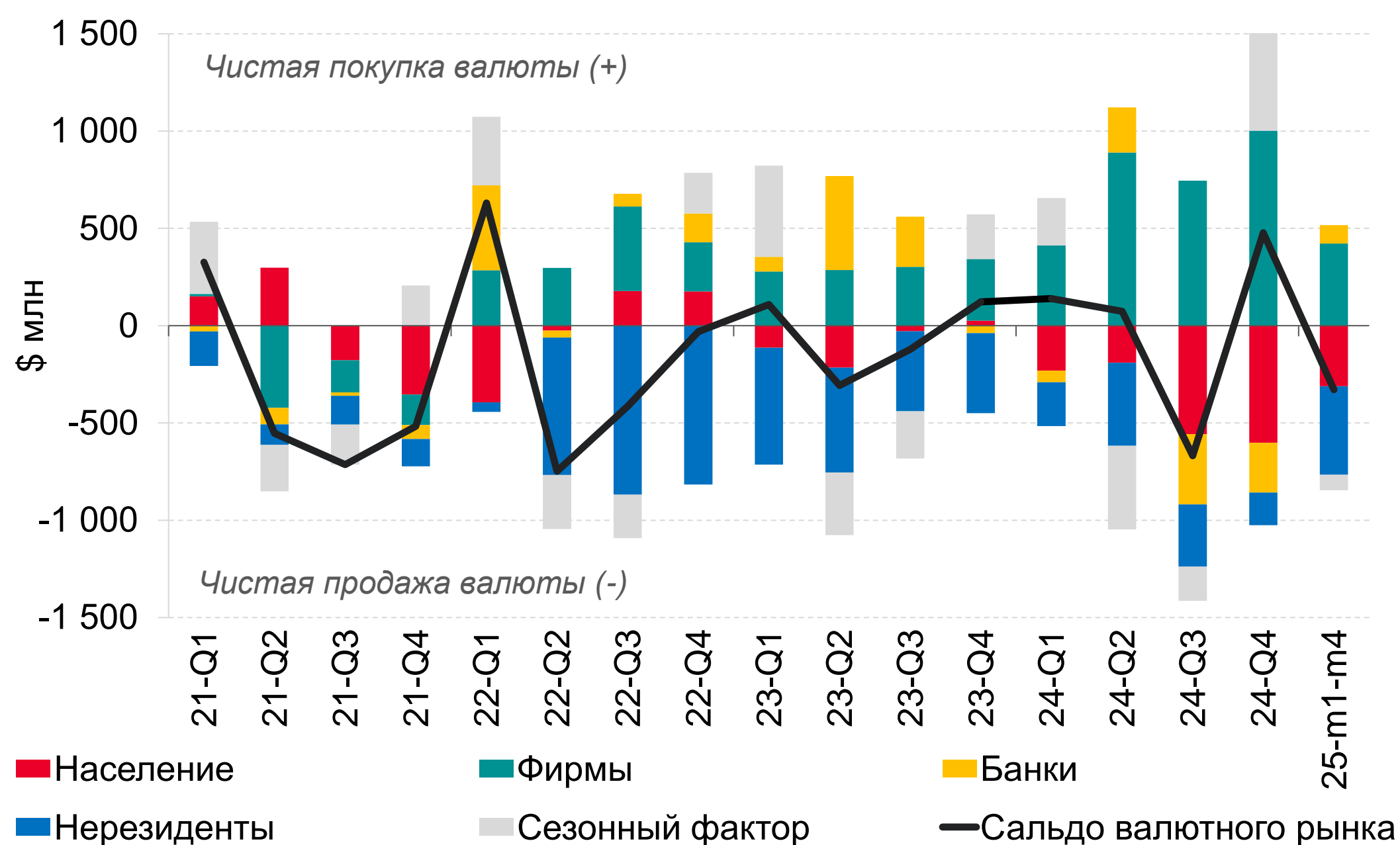
Дефицит внешней торговли – $\approx 2,5\%$ ВВП (с устранением сезонности). Существенно больше «нормы» для Беларуси – влияние избыточного внутреннего спроса и снижения экспорта.



Валютный рынок – вблизи баланса благодаря продаже валюты населением. Белорусский рубль оставался умеренно недооцененным на ≈1,6% в I квартале 2025 г.



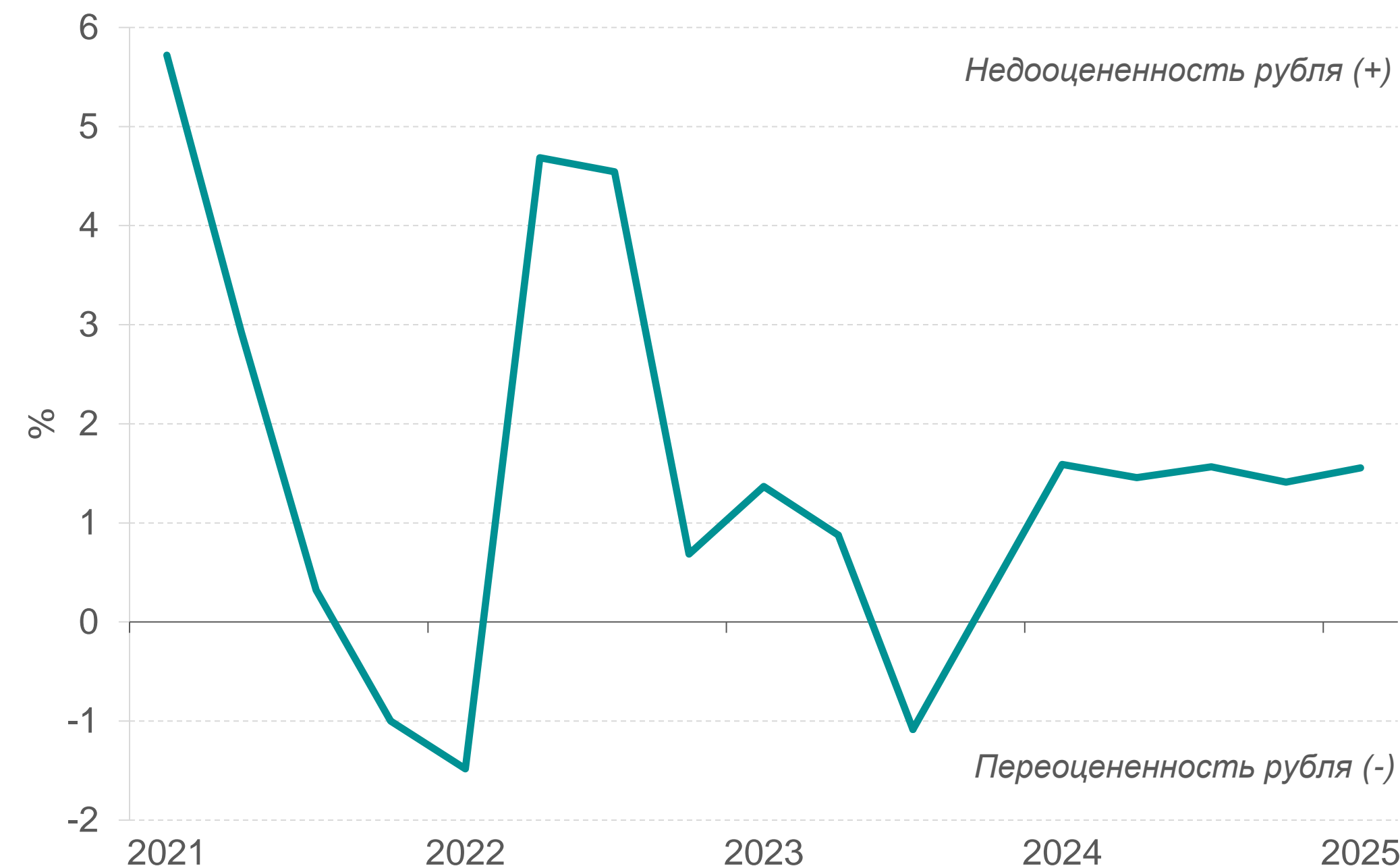
Сальдо валютного рынка (сегменты – с устранением сезонности)



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.

Отклонение РЭК от равновесного уровня (на базе QPM)



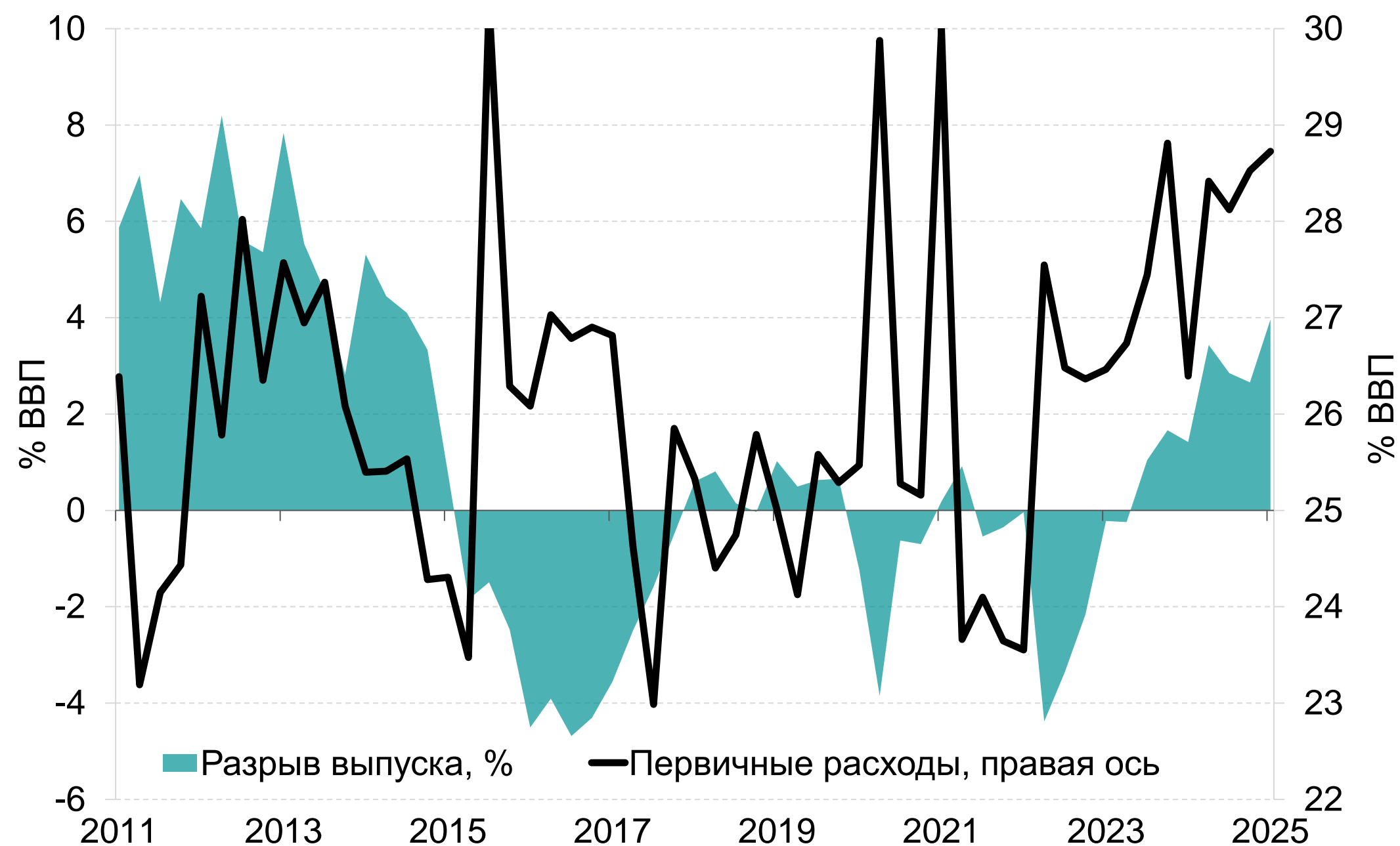
Нацбанк продал валюты на \$0,3 млрд в I кв. 25 г. и купил \$0,6 млрд в апреле. При этом ЗВР достигли максимума в \$10,9 млрд на 01.05.2025 г. в связи с ростом цен на золото, переоценкой активов в евро и вероятной конвертацией части активов в российских рублях в резервные валюты. Достаточность ЗВР к индикатору риск-факторов оттока валюты в мае могла превысить 100%.



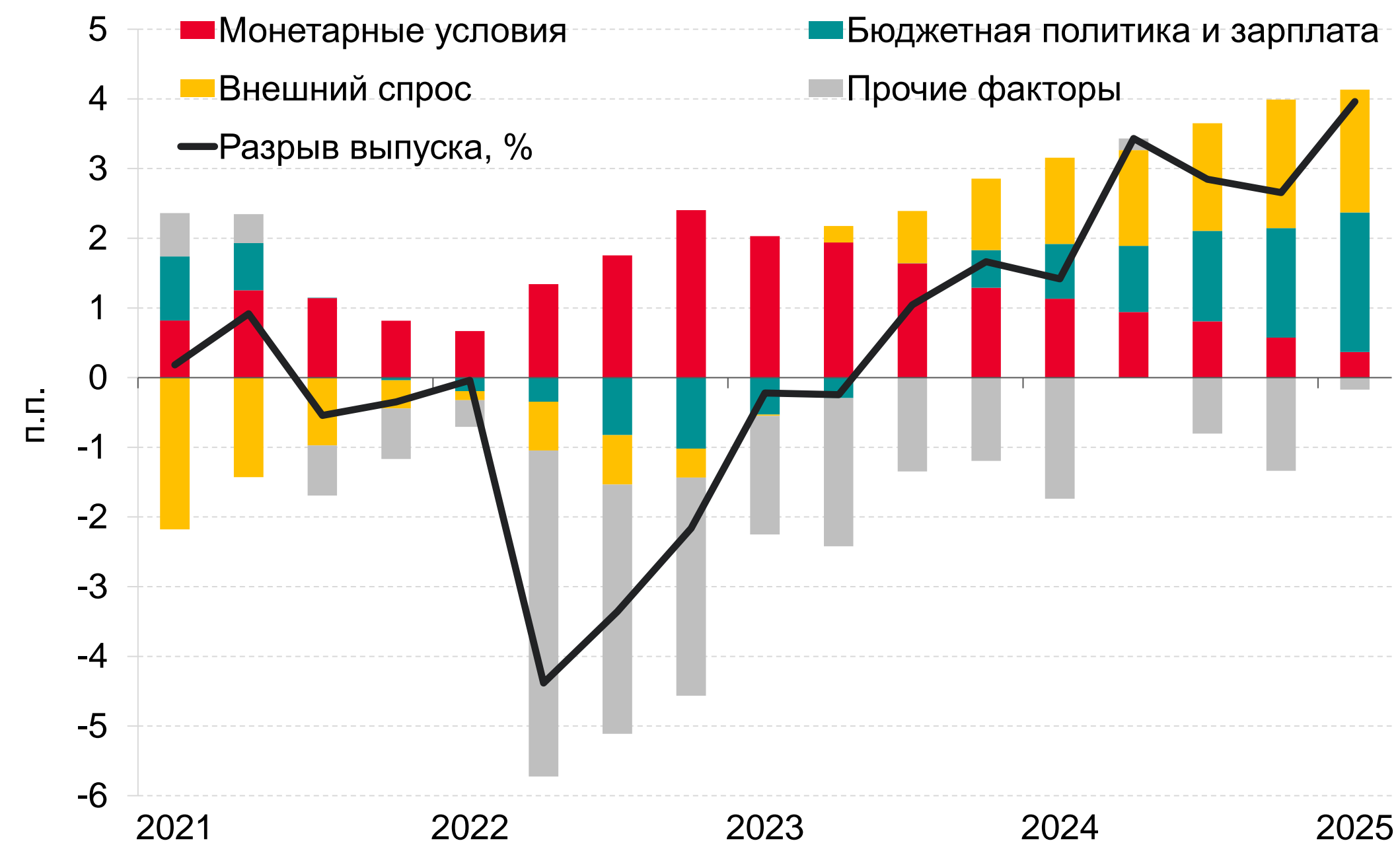
Консолидированный бюджет оставался профицитным в I квартале 2025 г. благодаря повышенным доходам в среде перегрева экономики



Расходы консолидированного бюджета и разрыв выпуска (с устранением сезонности)



Разрыв выпуска и его детерминанты (на базе QPM)



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка и Минфина Беларуси, Белстата, ЕЭК, ЕФСР, МВФ, 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.

Рост расходов, превосходящий рост ВВП, сигнализирует о сохранении стимулирующей бюджетной политики в 2025 г.

Бюджетная политика продолжила поддерживать избыточный спрос в экономике в I кв. 25 г.

Бюджетный стимул сохранится в 2025–2026 гг., но будет постепенно ослабевать из-за ограниченных возможностей наращивания доходов.

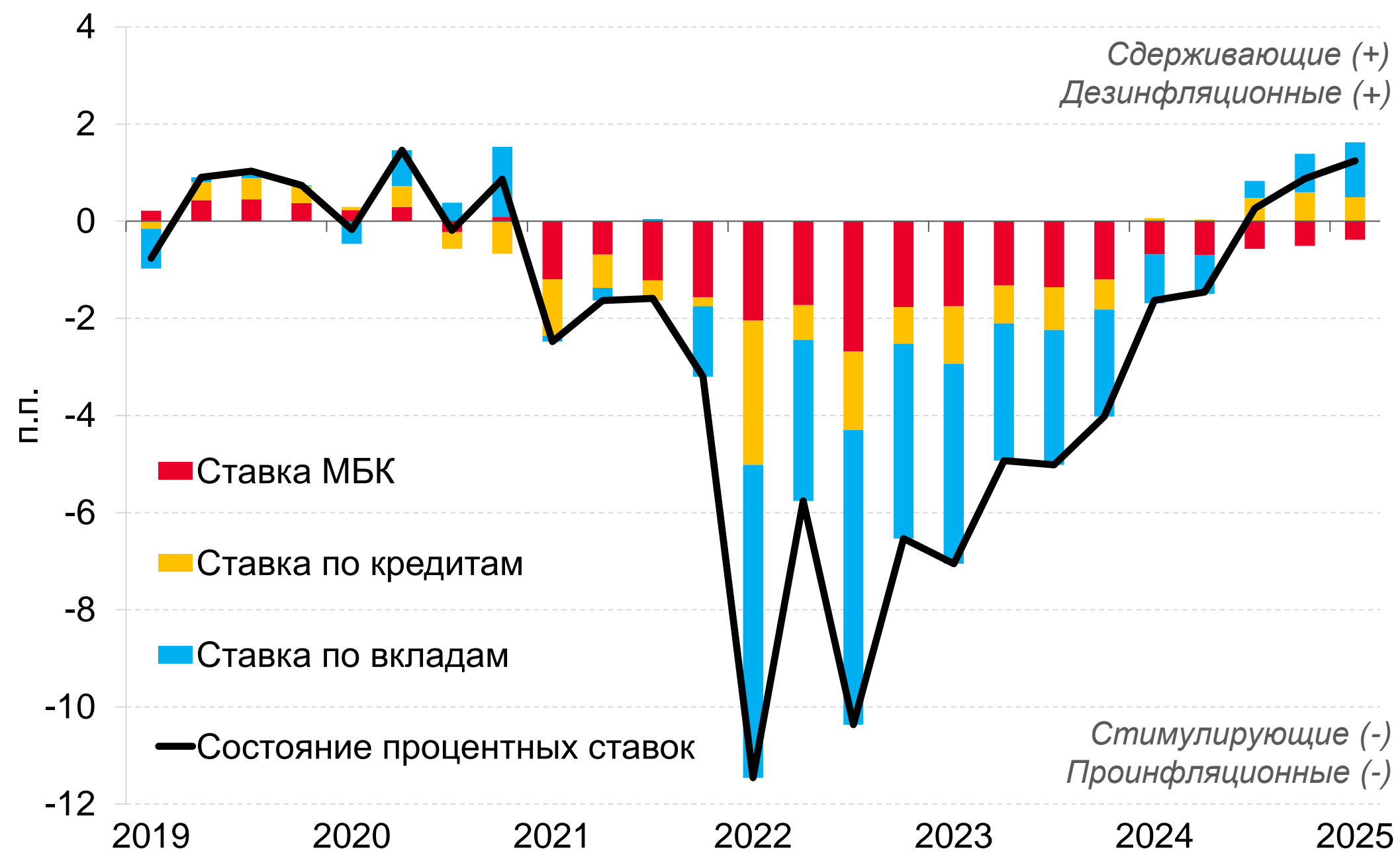


Ставки по кредитам и вкладам превышали нейтральные уровни. Масштаб превышения небольшой, ...

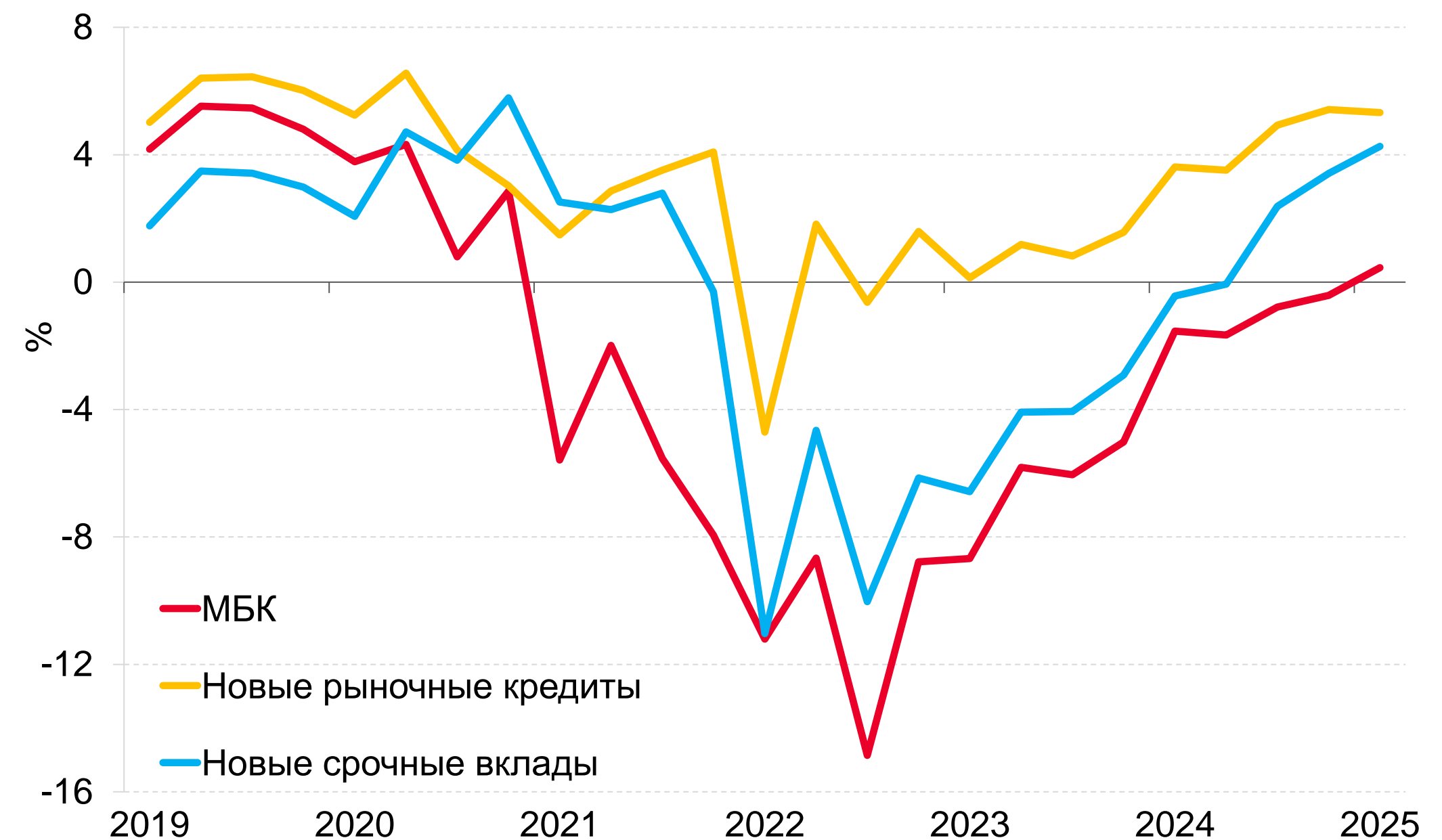
... рост кредита и денежной массы сохранялся повышенным



Состояние рыночных процентных ставок (на базе QPM)



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



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).

Широкая денежная масса в реальном выражении

выросла на $\approx 13\%$ кв/кв (I кв. 25 г. к IV кв. 24 г. в аннуализированном виде с устранением сезонности) и на $\approx 11\%$ г/г (I кв. 25 г. к I кв. 24 г.).

При сбалансированном приросте ВВП на 1,5–2% в год это указывает на сильное превышение спросом на деньги производственного потенциала экономики.

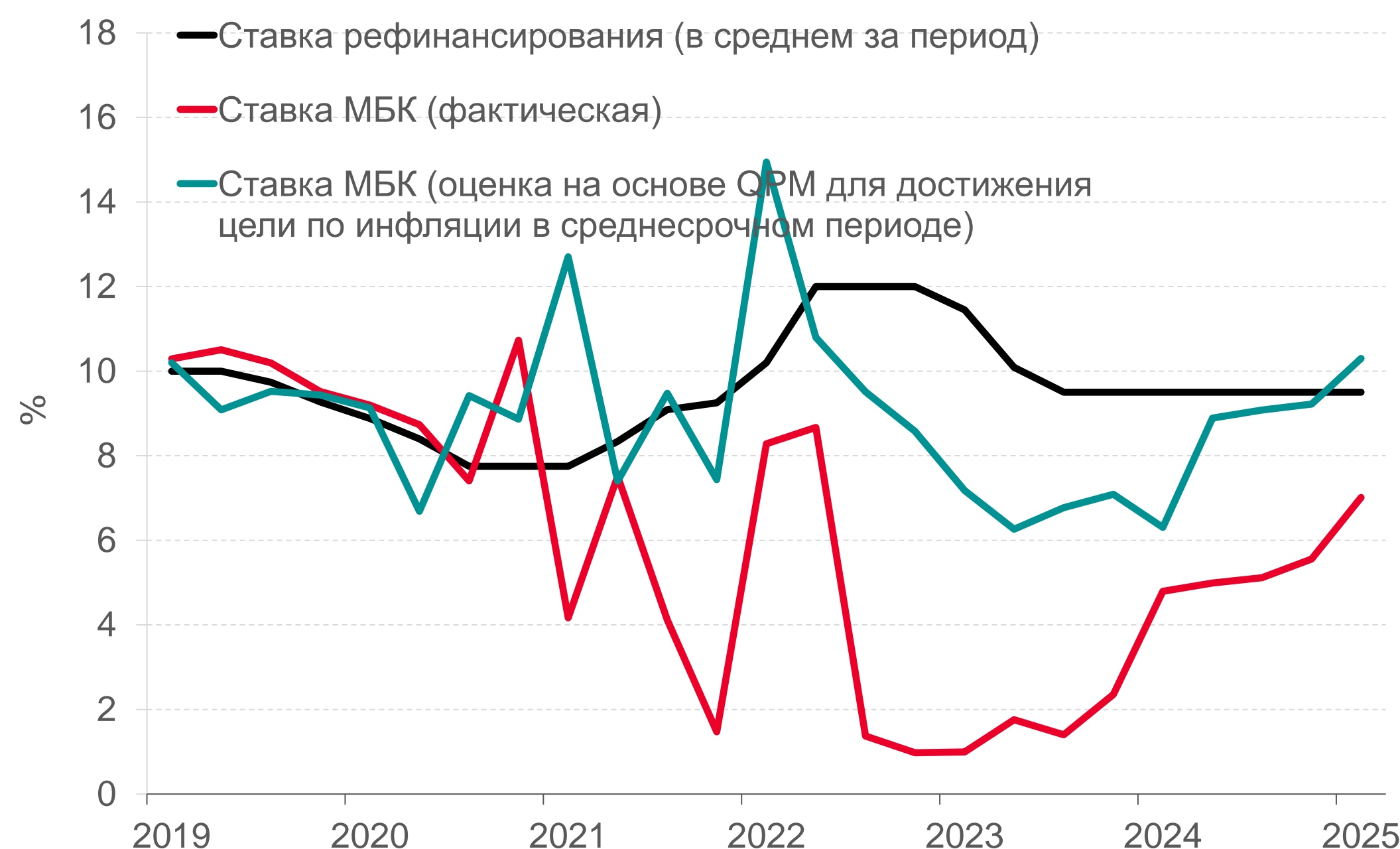


Co-funded by the European Union



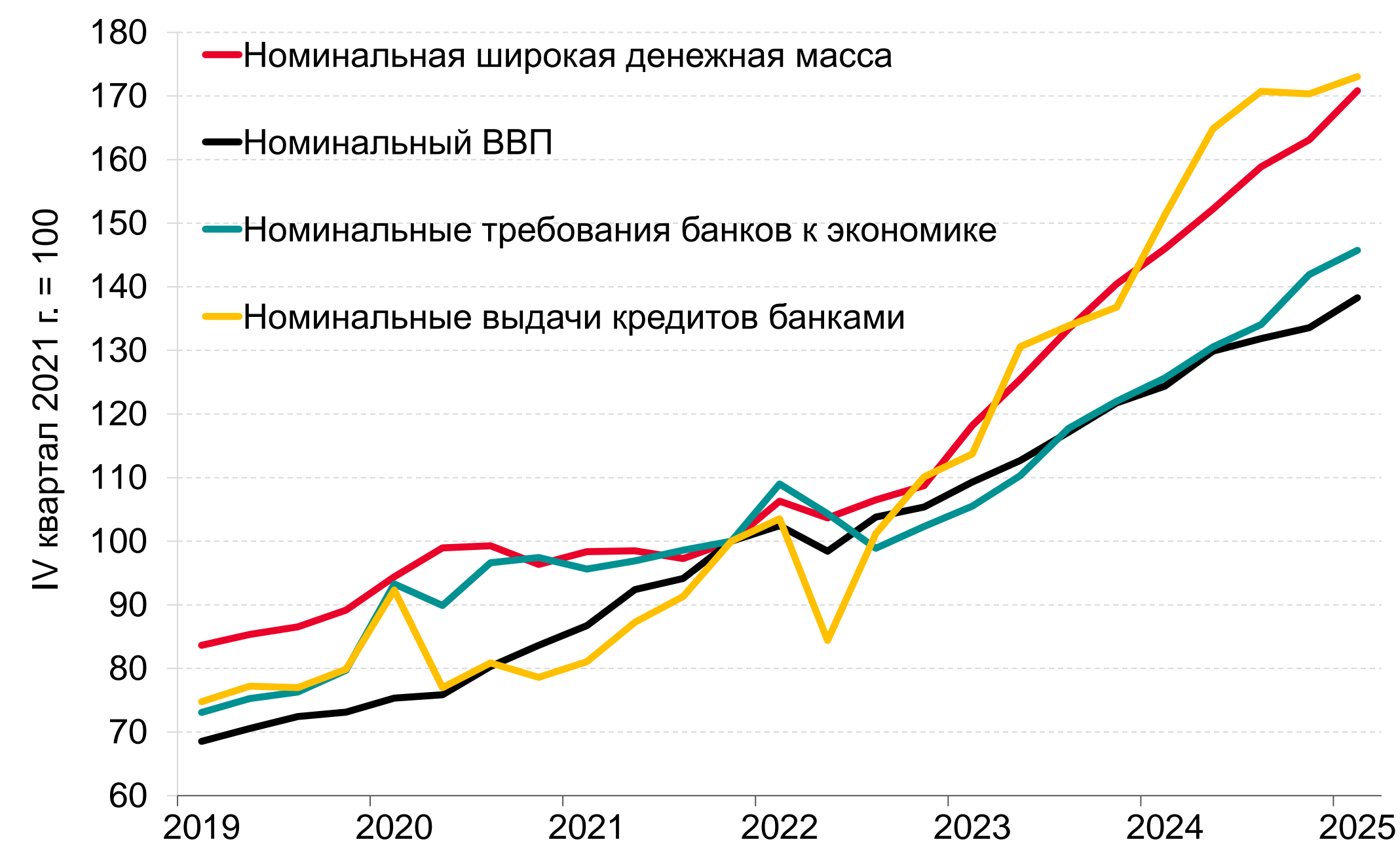
Нацбанк намерен приоритизировать кредитную поддержку фирм при повышении толерантности к высокой инфляции и перегреву экономики

Номинальные рыночные процентные ставки (в среднем за квартал)



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

Денежная масса и кредит (с устранением сезонности)

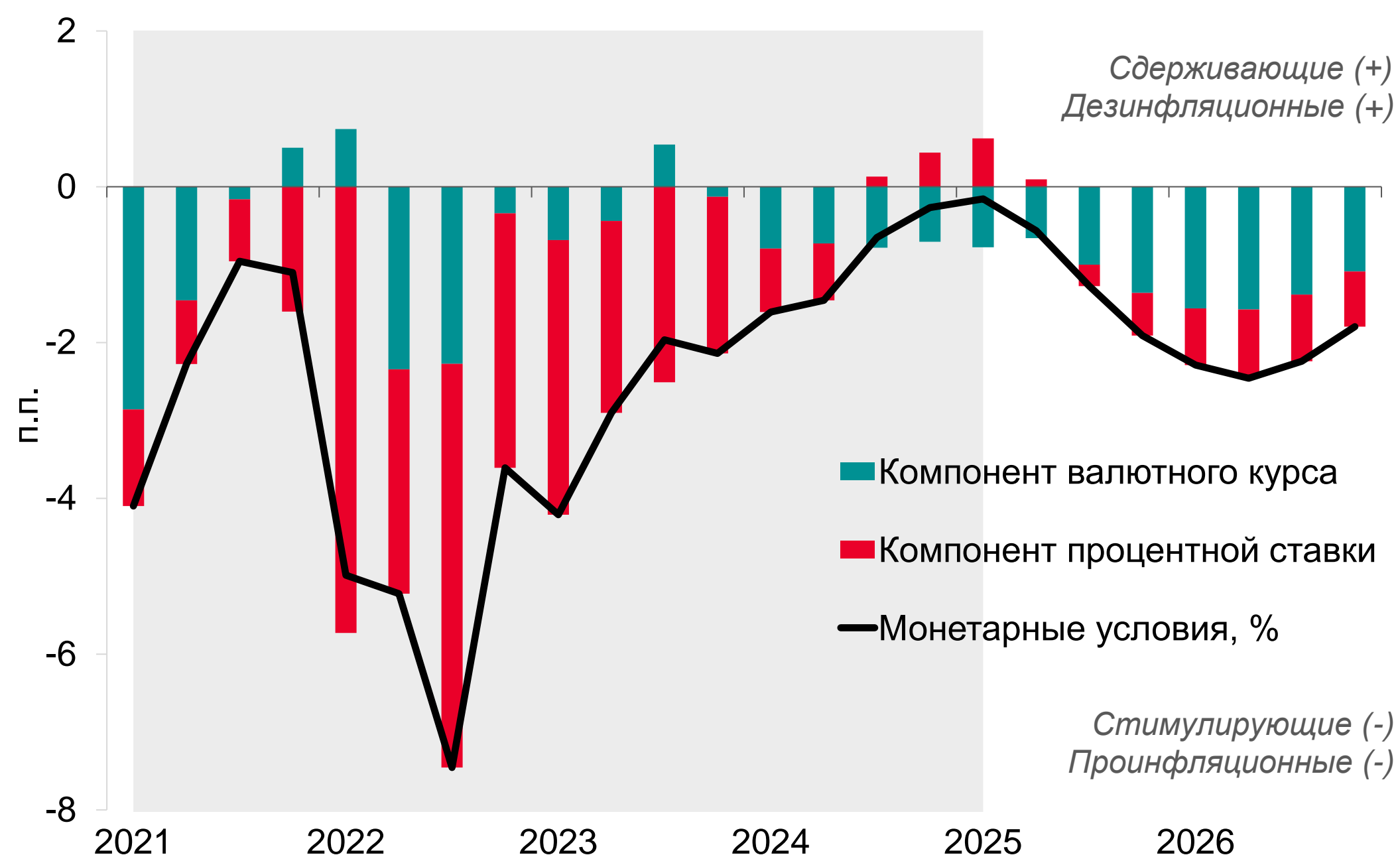


Сглаживание экономического цикла и обеспечение ценовой стабильности становятся вторичными задачами для Нацбанка.

Важнейшие стабилизационные институты ослабевают, а действия Нацбанка становятся проциклическими.

Монетарные условия сформируются более мягкими в сравнении с предыдущим прогнозом из-за смены приоритета Нацбанка в денежно-кредитной политике

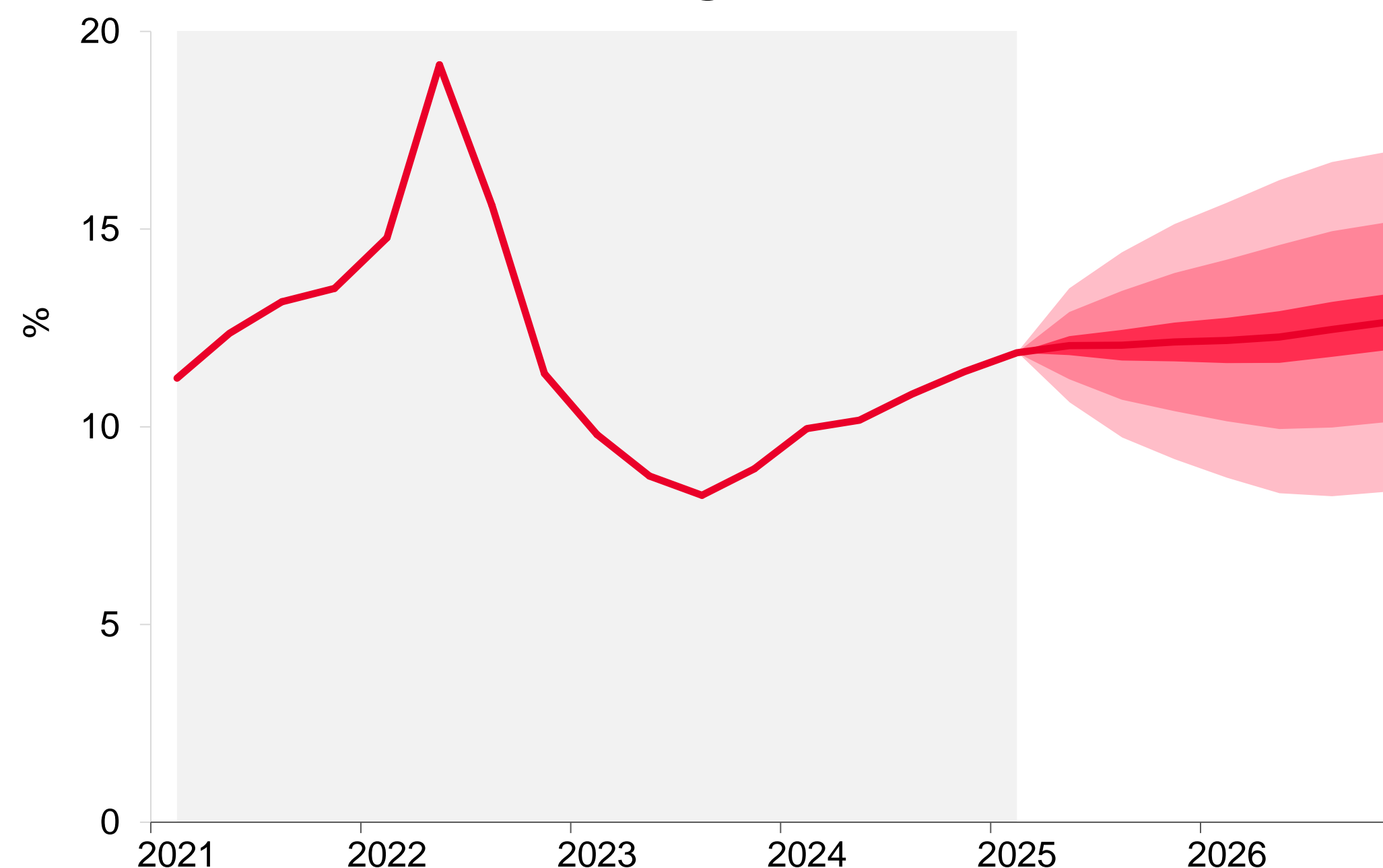
Прогноз монетарных условий (на базе QPM)



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)



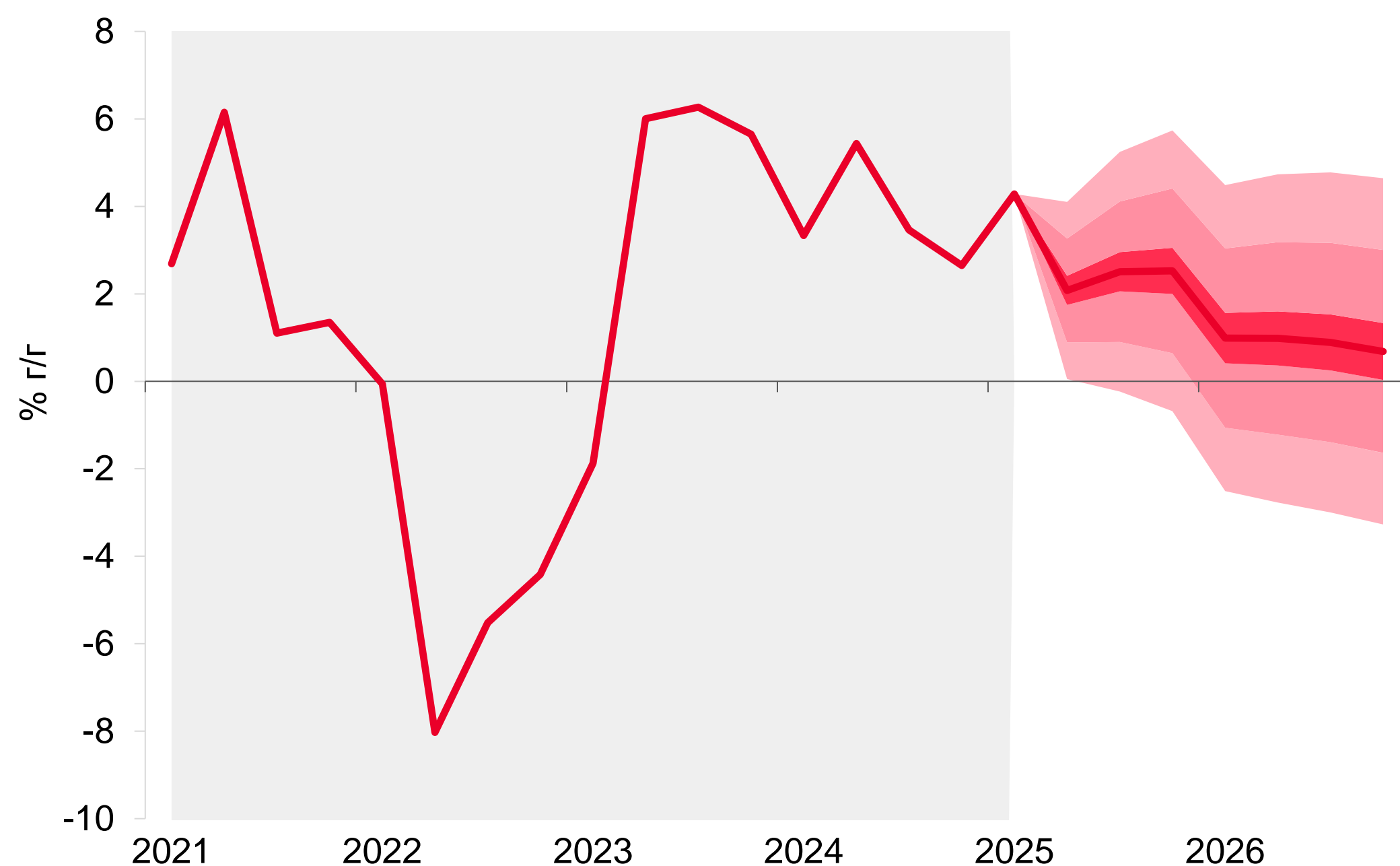
Средняя ставка по кредитам в останется вблизи с 11,5–12% в 2025 г., а по новым срочным депозитам – около 10,5–11%.

Повлиять на долгосрочные темпы роста экономики за счет расширения кредитования директивным образом нельзя.

Нацбанк может способствовать «здоровому» росту экономики посредством обеспечения низкой и предсказуемой инфляции.

ВВП вырастет на 2–3% в 2025 г. и на 0,5–1,5% в 2026 г. Повышение прогноза на 2025 г. связано с более мягкими денежно-кредитными условиями

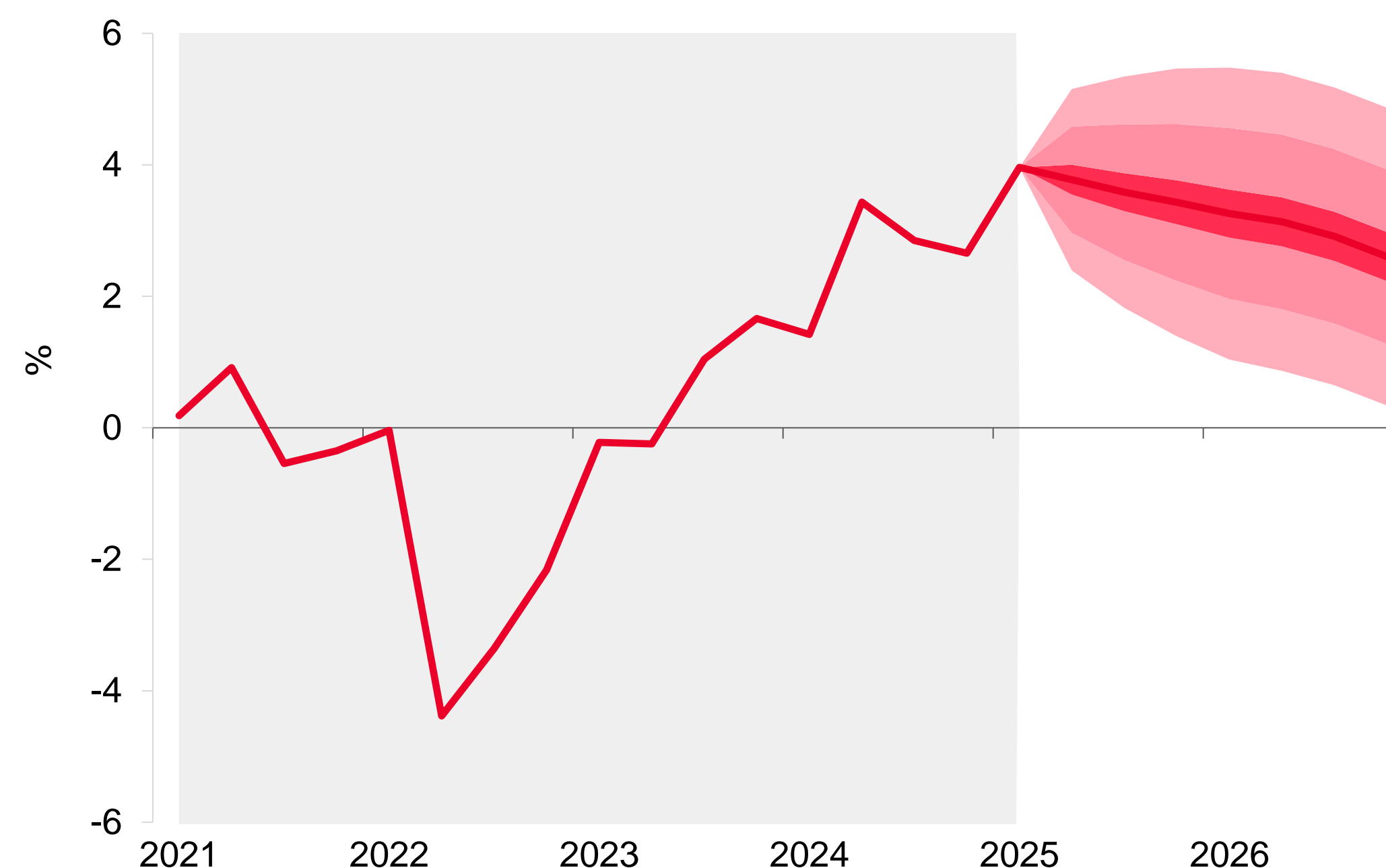
Годовой прирост реального ВВП (с устранением сезонности)



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)

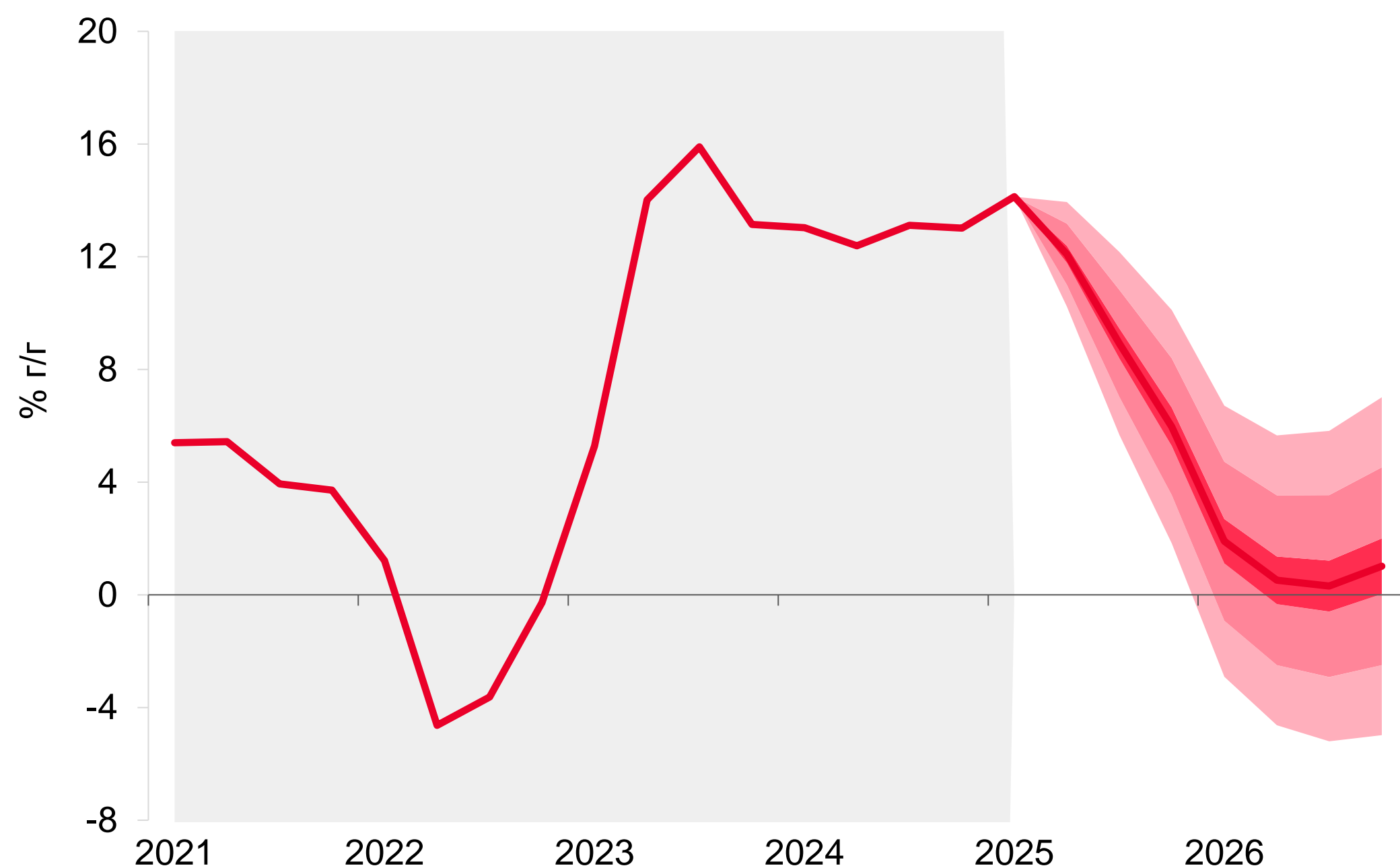


Издержками стимулирующей политики станут поддержание большего избыточного спроса в сравнении с прошлым прогнозом и рост ценового давления.

Из-за ослабления внешнего спроса и ограниченности производственных мощностей прирост ВВП будет иметь затухающий характер в течение 2025–2026 гг.

Рост реальной зарплаты замедлится до 8–10% в 2025 г. Повышение прогноза объясняется пересмотром вверх ожидаемой динамики ВВП

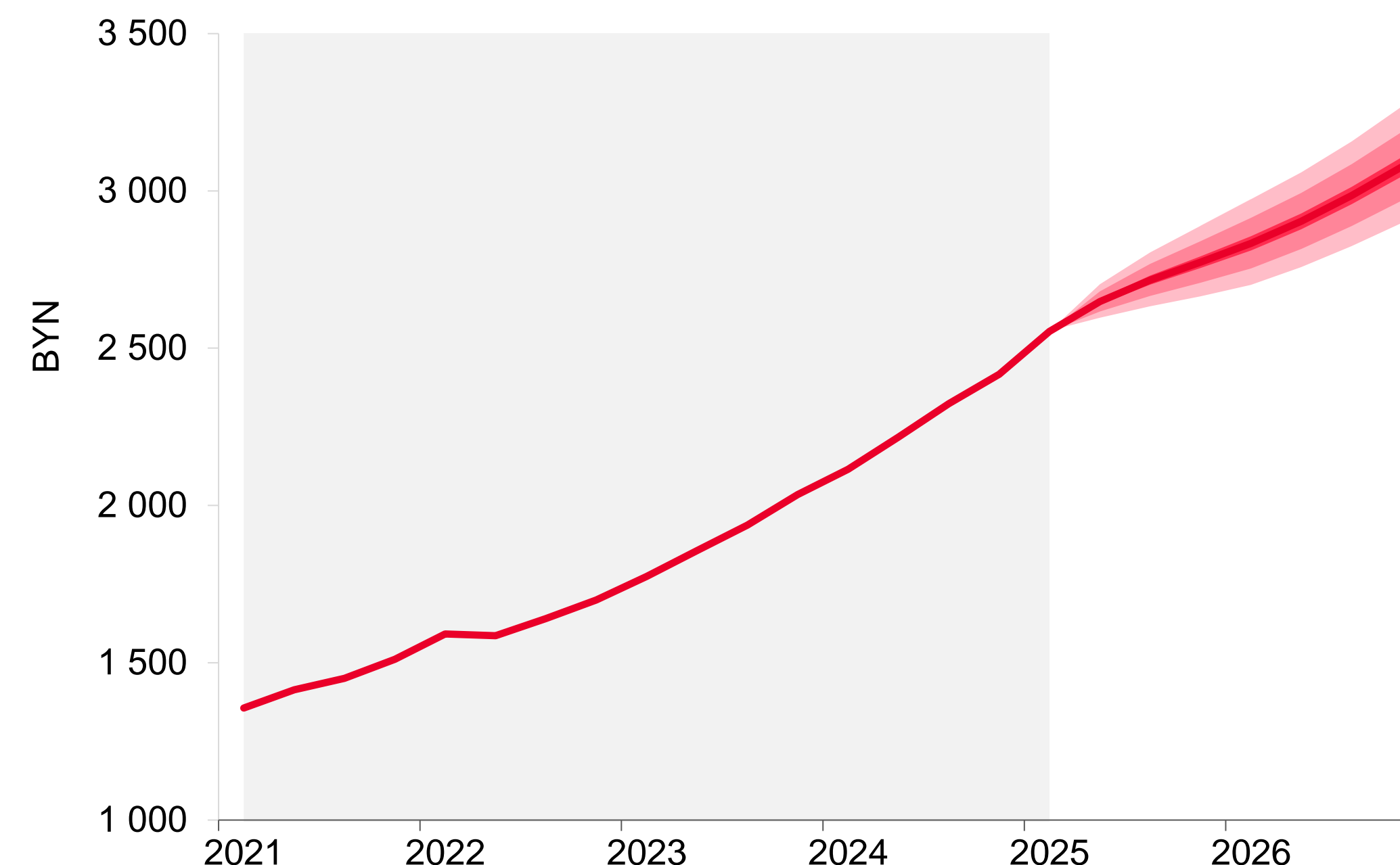
Годовой прирост реальной зарплаты (с устранением сезонности)



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)



Дефицит работников сохранится значительным в условиях перегрева экономики.

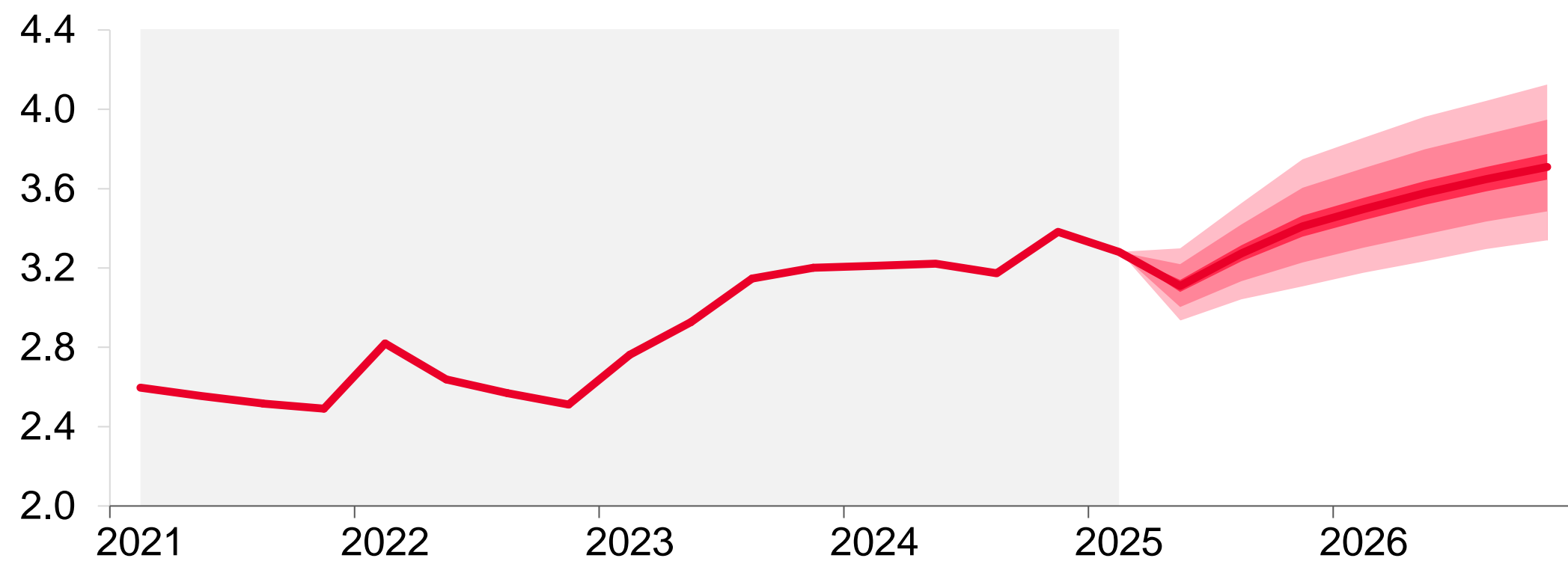
Ослабление спроса на персонал будет постепенным по мере замедления роста экономики. Это выразится в существенном ослаблении динамики зарплаты в 2026 г.

Дефицит внешней торговли ожидается вблизи 2% ВВП в 2025 г. из-за сильного перегрева внутреннего спроса, белорусский рубль ослабнет на 4–6%



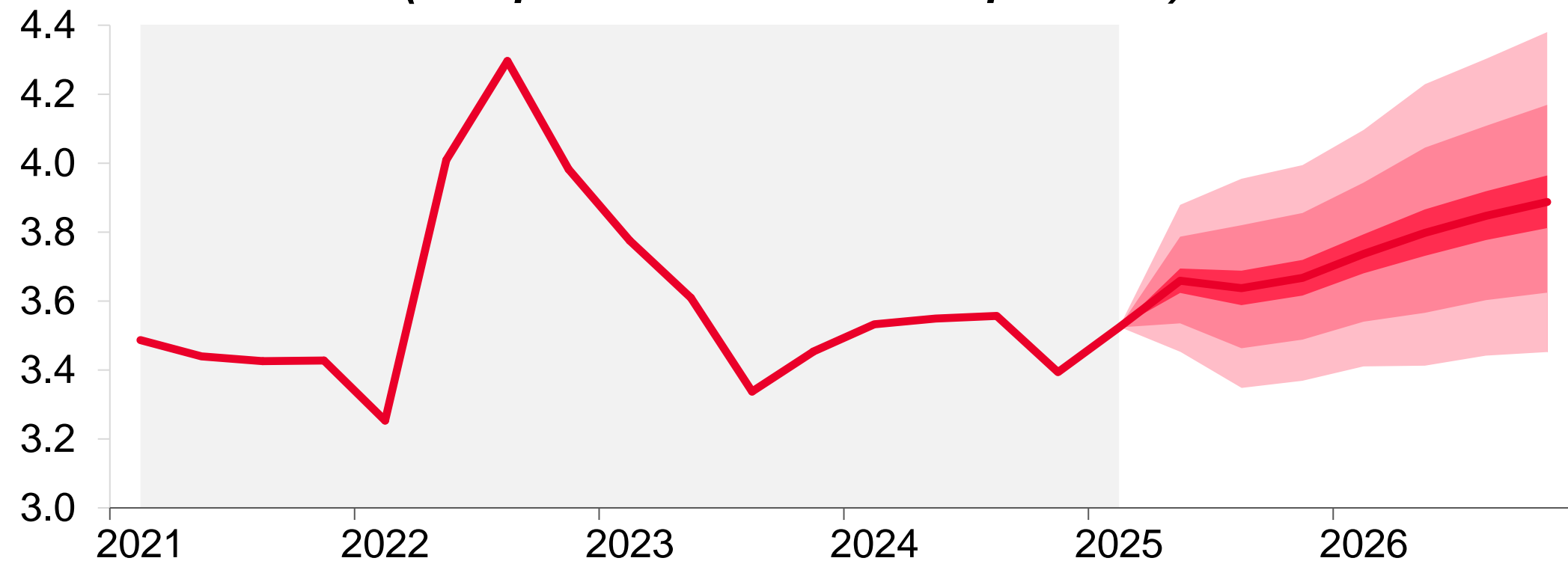
Прогноз курса USD/BYN

(в среднем за квартал)



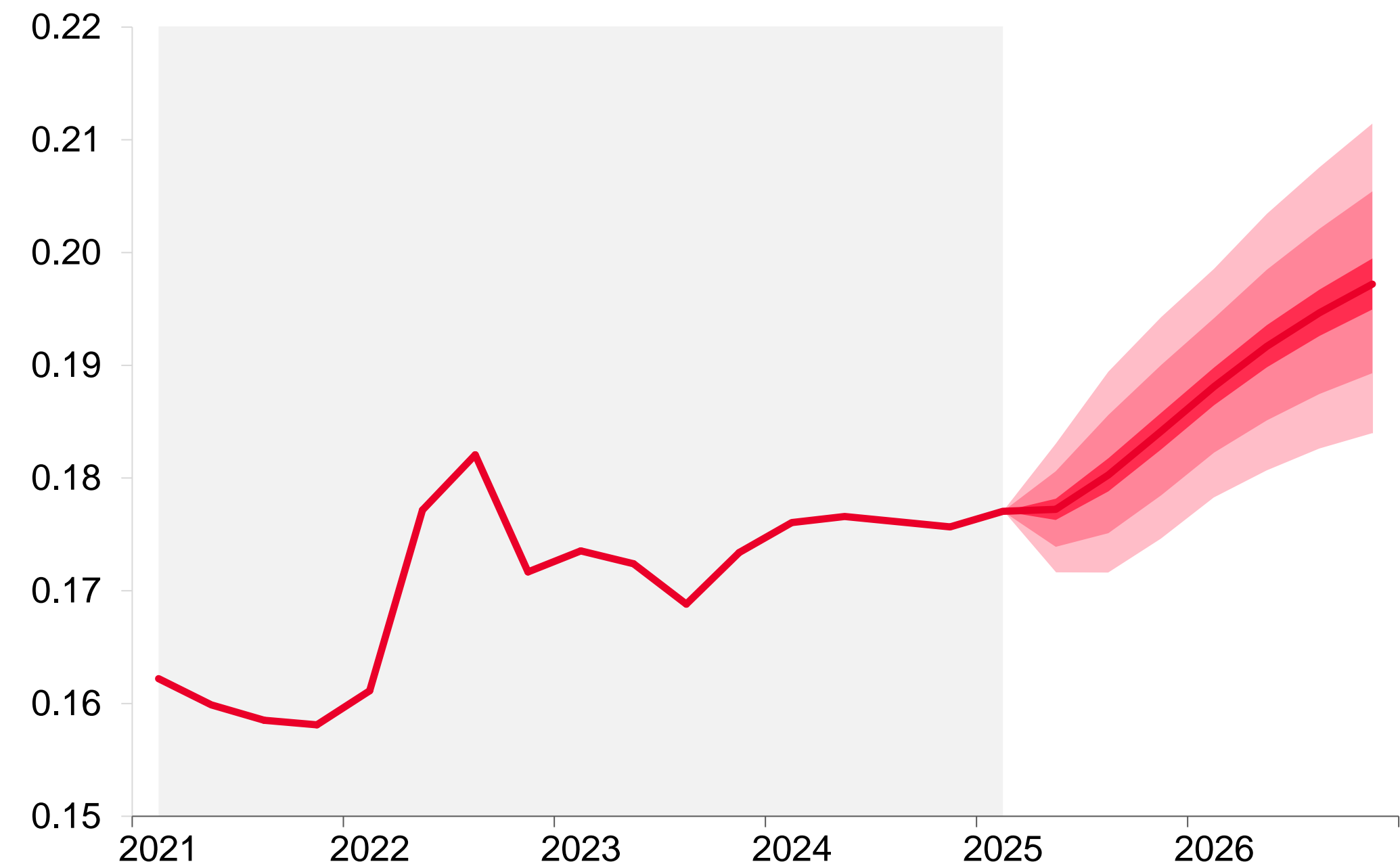
Прогноз курса 100*RUB/BYN

(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.

Белорусский рубль может потерять 4–6% стоимости в терминах корзины валют за 2025 г. и 6–8% за 2026 г.

Недооцененность национальной валюты увеличится, что будет вести к усилению инфляционного давления.



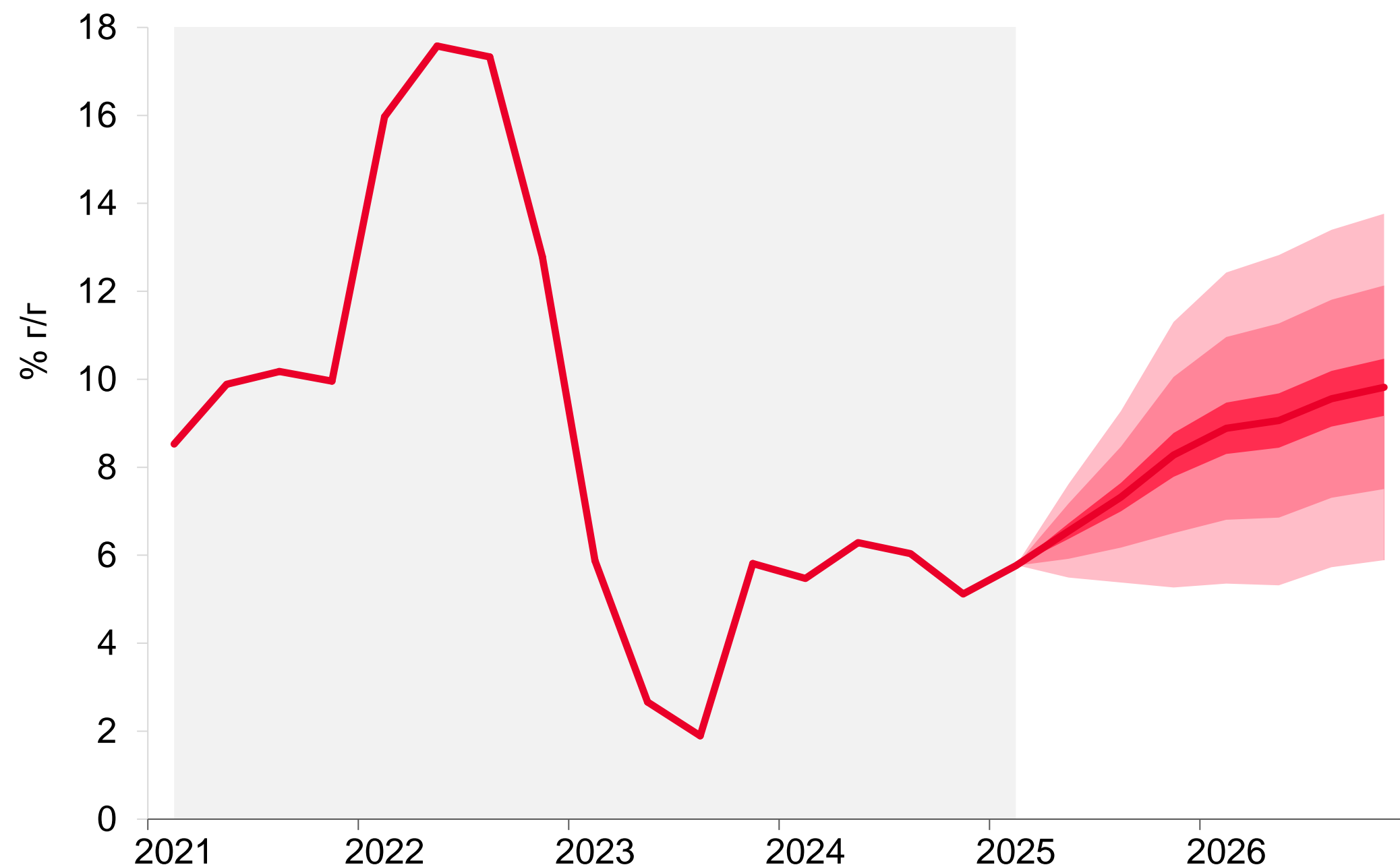
Co-funded by the European Union



Инфляция повысится до 7–9% г/г к концу 2025 г. и может достичь 9–11% г/г в 2026 г. в среде мягких монетарных условий (при постепенном ослаблении ценового контроля)



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)



Проинфляционные факторы продолжают доминировать: избыточный потребительский спрос, дефицит работников и повышение издержек на оплату труда, высокий рост цен в России в сочетании с ослаблением BYN к RUB.

Вероятно постепенное смягчение ценового регулирования для поддержки финансового состояния организаций и их инвестиционной активности.



Неопределенность развития событий возросла как из-за внешних факторов, так и вследствие сдвига Нацбанка ВЕРОС в сторону проциклической монетарной политики

- **Продолжительная эскалация тарифного противостояния в мире будет вести к усилению инфляционного импульса**
 - Последствия для Беларуси: повышение инфляции до 10% г/г или выше из-за удорожания потребительского и инвестиционного импорта, ослабление экспорта в связи с ростом конкуренции и снижением спроса в России.
- **Угроза сильного спада при резком ухудшении во внешней среде значительно повысилась вследствие ослабления институтов стабилизации экономики**
 - Сформированных резервов достаточно, чтобы «маскировать» дисбалансы продолжительный период времени, но только при условии сохранения сравнительно благоприятной конъюнктуры в мировой и российской экономиках.
 - Резкое снижение спроса в мировой или российской экономиках приведет к мощной волатильности экономики Беларуси.
 - Сохраняется вероятность того, что в случае значительного ухудшения внешних условий и мощного инфляционного импульса, Нацбанк вновь сменит курс монетарной политики и ужесточит денежно-кредитные условия.
- **Рост экономики России имеет шансы сохраниться выше 2,5% в 2025 г. при деэскалации тарифного противостояния в мире и сохранении масштабного бюджетного стимула**
 - Более благоприятные условия для роста инвестиций в Беларуси, что временно поддержит рост ВВП выше 3%.