



Co-funded by
the European Union



Economic Research Center
Tyrimų centras, VšĮ



Сбалансированность экономики Беларуси и прогноз на 2025 год

Февраль 18, 2025

Экономика находилась в разбалансированном, перегретом состоянии в конце 2024 – начале 2025 года



Индикатор	Оценка
Реальный сектор	
Отклонение ВВП от сбалансированного уровня, %	2,4
Отклонение зарплаты от сбалансированного уровня, %	9,9
Инфляция, % г/г	5,2
Внешний сектор	
*Сальдо внешней торговли товарами и услугами, % ВВП	(-4,1)
Отклонение реального эффективного курса от равновесного уровня, %	1,2
**Достаточность золотовалютных резервов (относительно АРА-метрики), %	82
Финансовый сектор	
Рост реальных требований банков к экономике (среднее за два квартала), % за квартал	3,2
Отклонение ставки по кредитам в BYN от равновесного уровня, п.п.	2,2
Рост цен на недвижимость в USD, % г/г	8,2
Бюджетная и монетарная политика	
***Первичное сальдо консолидированного бюджета, % ВВП	≈2–2,5
Отклонение ставки межбанковского рынка в BYN от равновесного уровня, п.п.	(-3,2)
Отклонение широкой денежной массы от НР-тренда, %	6,0
Итоговая оценка	

Индикаторы сбалансированности экономики Беларуси

Наблюдение за IV квартал 2024 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 BEROC.

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. Стандартные отклонения для индикаторов рассчитаны для периода 2017–2019 гг.

* Сальдо внешней торговли в диапазоне $\geq -0,3$ (дефицит) – $< 1,1\%$ ВВП (профицит) присваивается значение 0; находящемуся в диапазоне $\geq -2,0$ – $< -0,3\%$ ВВП (дефицит) или в диапазоне $\geq 1,1$ – $< 2,8\%$ ВВП (профицит) – 1; менее $-2,0\%$ ВВП (дефицит) или более $2,8\%$ 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.



Co-funded by the European Union



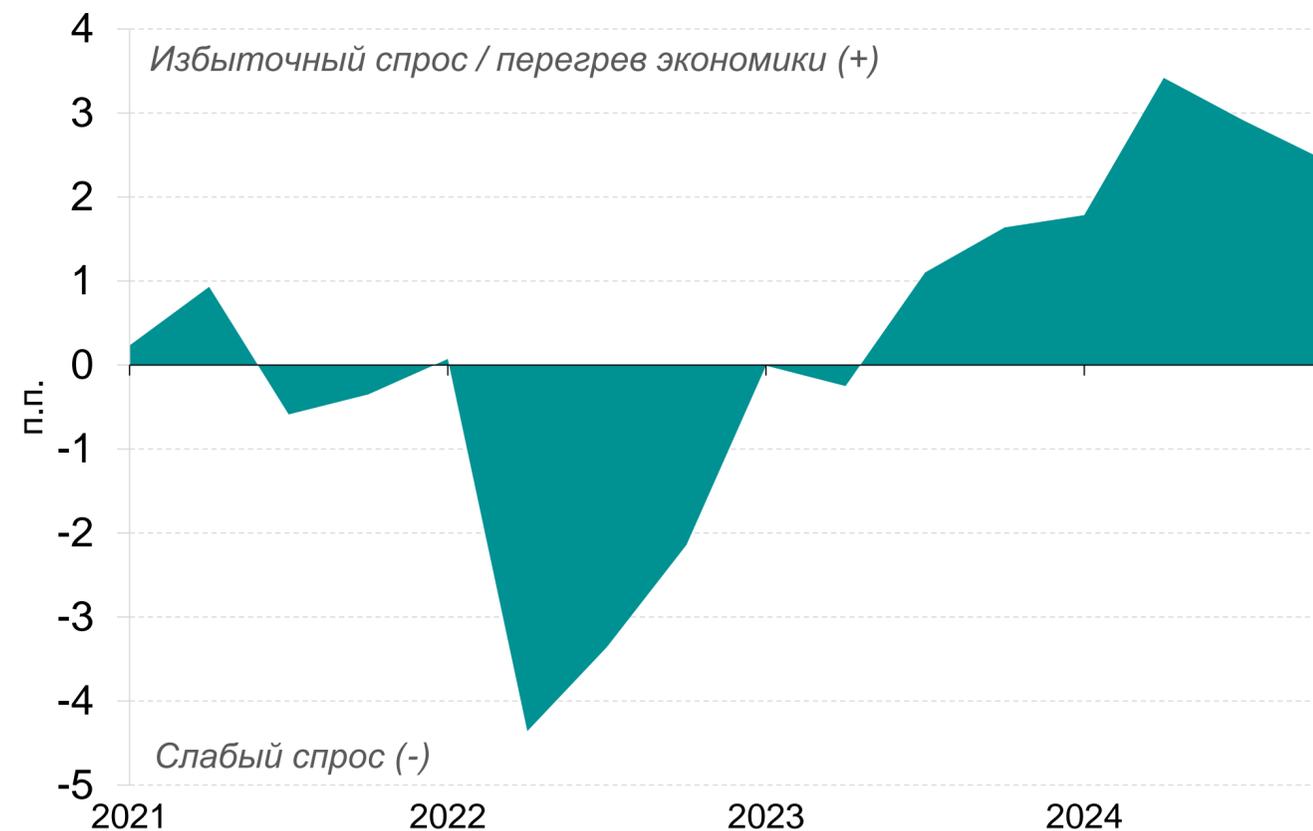
Экономика оставалась умеренно перегретой

в IV квартале 2024 года, ...

... ВВП на $\approx 2,4\%$ превышал сбалансированный объем



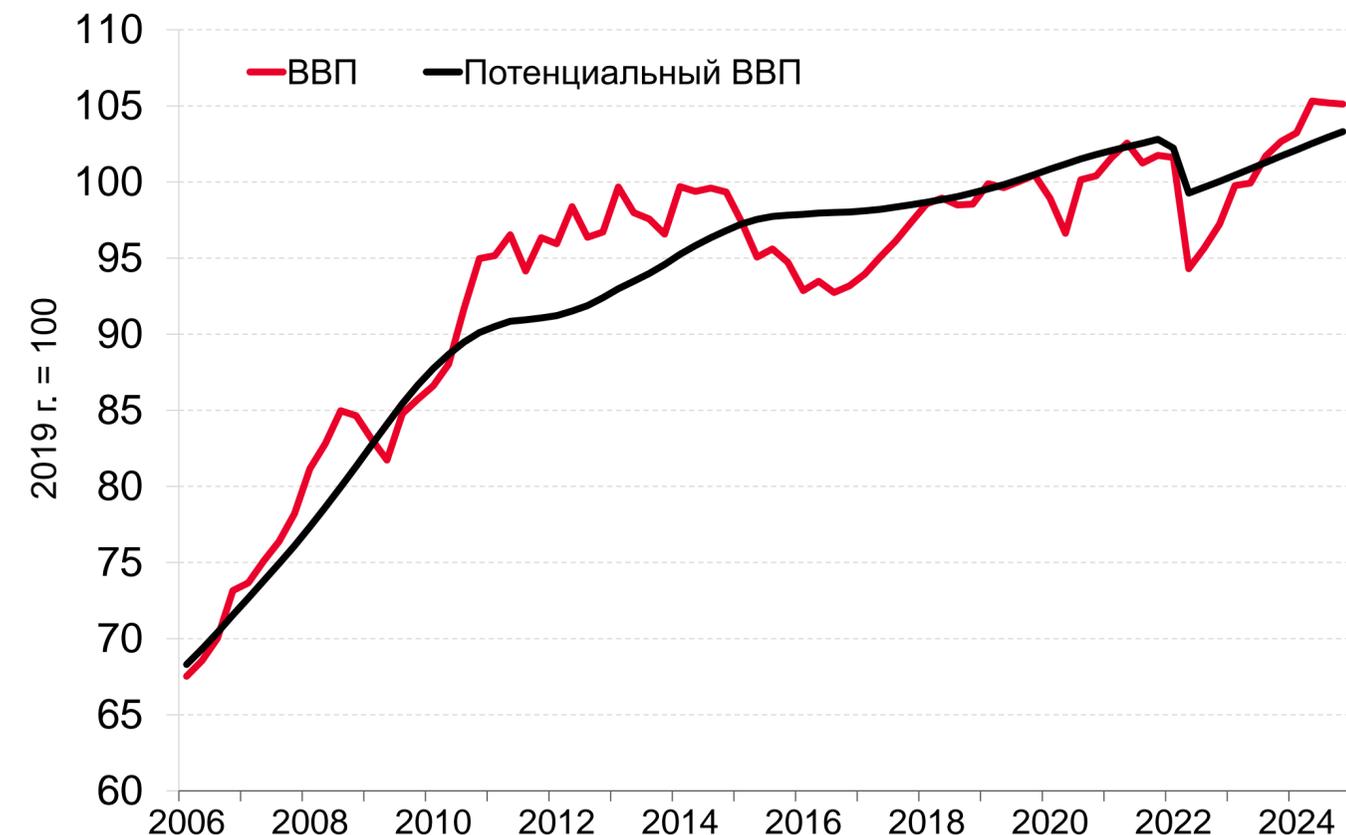
Разрыв выпуска (на базе QPM BEROC)



Источник: расчеты на основе данных Белстата, QPM BEROC.

Примечание: разрыв выпуска представляет собой отклонение реального ВВП от своего равновесного (потенциального; инфляционно-нейтрального) уровня. При поступлении новых данных динамика индикатора уточняется.

Фактический и потенциальный ВВП (с устранением сезонности)



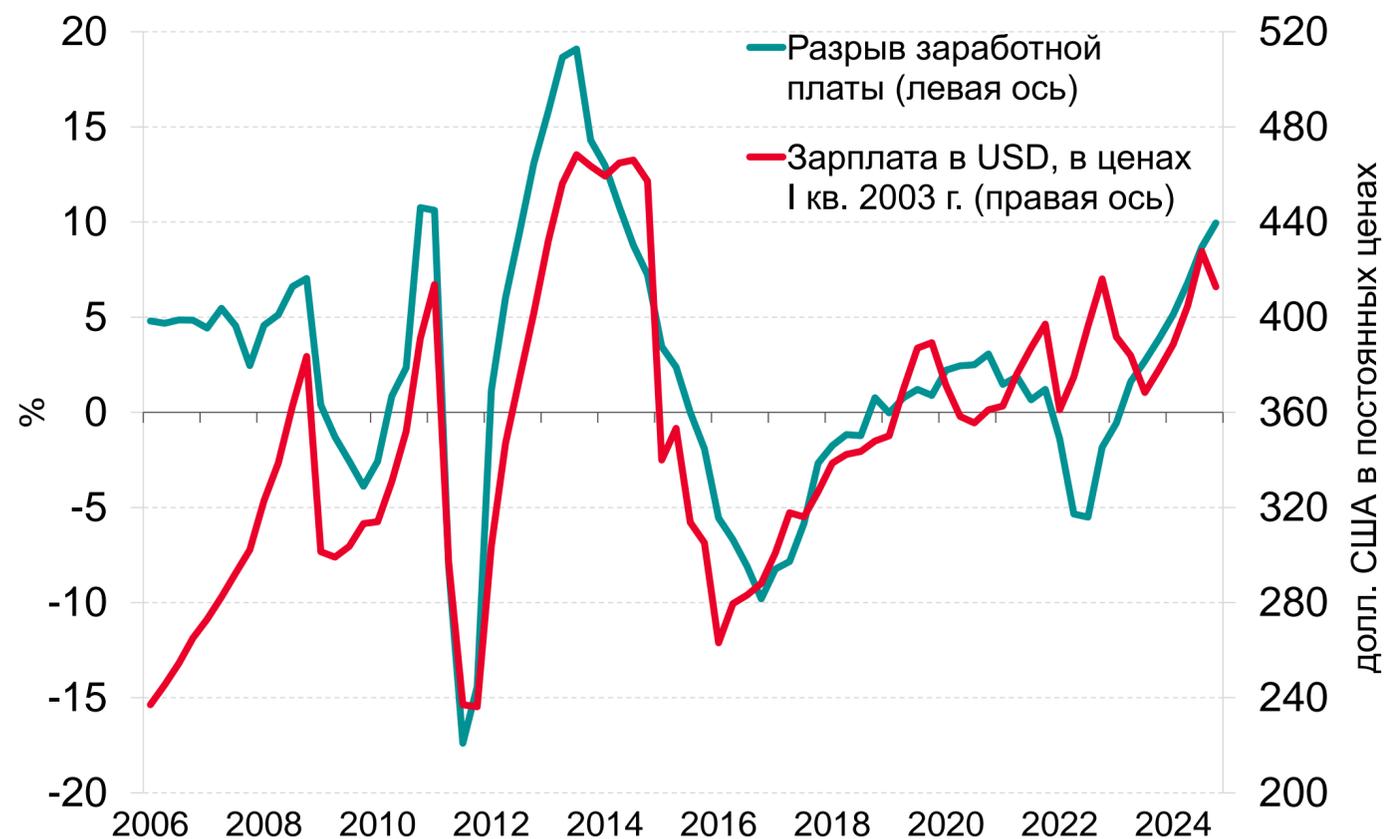
Сильный потребительский спрос в среде увеличившихся доходов и уверенности домохозяйств, а также доступности кредита – основная причина перегрева.

Торможение экспорта (во многом из-за возросшей конкуренции и ряда шоков) и медленный рост потенциала экономики способствовали снижению положительного разрыва выпуска во второй половине 2024 г.

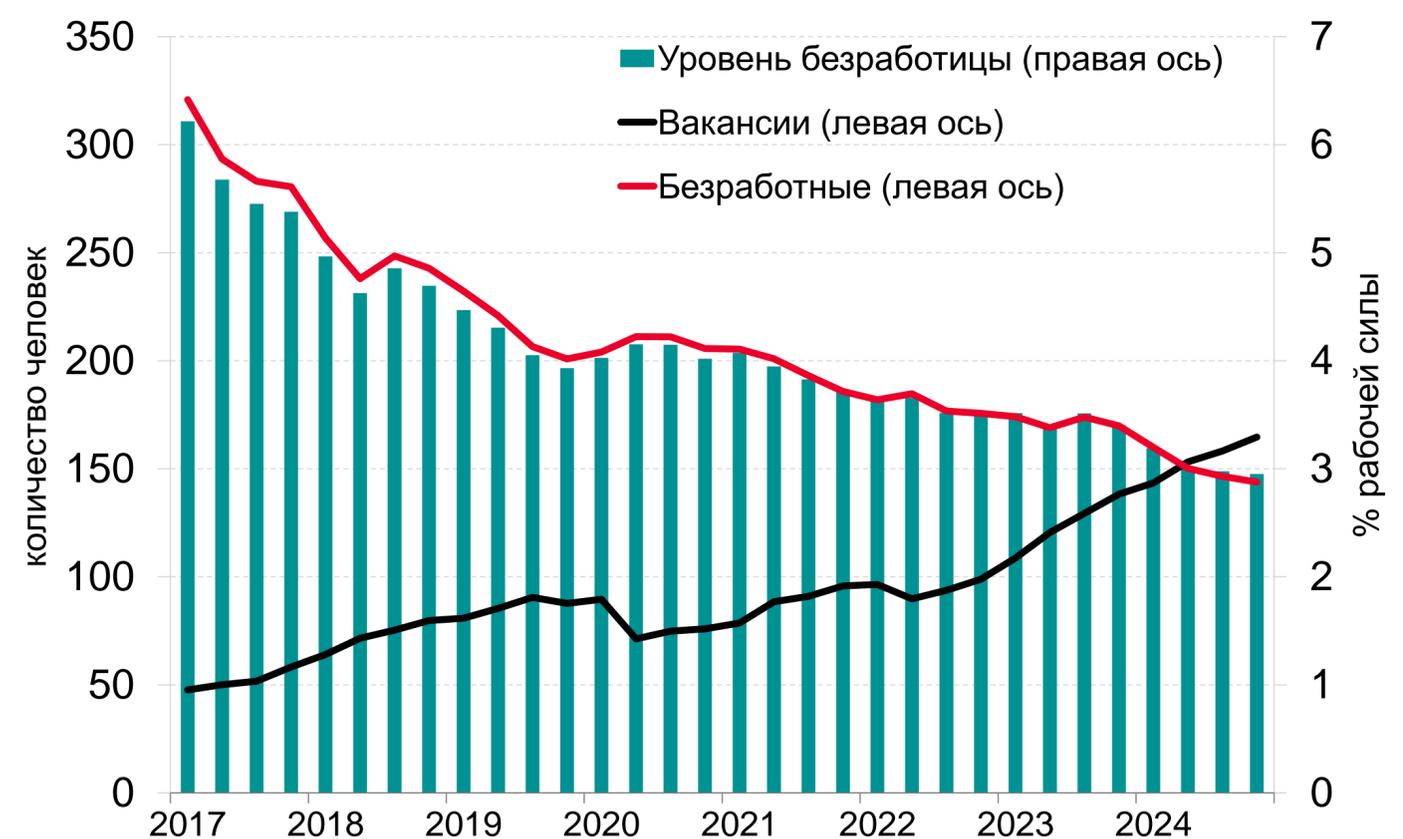


Рынок труда – в состоянии серьезного дефицита кадров в IV квартале: уровень безработицы – менее 3%, на одну вакансию – менее 0,9 безработного

Разрыв реальной зарплаты (на базе QPM)



Безработные и вакансии (с устранением сезонности)



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

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.

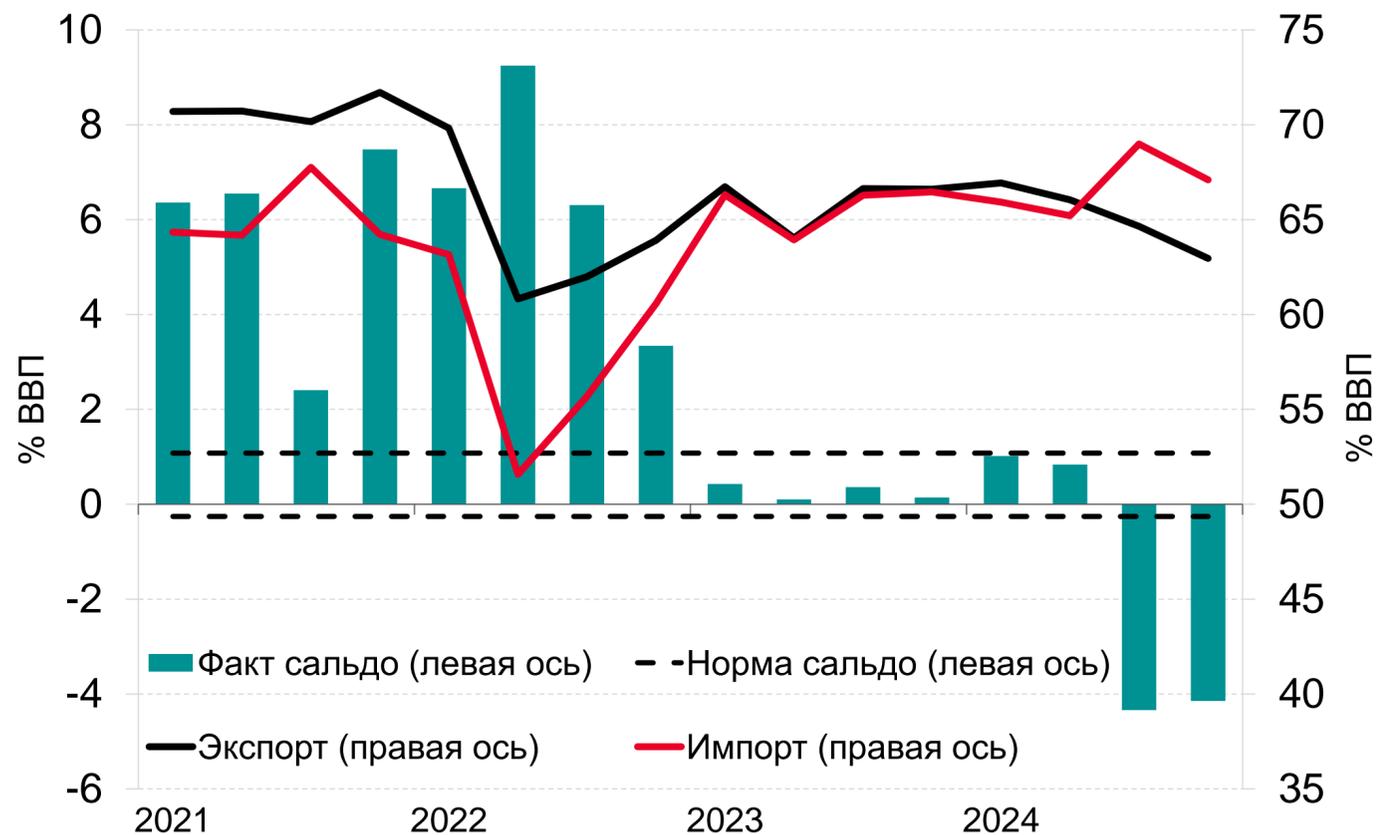
Недостаток рабочей силы:

- ограничивал рост потенциала экономики (1,5–2% в год);
- стимулировал работодателей повышать оплату труда сверхоптимальными темпами (реальная зарплата на ≈10% превышала сбалансированный уровень);
- транслировался в избыточный потребительский спрос (более +23% к среднему уровню 2021 г.).

Дефицит внешней торговли – больше «нормы», отражается в рекордной покупке валюты фирмами. Продажа валюты населением поддерживает рынок

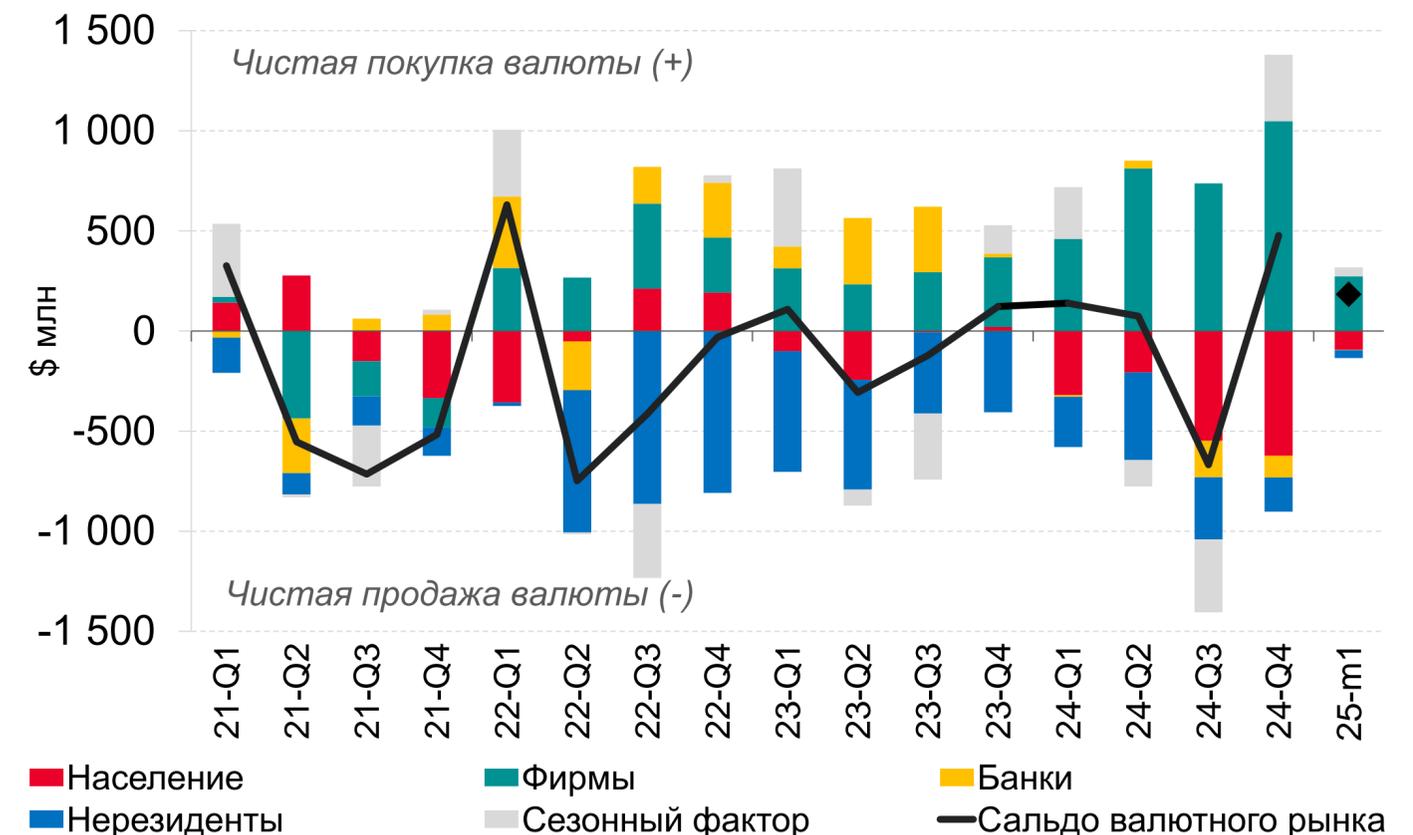


Внешняя торговля товарами и услугами (с устранением сезонности)



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

Сальдо валютного рынка (сегменты – с устранением сезонности)



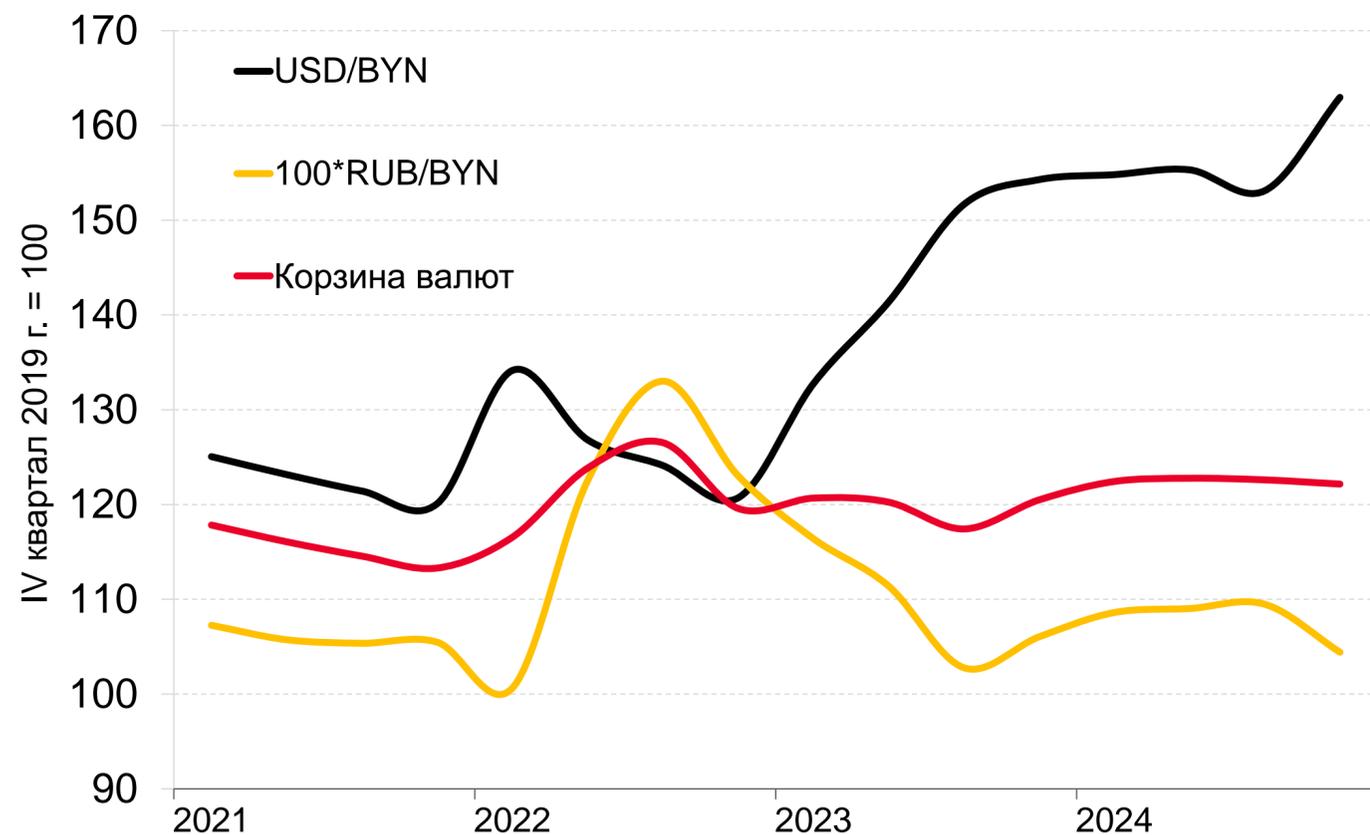
Дефицит торговли (избыточный внутренний спрос и торможение экспорта), задержки с поступлением валютной выручки, высокий дифференциал ставок в России и Беларуси – факторы давления на валютный рынок.

Население – чистый продавец валюты в рекордных объемах с 2017 г.

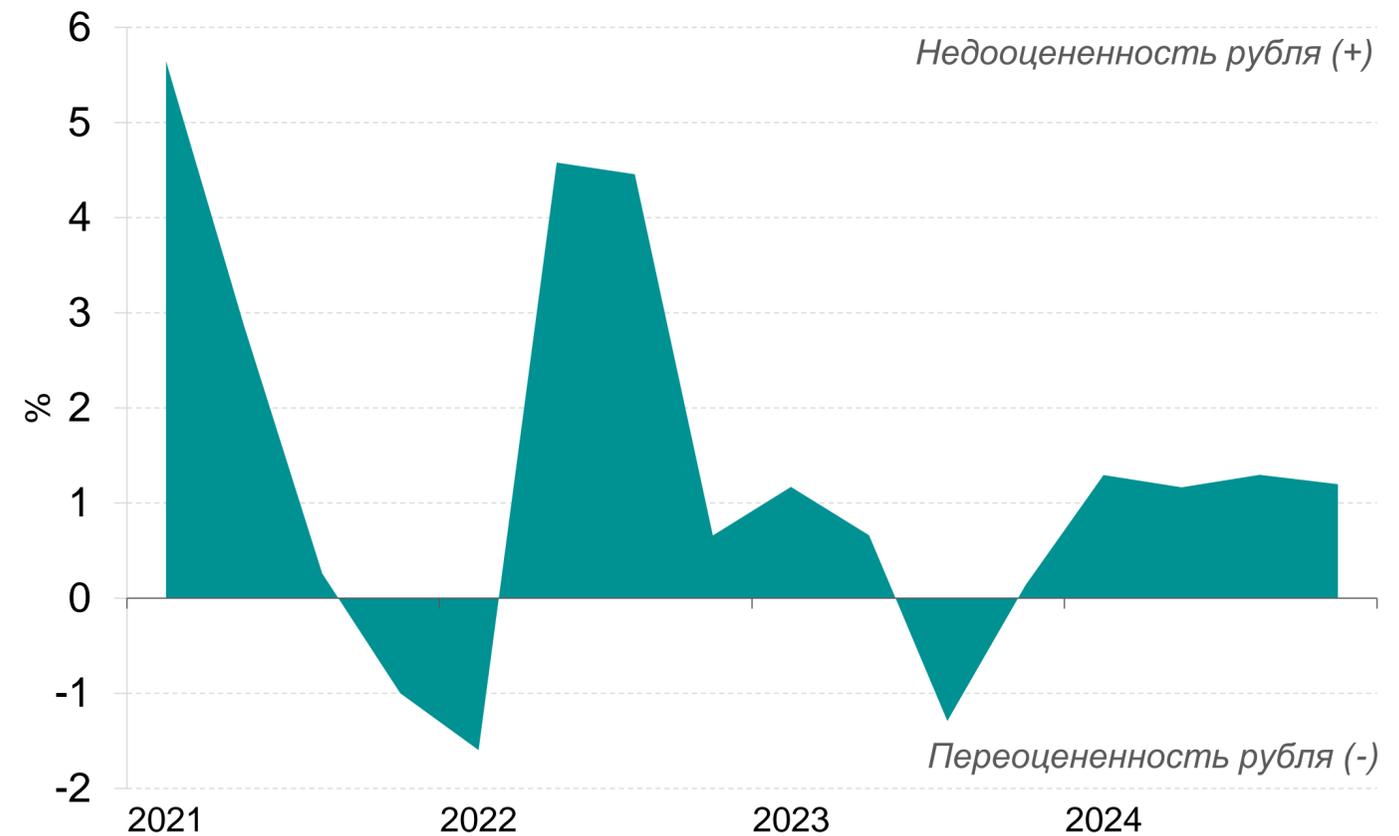


Белорусский рубль сохранялся вблизи равновесного уровня реального эффективного курса в конце прошлого – начале текущего года

Курсы белорусского рубля (IV квартал 2019 г. = 100)



Отклонение РЭК от равновесного уровня (на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM BEROC, Нацбанка Беларуси.

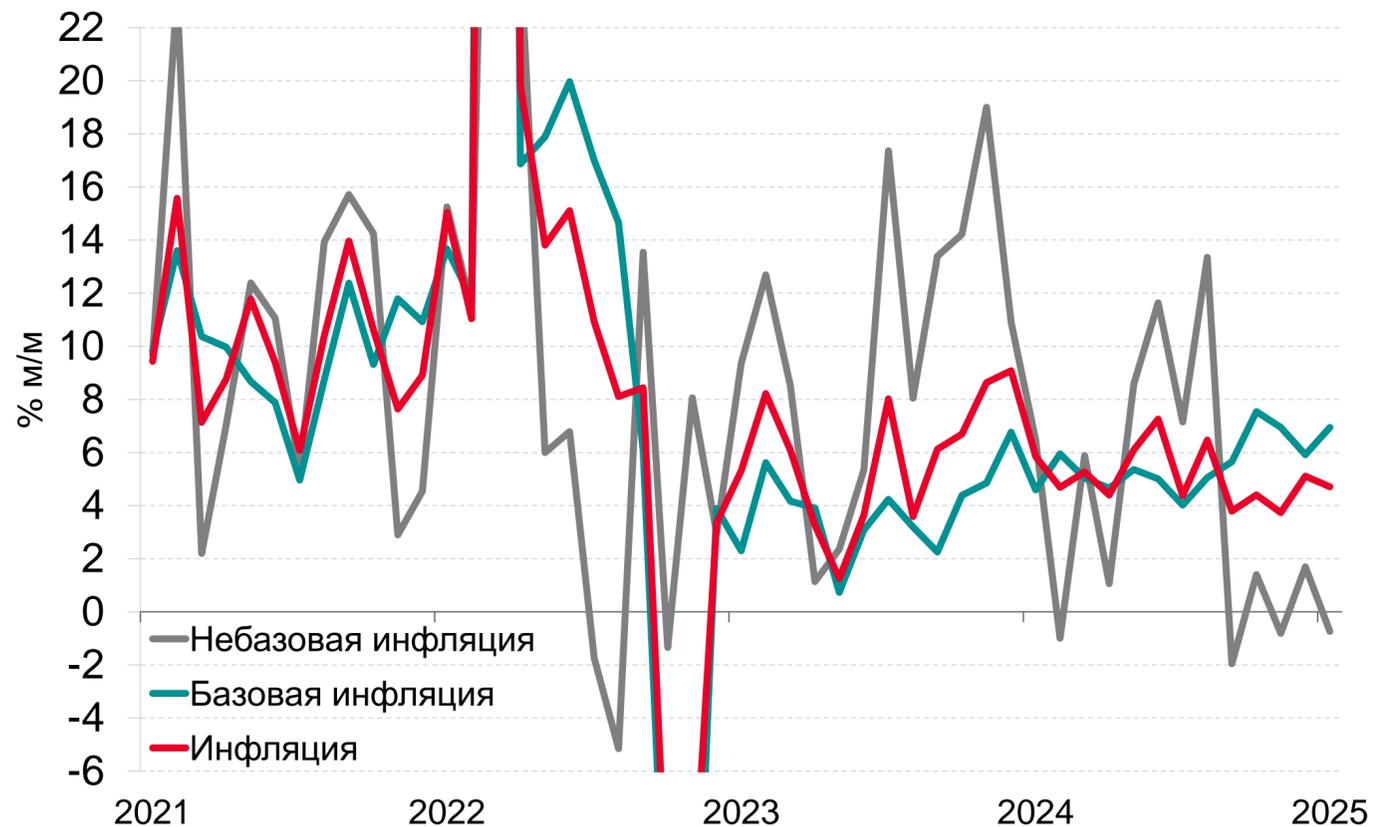
Примечание: РЭК – реальный эффективный курс белорусского рубля. Отклонение РЭК от равновесного уровня оценено на базе квартальной модели прогнозирования (QPM). Равновесный уровень РЭК представляет такой уровень РЭК, который не оказывает ни дополнительного проинфляционного, ни дезинфляционного влияния.

Курс белорусского рубля – плавающий. Нацбанк сглаживает его волатильность, но не преследует каких-либо целей по уровню курса.

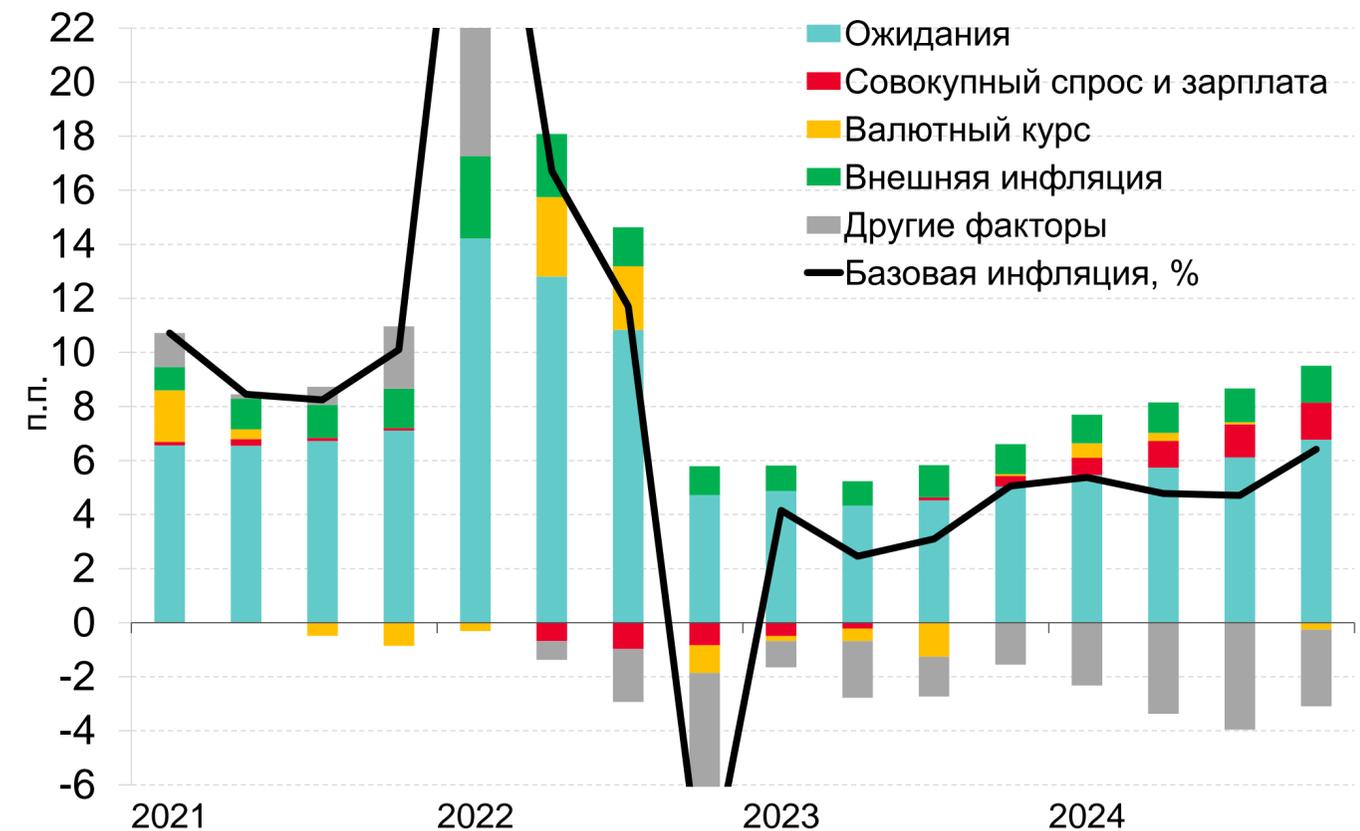
Ценовое давление спроса и рынка труда – сильное, но инфляция сохраняется вблизи 4–5% м/м под воздействием административных мер правительства



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



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



Источник: расчеты на базе QPM BEROC, 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.

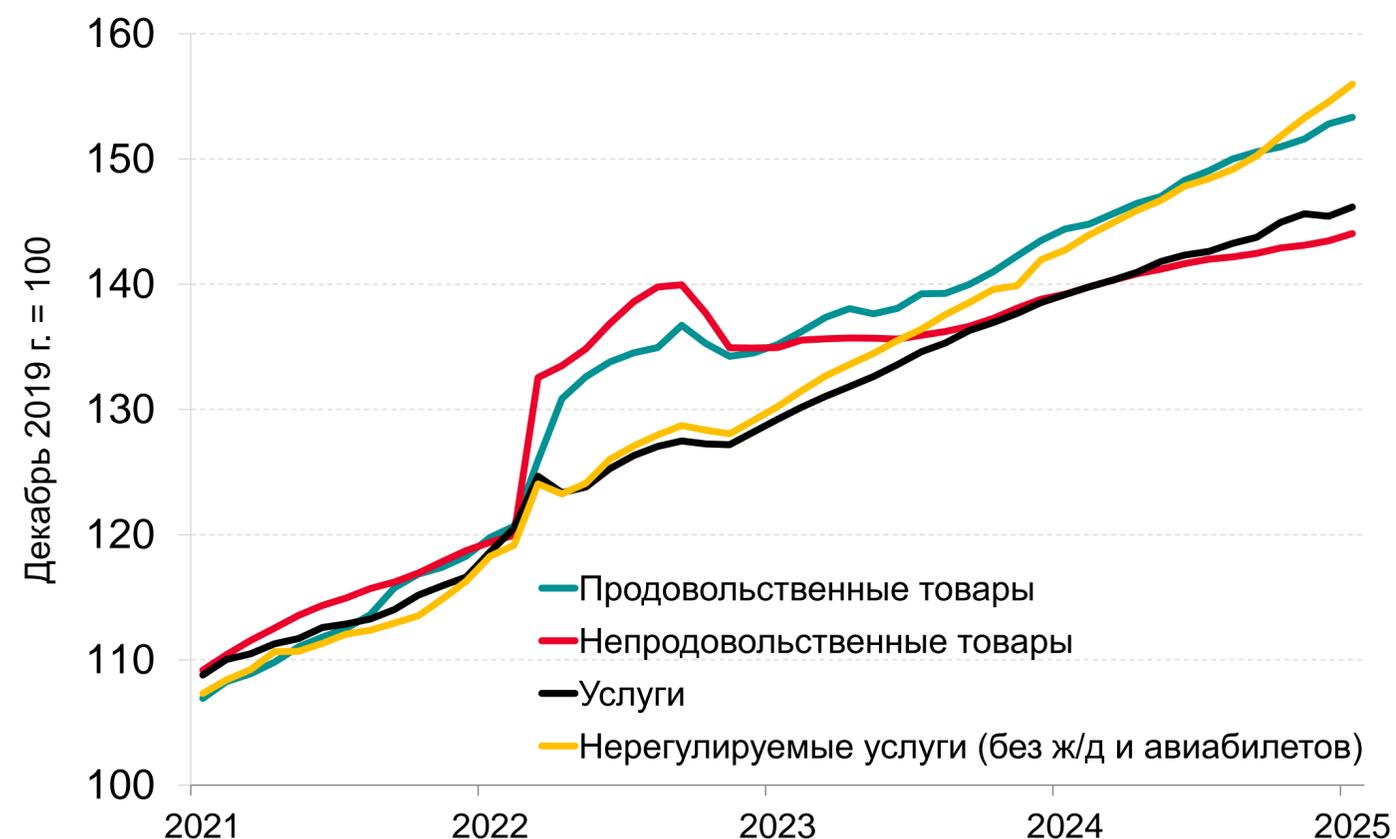
Базовая инфляция поднялась до 6–7 м/м (перегрев экономики; повышенный рост цен в России).

Власти сдержанно повышают регулируемые цены (4,4% г/г в 2024 г. и 4,0% г/г в январе 2025 г. – минимум в XXI в.), ужесточили ценовой контроль и ввели лицензирование экспорта на ряд овощей и фруктов (из-за их сильного подорожания в России относительно Беларуси).



Сложившемуся размеру инфляционного давления соответствует инфляция вблизи 10% г/г, которая и наблюдается в сегменте нерегулируемых услуг

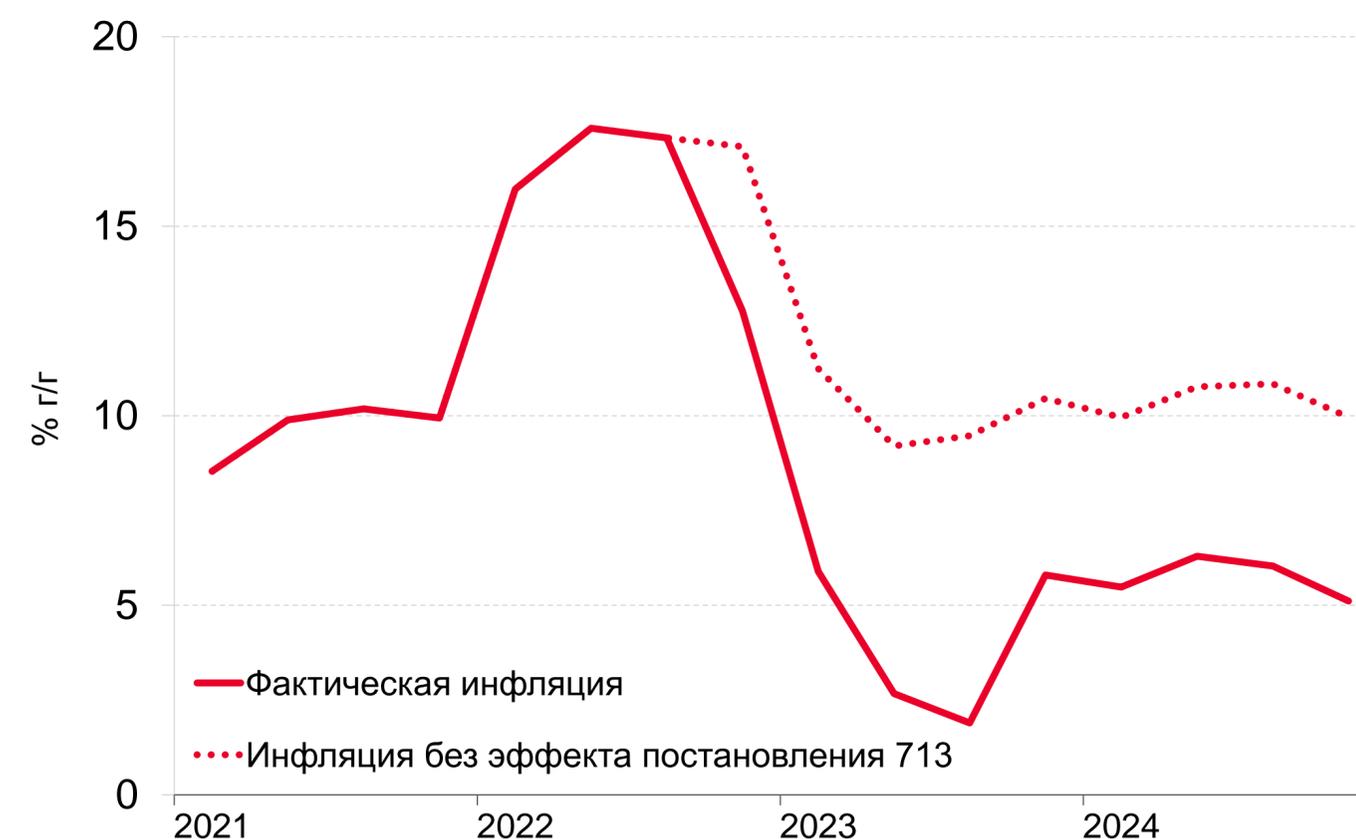
Уровни цен компонент ИПЦ (декабрь 2019 г. = 100; с устранением сезонности)



Источник: расчеты на базе QPM BEROC, 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)

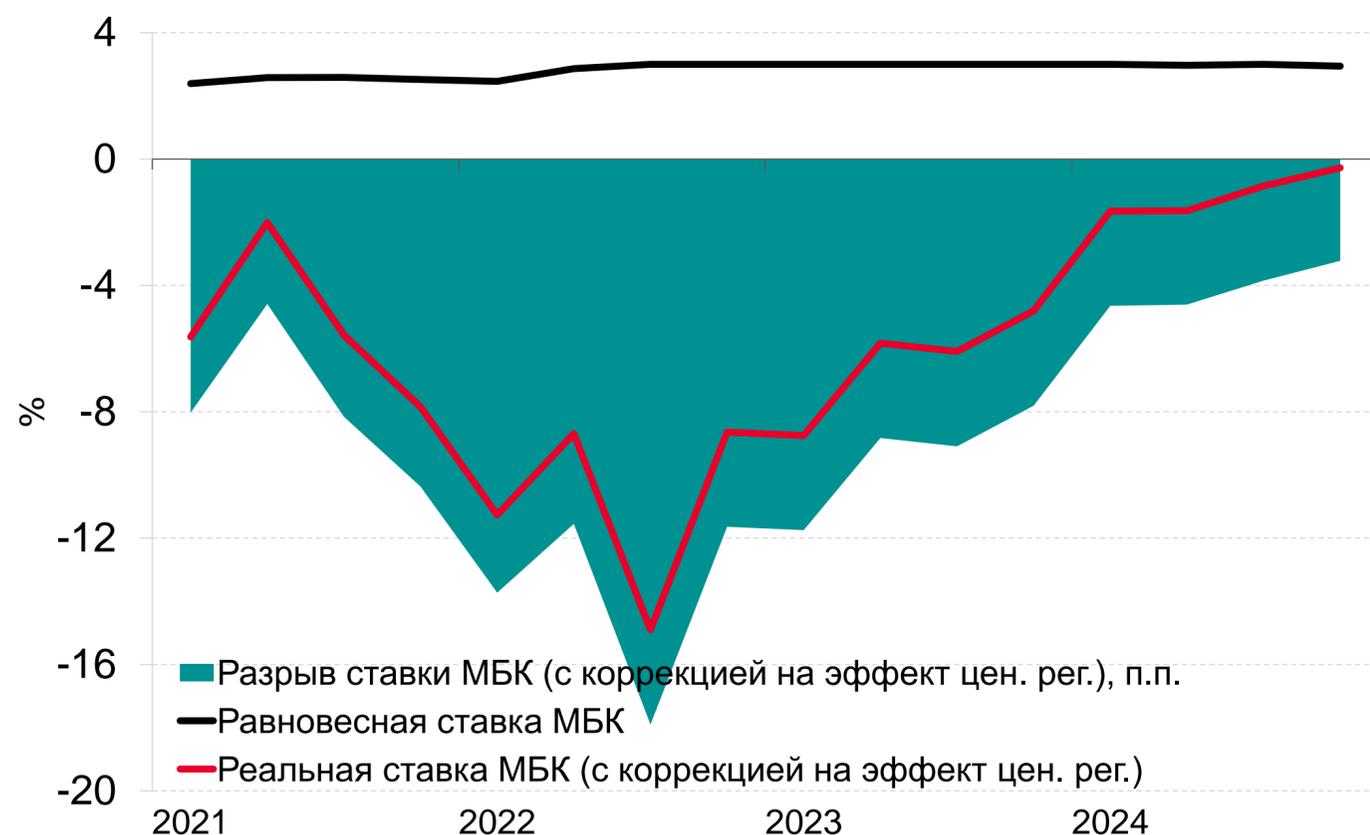


Инфляционный навес накапливается в условиях избыточного спроса и строгого ценового контроля.

Уровень цен на нерегулируемые услуги превысил уровень цен на непродовольственные товары более чем на 8% в январе 2025 г.

Денежно-кредитная политика – умеренно мягкая в конце 2024 – начале 2025 г., не соответствует монетарному таргетированию и размеру инфляционного давления

Реальная и равновесная ставка МБК (в среднем за квартал; на базе QPM)



Ликвидность банковской системы (в среднем за месяц)



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

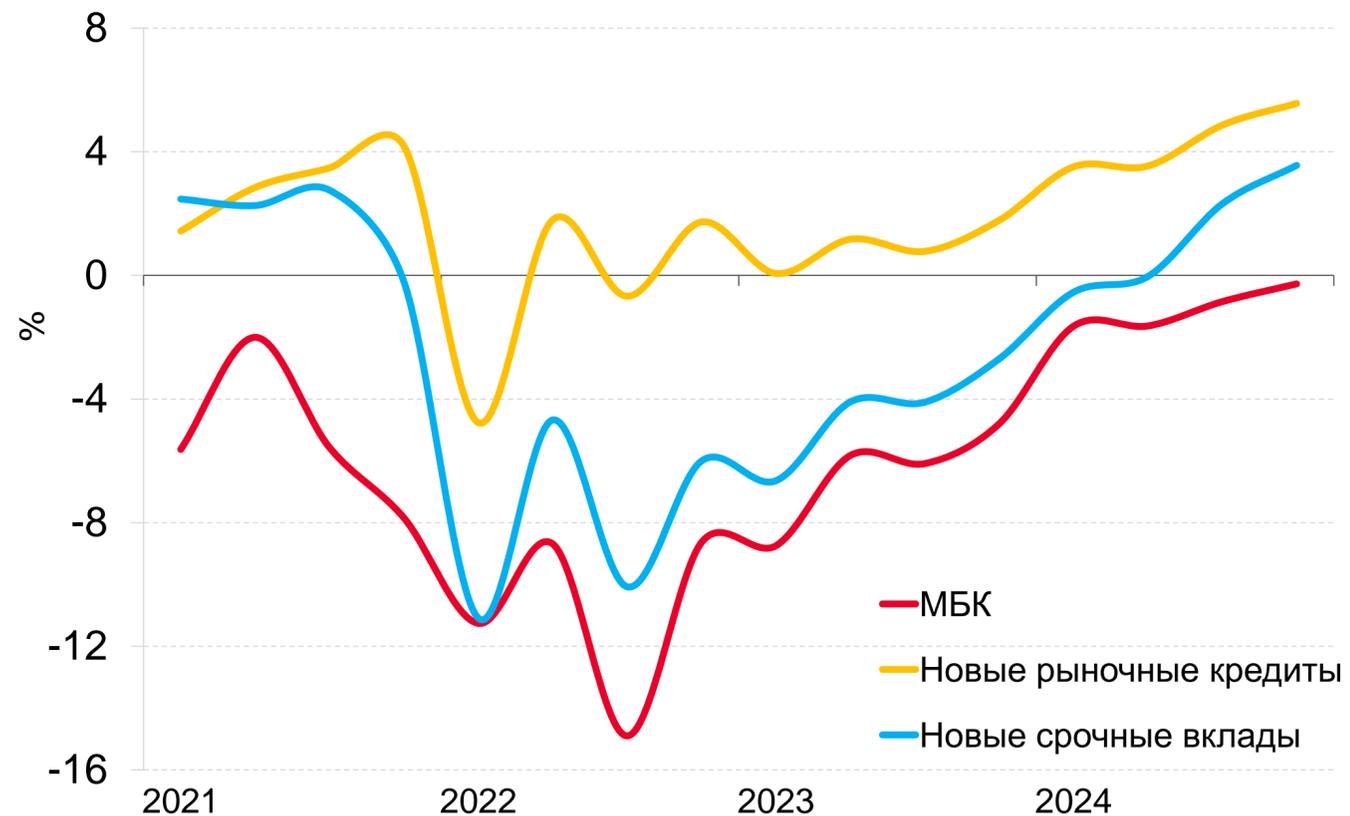
Примечание: МБК – межбанковский рынок кредитования. Разрыв реальной ставки МБК характеризует ее отклонение от равновесного уровня. Положительные значения указывают на сдерживающий и дезинфляционный характер, отрицательные – на стимулирующий и проинфляционный характер. При оценке реальных процентных ставок 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).

Ставка МБК должна была находиться около 9–9,5% в IV квартале 2024 г. (а не 5,6% де-факто) для ограничения рисков для макроэкономической стабильности.

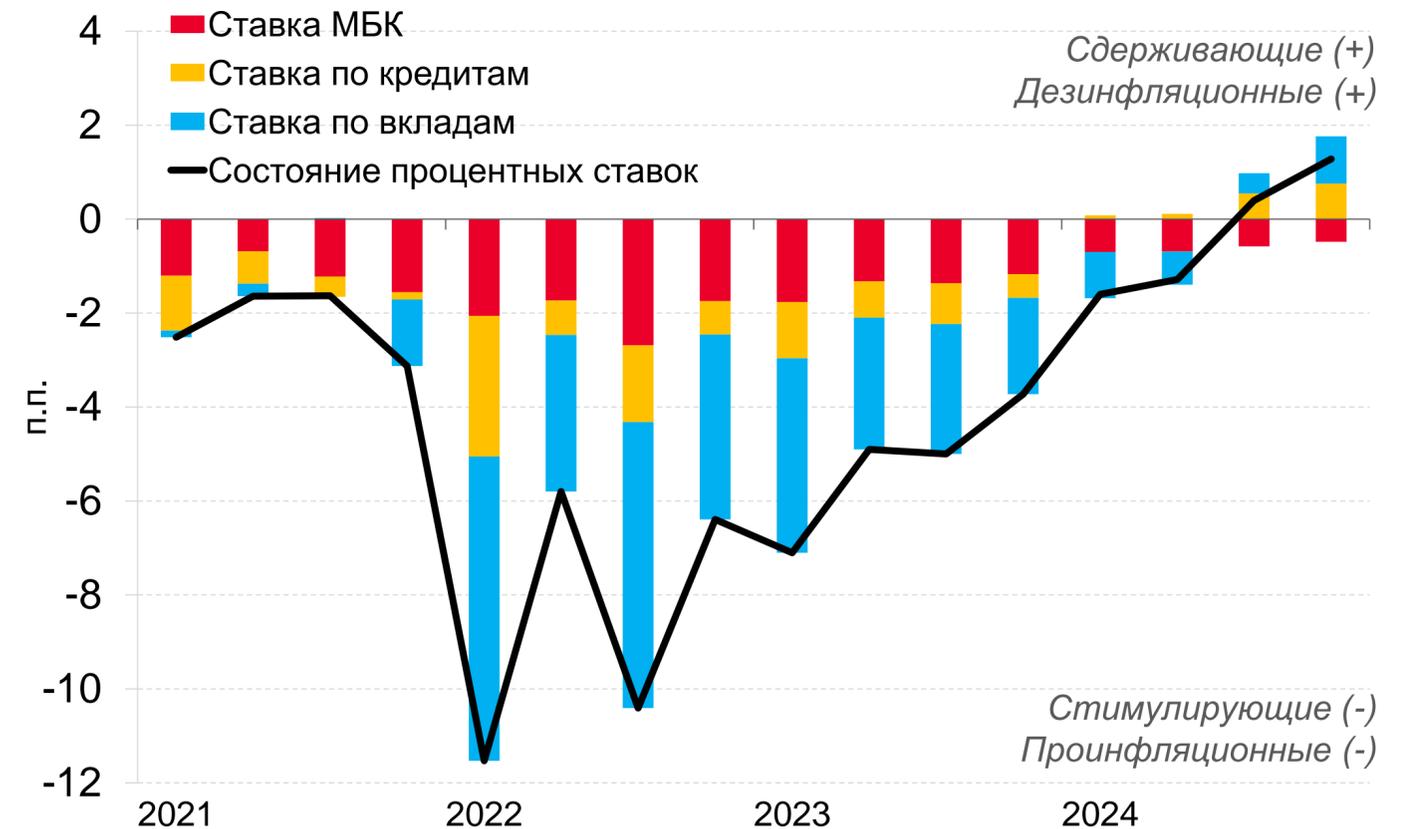
Нацбанк вяло реагировал на перегрев экономики, не противодействовал наращиванию расходов бюджета и директивных кредитов, полагался на ценовой контроль для выполнения цели по инфляции.

Ставки по кредитам и вкладам выросли в конце 2024 года из-за автономных от монетарной политики факторов, BEROC превысив нейтральные уровни (прежде всего для фирм)

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



Состояние рыночных процентных ставок (на базе QPM)



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

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).

Существенно более высокие ставки по активам в российских рублях могли подталкивать банки к повышению ставок по кредитам и вкладам в ВУН.

Спрэд между ставками по кредитам и вкладам сильно сузился к концу 2024 г. и опустился ниже равновесного значения. Можно ожидать либо повышения РВСП Нацбанком, либо понижения ставок по вкладам.

Повышение процентных ставок не оказывало значимого ограничительного влияния на кредитную активность. ВЕРОС

Рост денежной массы сильно опережал рост ВВП

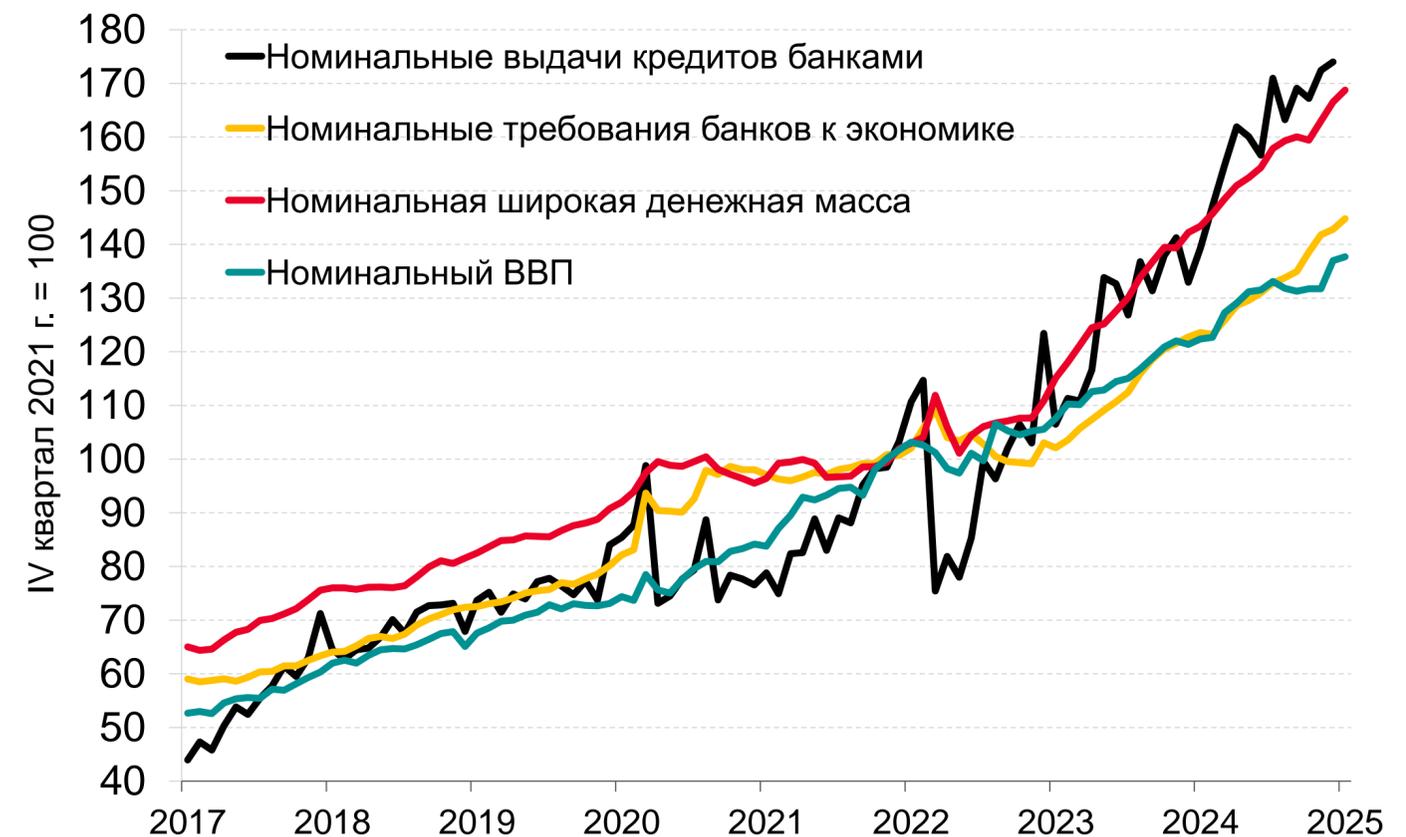
Разрыв выпуска и его детерминанты (на базе QPM)



Источник: расчеты на основе данных Белстата, Нацбанка Беларуси, QPM BEROC.

Примечание: 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. Монетарные условия оценены как комбинация отклонений реальных процентных ставок по рублевым активам и реального эффективного курса рубля от своих равновесных уровней.

Денежная масса и кредит (с устранением сезонности)

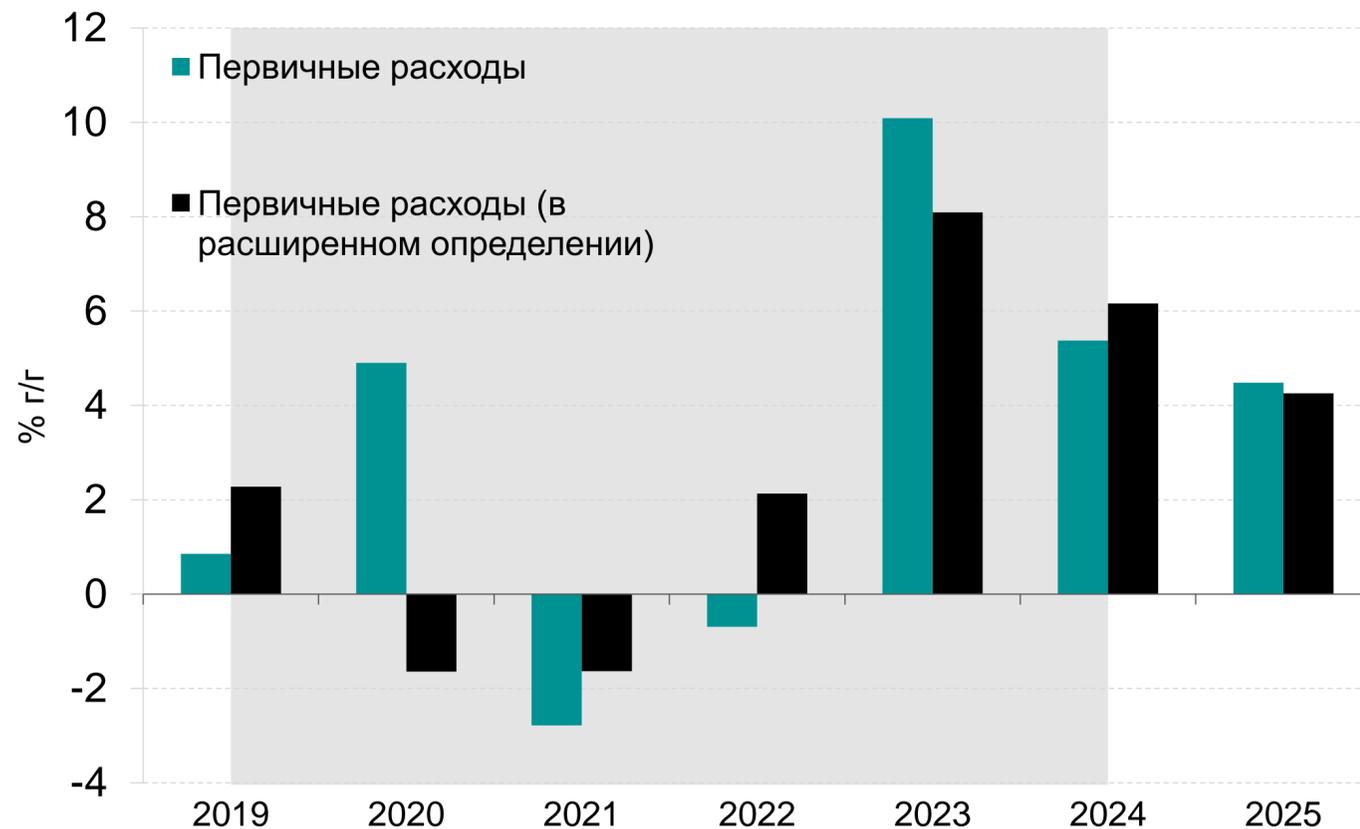


Объем выданных кредитов почти на 94% превысил средний уровень 2021 г., а относительно ВВП достиг нового пика $\approx 78\%$.

Широкая денежная масса выросла на 16,9% за 2024 г. при цели в 11–15%, рублевая – на 28,4% при цели в 17–22%, требования банков к экономике – на 16,1% при цели $\geq 10\%$.

Консолидированный бюджет (с ФСЗН) – профицитный в 2024 г. (вблизи 1–1,5% ВВП), но характер бюджетной политики оставался стимулирующим

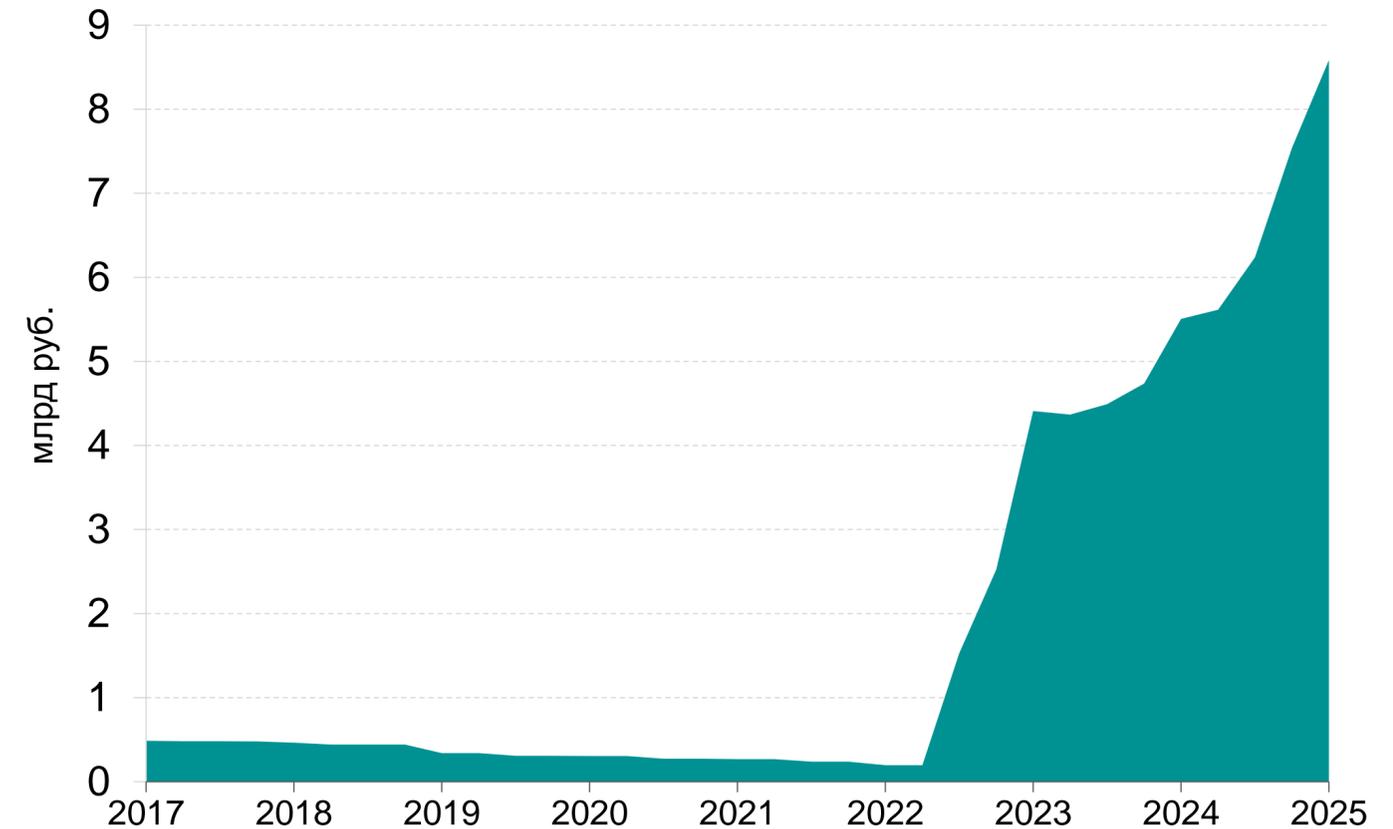
Расходы консолидированного бюджета (% г/г; в реальном выражении)



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

Примечание: г/г – темп прироста период к соответствующему периоду предыдущего года. Первичные расходы – расходы за вычетом расходов на обслуживание госдолга. Первичные расходы в расширенном определении включают в себя первичные расходы консолидированного бюджета и расходы ФСЗН. Реальные расходы рассчитаны путем корректировки номинальных расходов на дефлятор ВВП.

Вложения Нацбанка в гособлигации (млрд рублей)



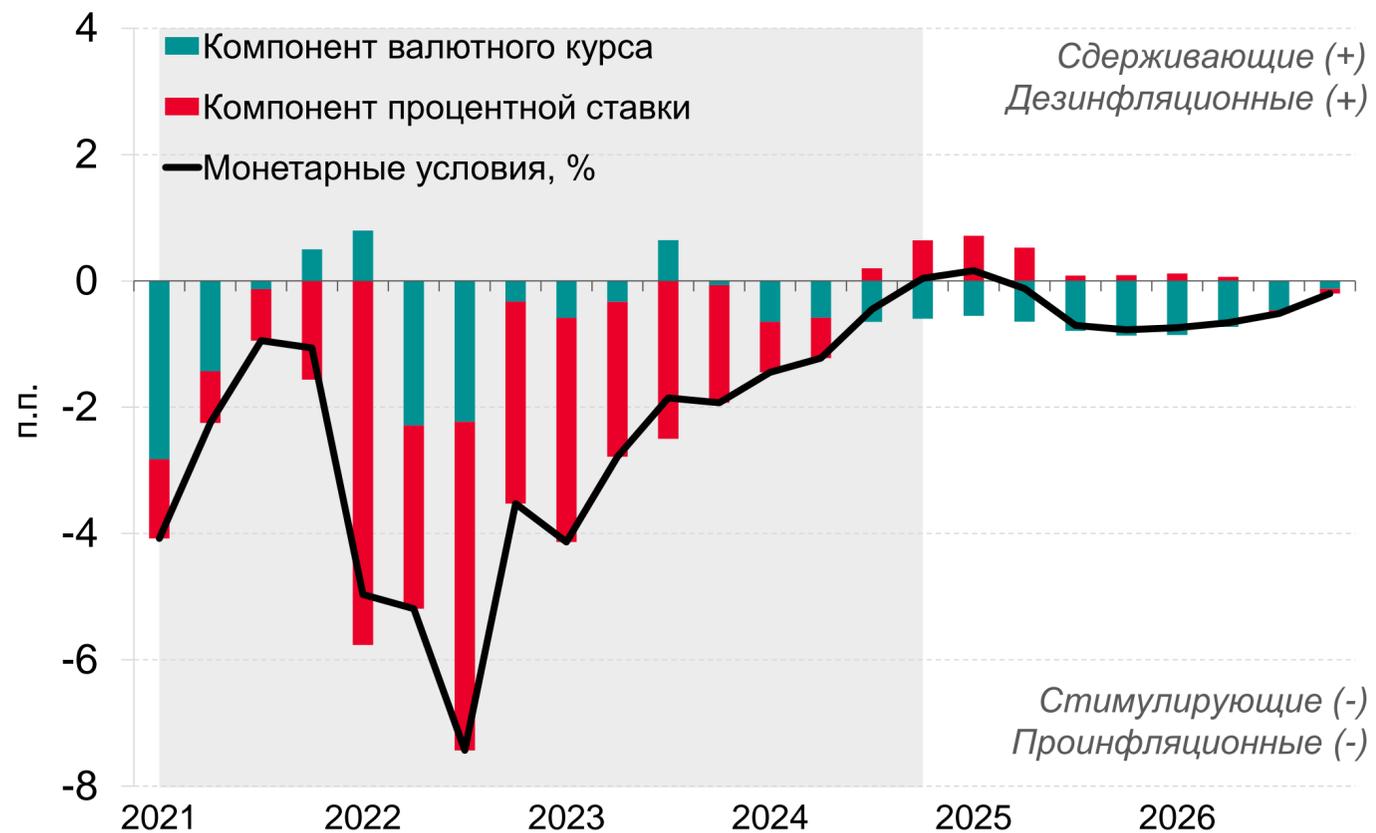
Рост доходов в 2024 г. имел циклический характер и был связан с ростом внутреннего спроса и оборота внешней торговли.

Рост расходов, превосходящий рост ВВП, сигнализирует о стимулирующей бюджетной политике в 2024 г.

Бюджетная политика останется мягкой в 2025 г., но масштаб стимула сузится.

Денежно-кредитная политика сохранит умеренную мягкость в 2025 году при условии отсутствия сильных потрясений в российской и мировой экономиках

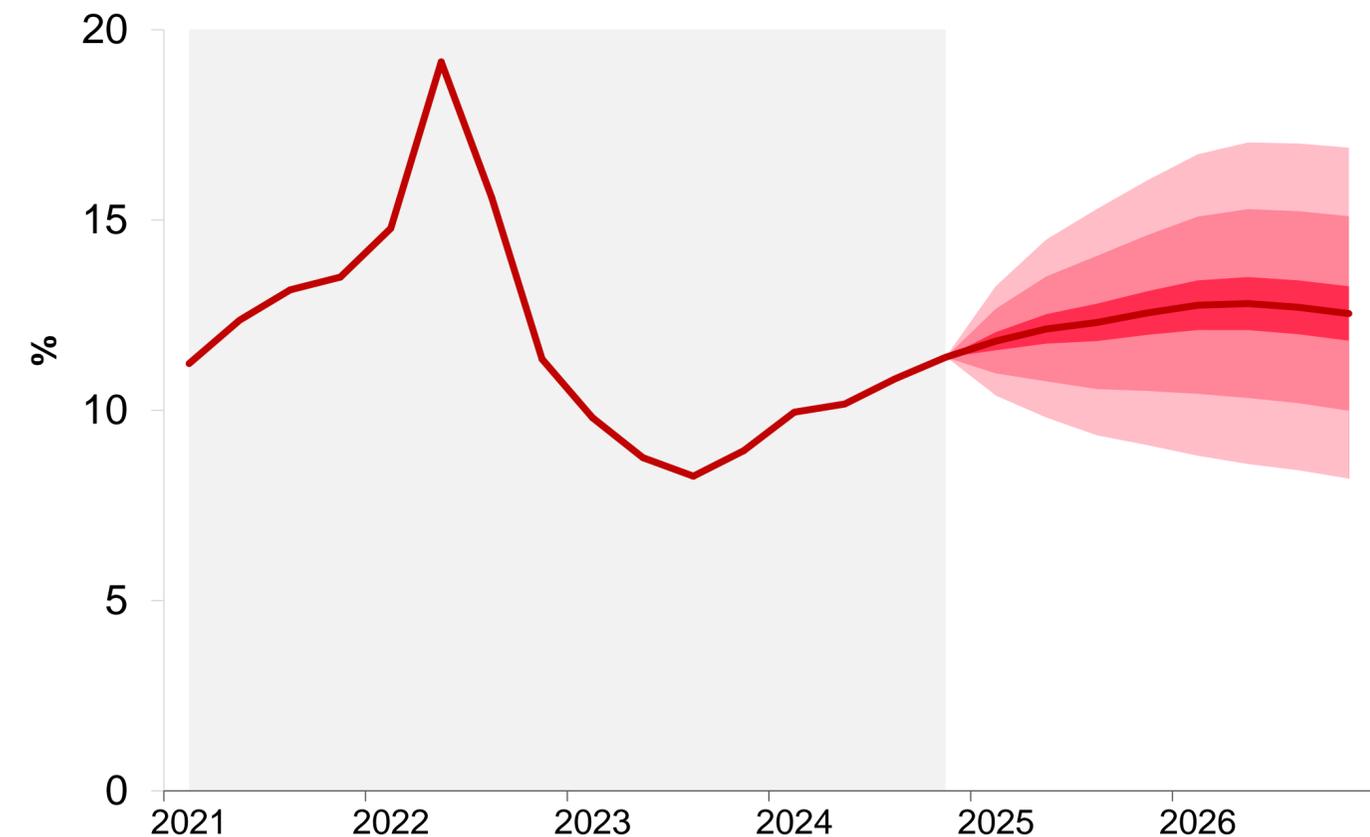
Прогноз монетарных условий (на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

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.

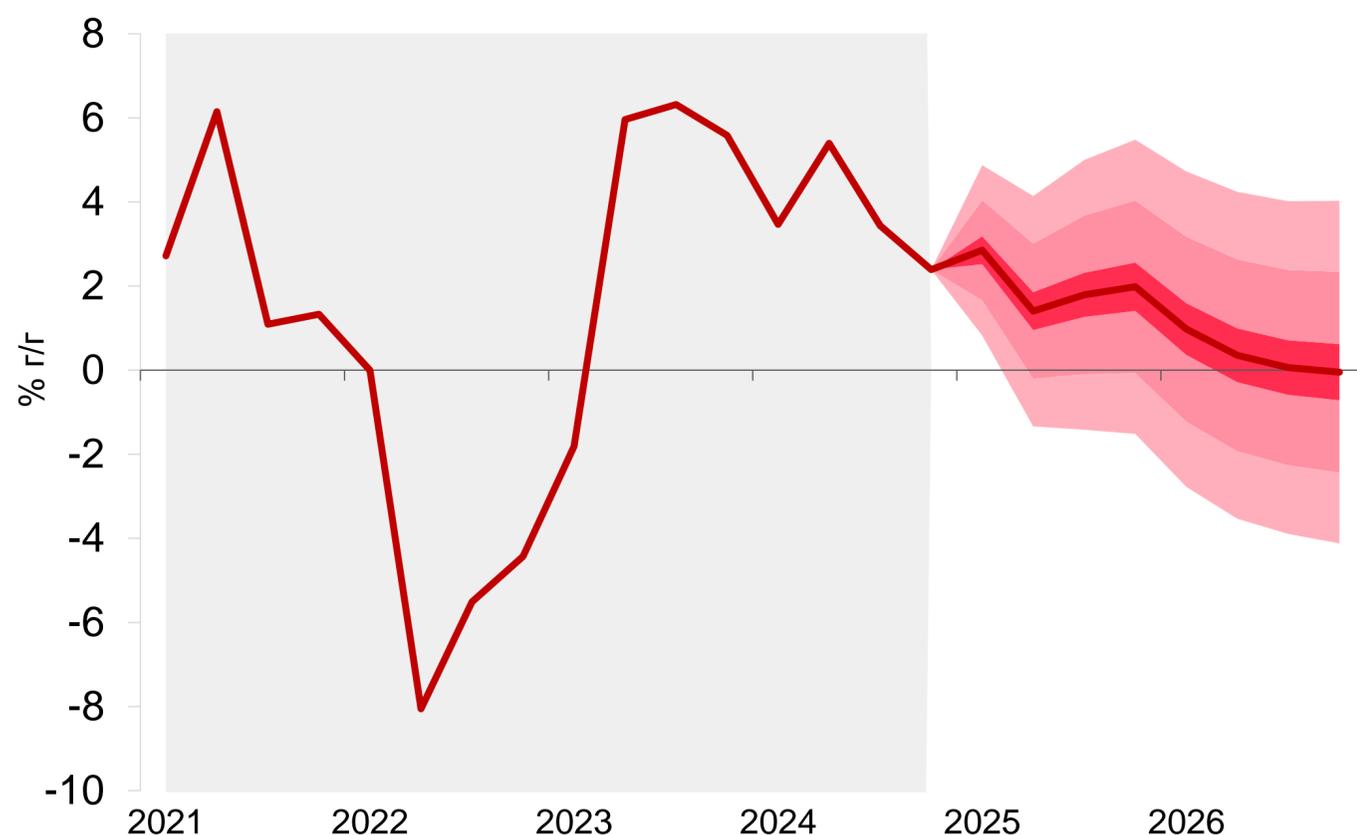
Прогноз ставки по рыночным кредитам в рублях (на базе QPM)



Под воздействием автономных от монетарной политики факторов ставка по кредитам и вкладам останутся немного выше нейтральных уровней в 2025 г., а их влияние на экономическую активность будет слабо сдерживающим, близким к нейтральному.

Прирост ВВП замедлится до 1,5–2% в 2025 году, но экономика останется в состоянии избыточного спроса в условиях нежесткой экономической политики

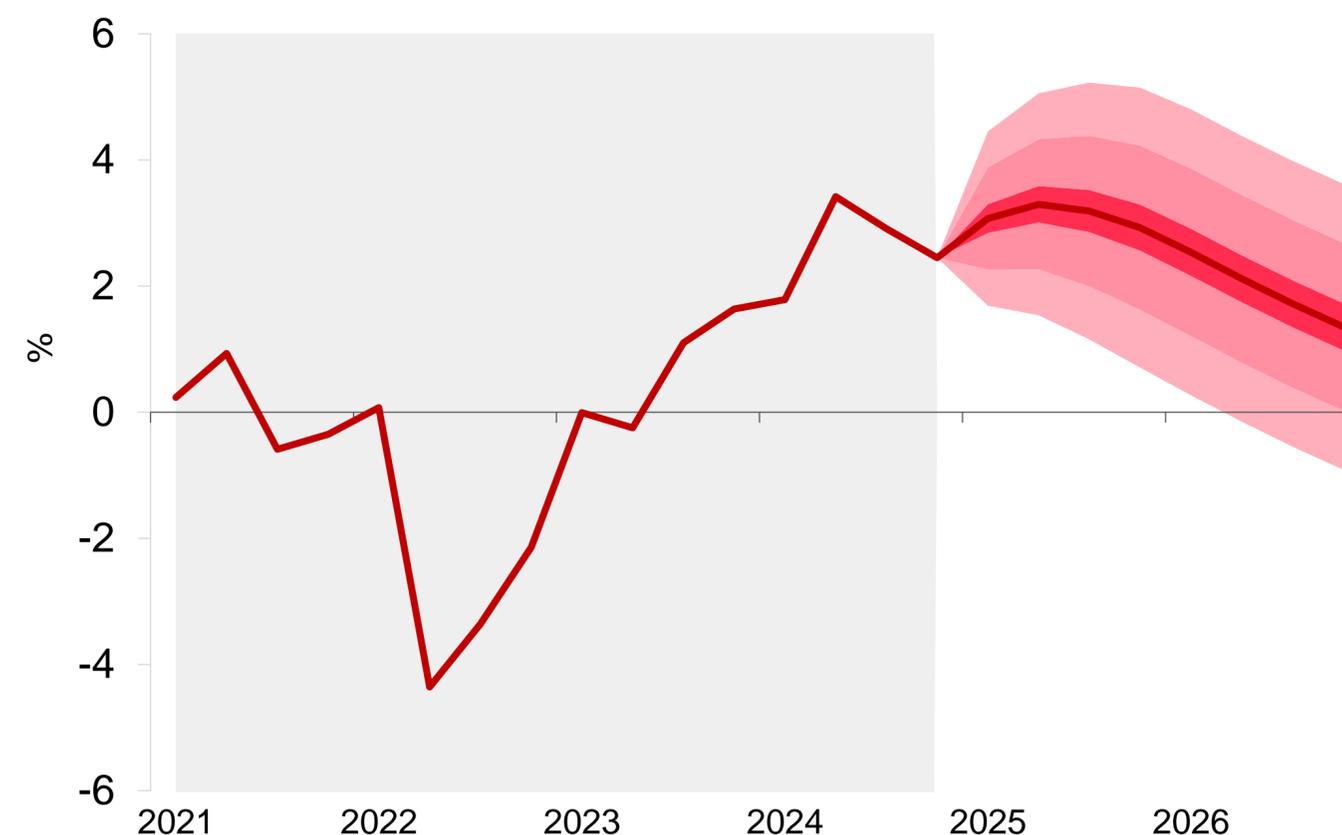
Годовой прирост реального ВВП (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

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 объема ВВП от сбалансированного уровня)



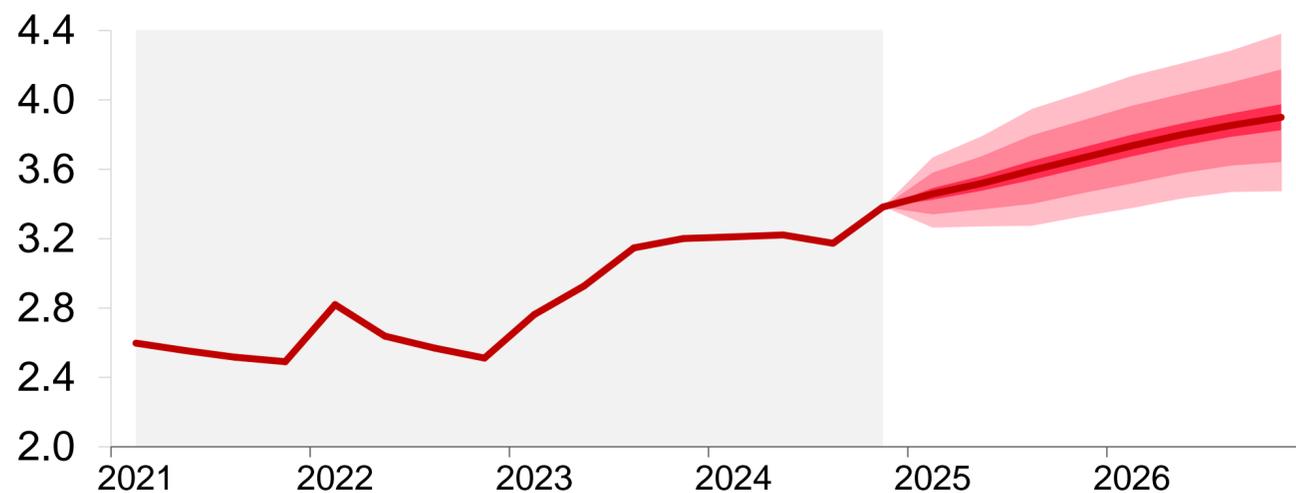
Динамика ВВП ослабнет в 2025 г. из-за действия ограничителей: замедление роста и возросшая конкуренция в России, дефицит кадров и нехватка мощностей.

Объем выпуска останется выше сбалансированного уровня, так как расширение расходов бюджета и недостаточно жесткие монетарные условия продолжают поддерживать высокий внутренний спрос.

Белорусский рубль ослабнет на 4–6% за 2025 год в терминах корзины валют в условиях умеренного дефицита внешней торговли товарами и услугами

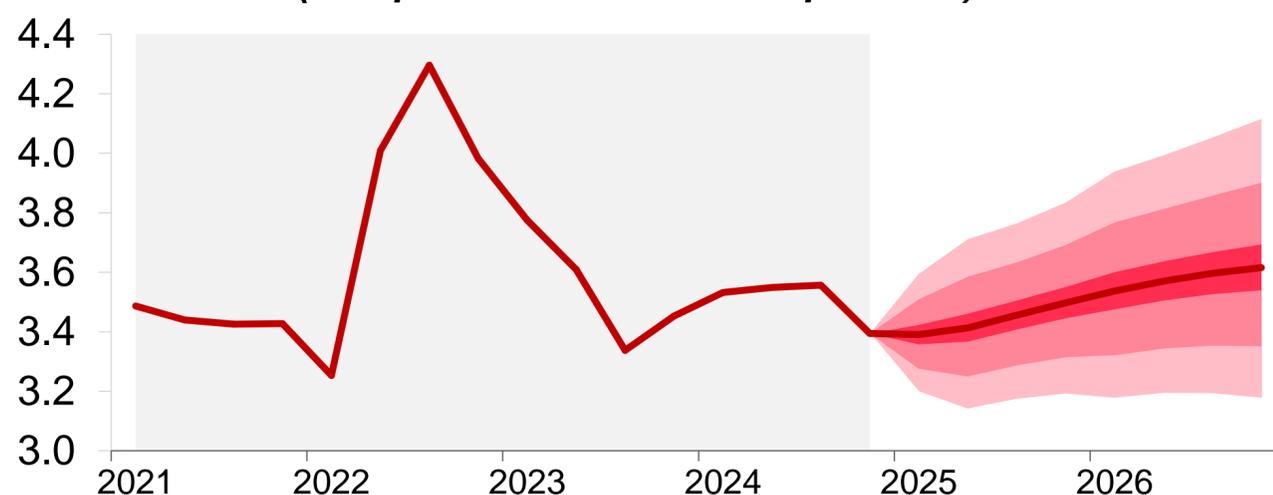
Прогноз курса USD/BYN

(в среднем за квартал)



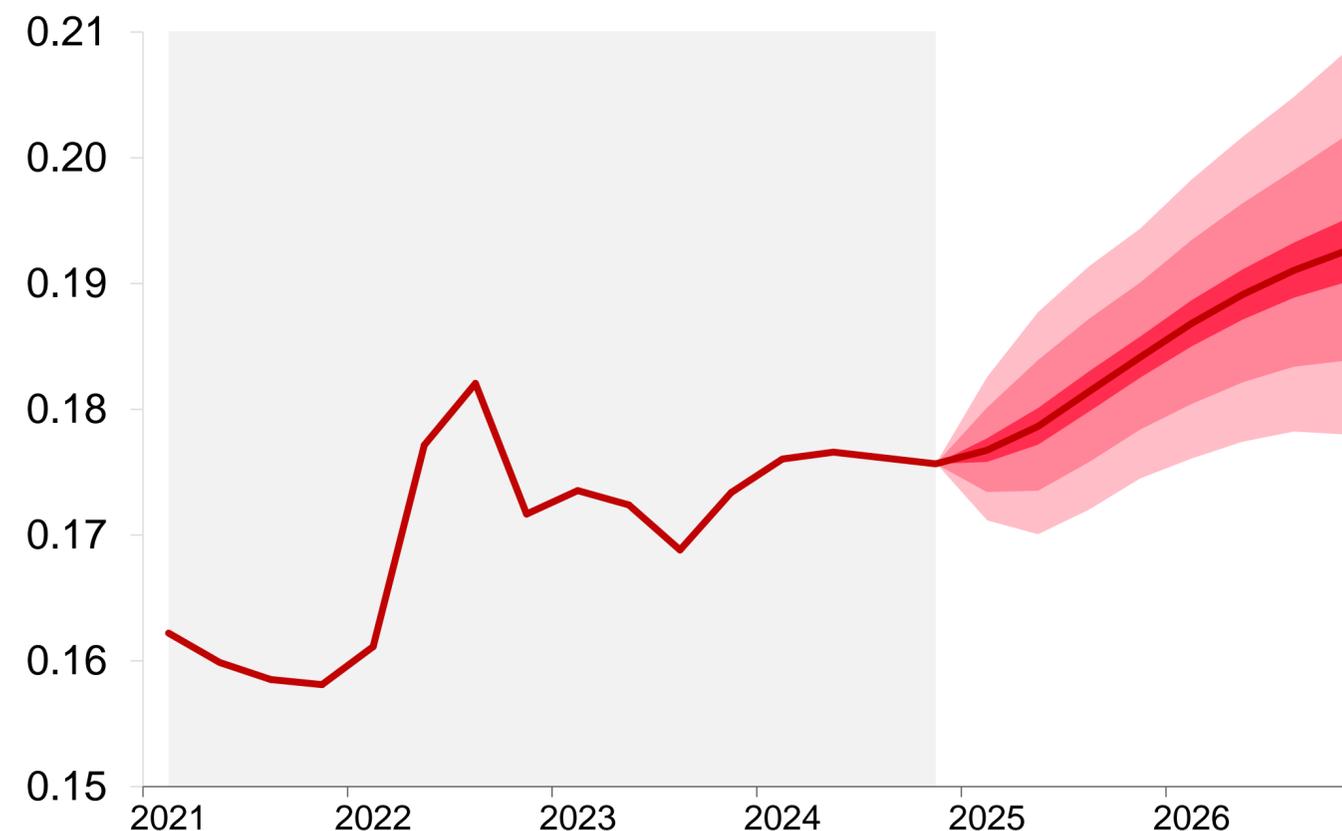
Прогноз курса 100*RUB/BYN

(в среднем за квартал)



Прогноз стоимости корзины валют

(в среднем за квартал)



Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

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

Динамика экспорта ослабнет под влиянием факторов со стороны спроса (снижение роста в России) и предложения (нехватка мощностей и работников, логистические барьеры).

Повышенный внутренний спрос, особенно потребительский, и значительные логистические издержки поддержат высокий объем импорта.

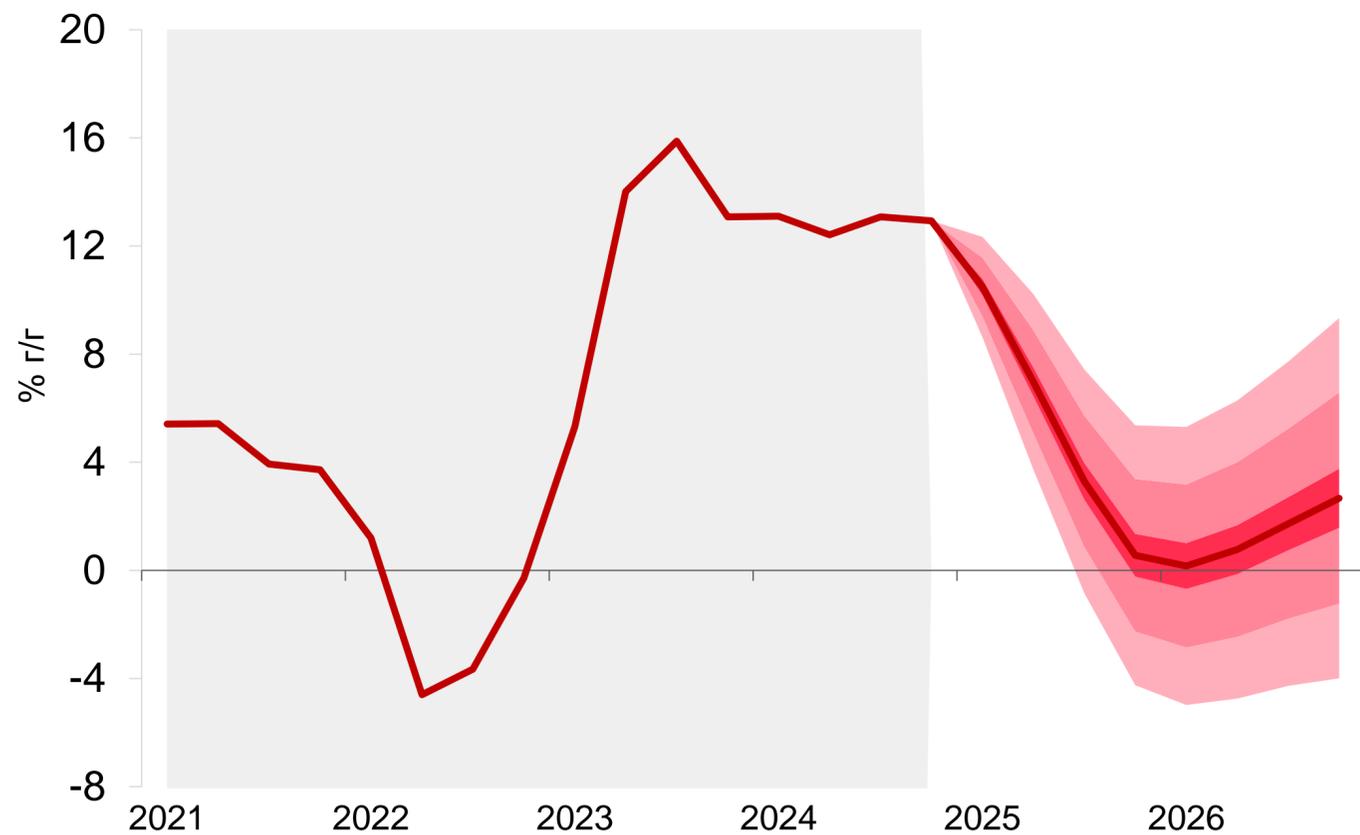


Co-funded by the European Union



Рост реальной зарплаты снизится с 13% в 2024 году до 5–7% в 2025 году – рынок труда продолжит функционировать в состоянии дефицита работников

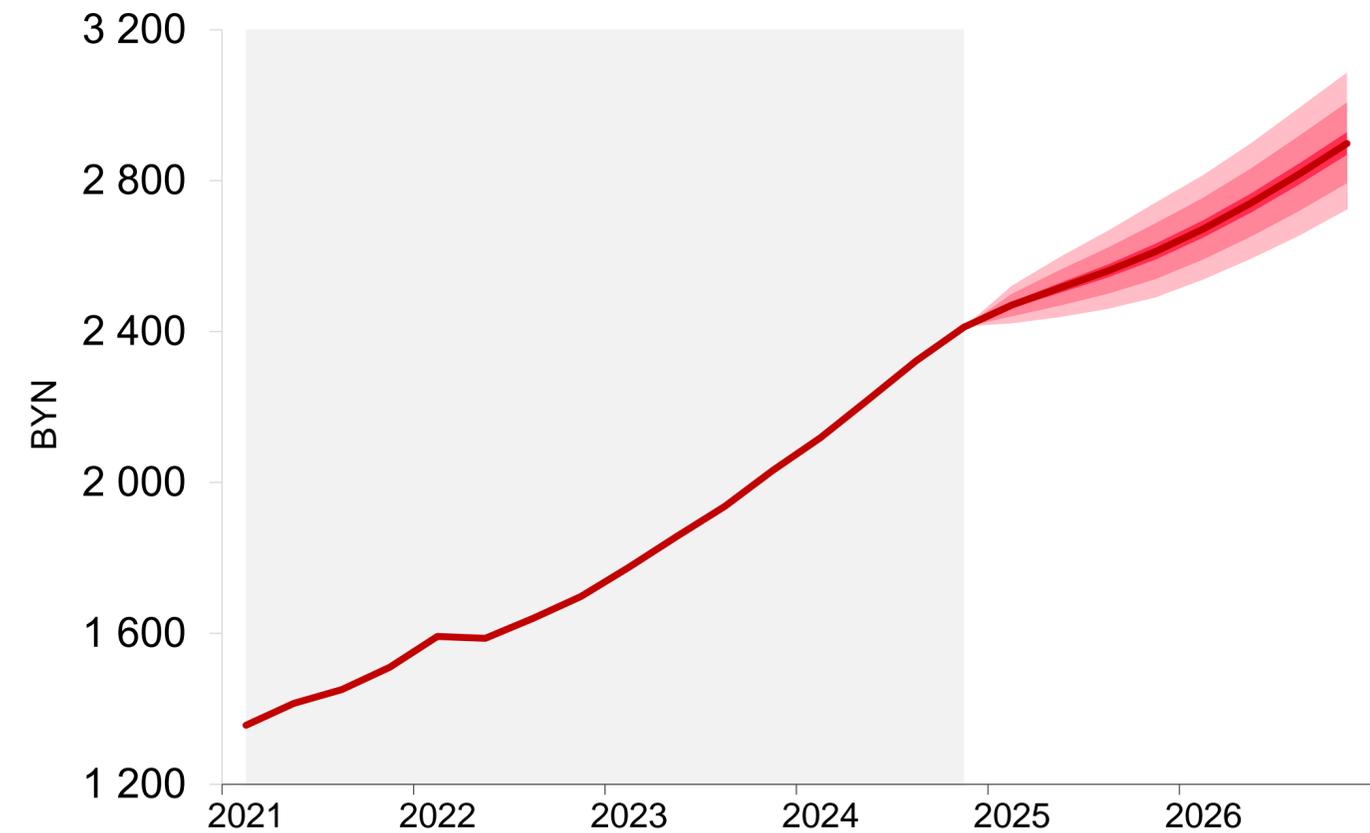
Годовой прирост реальной зарплаты (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

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)



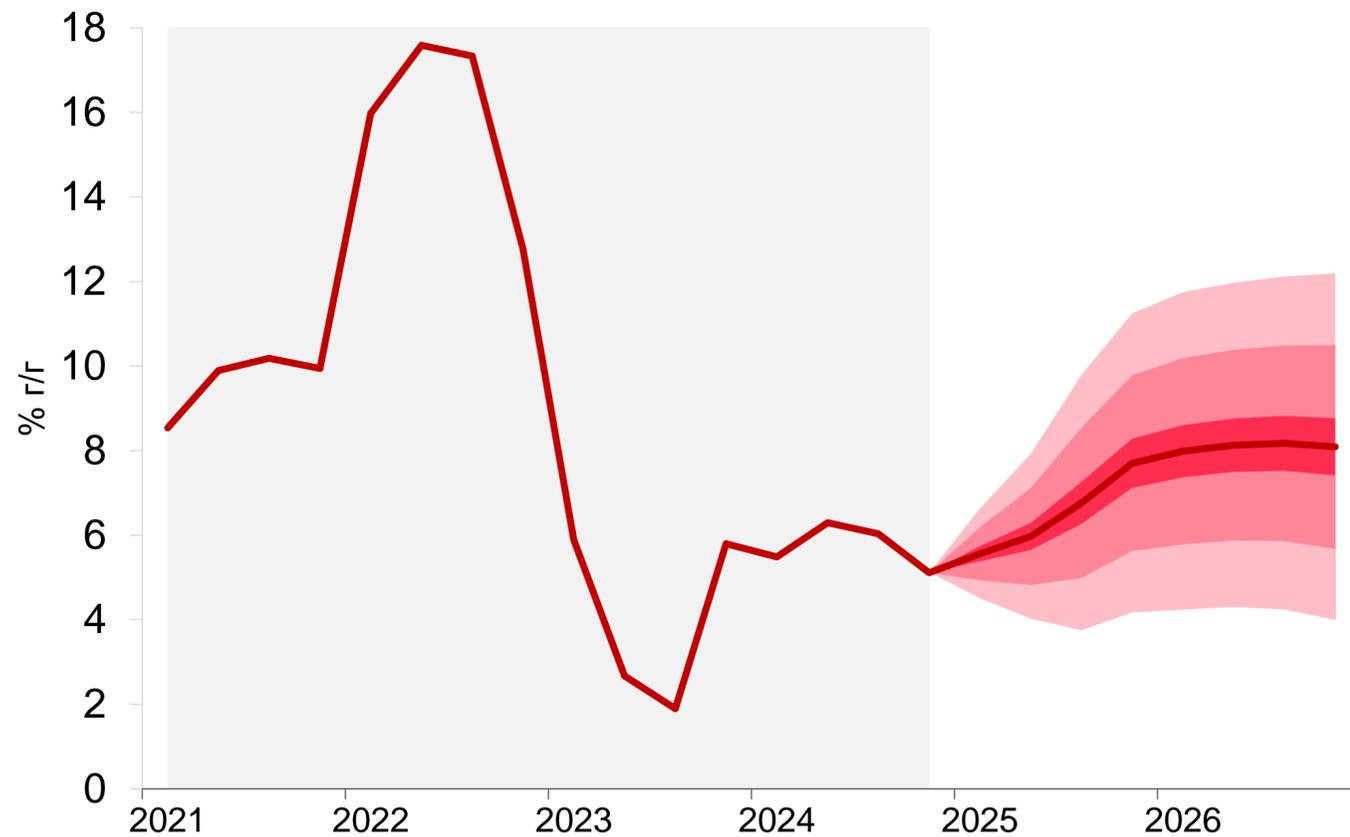
Масштаб превышения размером реальной зарплаты своего сбалансированного уровня будет постепенно уменьшаться.

Сдерживающие факторы: ослабление спроса в России, последствия ценового контроля, удорожание кредитных ресурсов.

Инфляция повысится с 5,2% г/г в 2024 году до 6–8% г/г в 2025 году, если трансформация системы ценового контроля приведет к его ослаблению де-факто



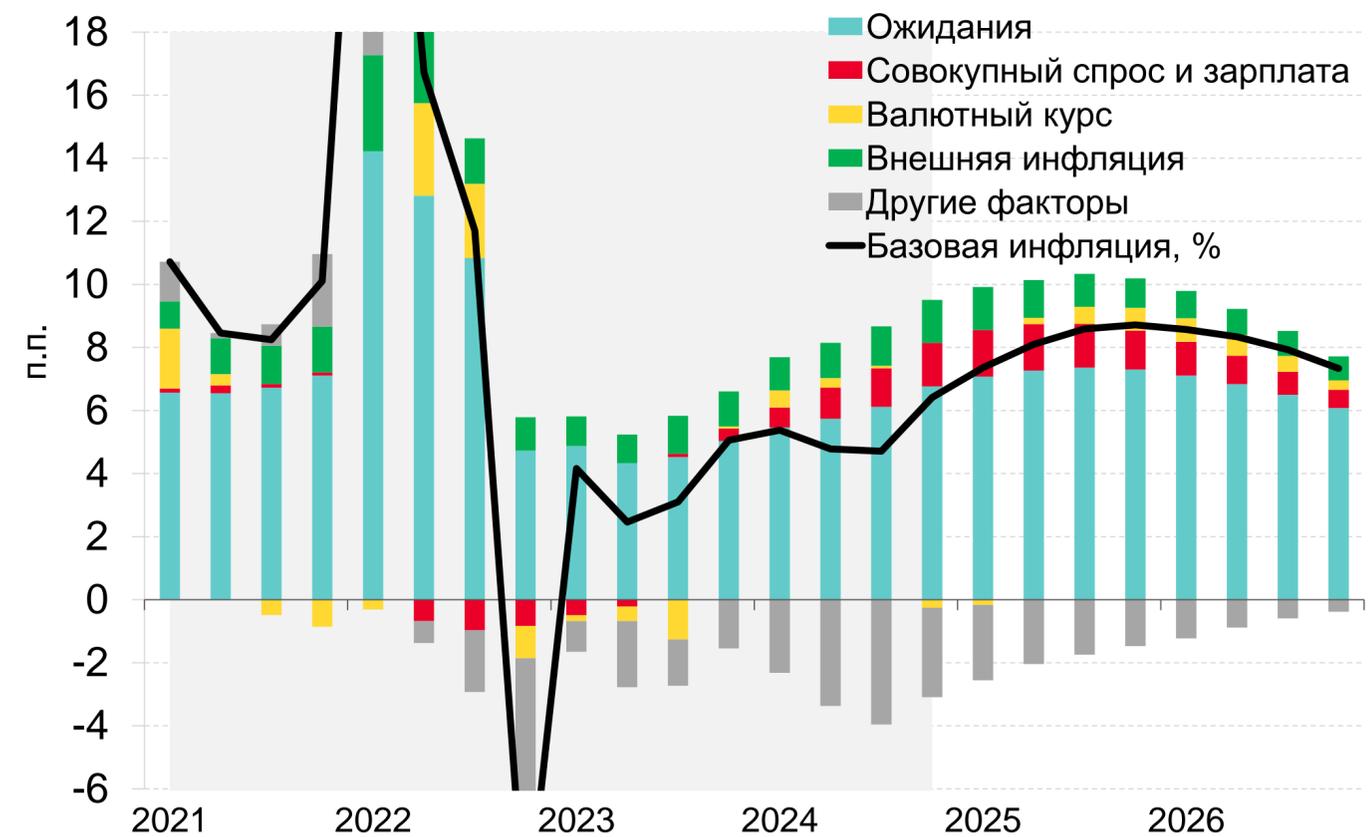
Прогноз годовой инфляции (г/г)



Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

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 будут преобладать в текущем году: избыточный потребительский спрос, дефицит работников и повышение издержек на оплату труда, высокий рост цен в России, санкционные эффекты.

Накопленный к началу 2025 г. инфляционный навес усиливает риски для ценовой стабильности и финансового положения предприятий.



Степень неопределенности прогноза крайне высока



- Значимые угрозы для экономики: возможные новые санкционные проявления; сокращение (а не замедления прироста до 1–2%) ВВП России; значительное ослабление динамики мировой торговли и экономики.
- **Рост экономики России может сохраниться выше 2,5% в 2025 г.** Это создаст более благоприятные условия для роста инвестиций в повышение производительности труда и **может временно поддержать рост ВВП Беларуси выше 3%.**
- **Целевые установки властей на 2025 г. по приросту ВВП на 4,1% и инфляции в пределах 5% – несогласованны.** Попытка их одновременного выполнения приведет к еще большей разбалансированности экономики: расширение избыточного спроса и дефицита торговли, повышение давления на инфляцию и курс белорусского рубля.
- Неопределенность эффектов трансформации системы ценового контроля порождает широкий диапазон возможных отклонений инфляции от базового прогноза.
- Закрепление повышенной инфляции в России – серьезный риск для ценовой стабильности в Беларуси. **Ценовой контроль в Беларуси уже привел к сильной рассинхронизации инфляции в Беларуси и России, а компенсаторный механизм за счет укрепления национальной валюты выглядит рискованным и недолговечным.**
- **Рассинхронизация монетарной политики в Беларуси и России** – значительно более высокие процентные ставки в России в сравнении с Беларусью – **остается фактором риска для белорусского валютного рынка.** Операции carry-trade из-за разницы в процентных ставках если и имели место в прошлом году, то их объем был ограниченным. Риски активизации подобных операций остаются высокими.