

Импульс высокого роста экономики Беларуси исчерпан

Текущая ситуация

ВВП Беларуси вырос на 0,8% в III квартале 2025 г. к III кварталу 2024 г. после прироста на 1,0% г/г кварталом ранее. При устранении влияния сезонного фактора прирост ВВП к предыдущему периоду оставался околонулевым. Сокращение экспорта в условиях снижения спроса на российском рынке стало ключевым фактором ослабления динамики выпуска. Внутренний спрос продолжал расти в среде неограничительной экономической политики, но более медленными темпами в сравнении с прошлым годом. В результате экономика оставалась перегретой в III квартале 2025 г., но размер перегрева сократился до $\approx 2,2\%$ потенциального ВВП благодаря ослаблению внешнего спроса.

Дефицит внешней торговли товарами и услугами предварительно оценивается около 2% ВВП в III квартале 2025 г. (с устранением сезонности). Высокий уровень импорта и сокращение экспорта товаров поддерживали отрицательное сальдо. Масштаб торгового дефицита в районе 2% ВВП не является критически большим и может финансироваться без существенного давления на курс белорусского рубля при сохранении тенденции продажи валюты населением. При этом золотовалютные резервы более чем на 100% покрывали потенциальный рискованный объем оттока валюты.

Инвестиции оставались драйвером роста внутреннего спроса в III квартале 2025 г. Сдвинутый фокус Нацбанка на стимулирование инвестиционного кредитования и усиление квазибюджетной поддержки госсектора способствовали росту капитальных вложений. Однако их эффективность вызывает вопросы: отдача на капитал оставалась низкой, а доля инвестиций в ВВП не достигала до уровня 2019 г.

Потребительская активность сохранялась высокой в III квартале 2025 г., но ее динамика в текущем году заметно слабее темпов 2023–2024 гг. Рост зарплат поддерживал спрос, в то время как директивные лимиты Нацбанка на увеличение розничного кредитного портфеля банками имели ограничительные эффекты. При повышении ВВП и промышленности примерно на 5% с 2021 г. рост расходов населения на $\approx 30\%$ за этот период подчеркивает сохранявшийся значительный перегрев потребительского спроса.

Условия рынка труда оставались жесткими в III квартале 2025 г., но начали появляться признаки ослабления остроты проблемы дефицита работников. Уровень безработицы снизился на 0,1 п.п. – до 2,5% рабочей силы (с устранением сезонности). Зарплаты ежемесячно росли и в реальном выражении почти на 40% превысили средний уровень 2021 г. Вместе с тем количество вакансий снижалось три месяца подряд, что может указывать на начало разворота в тенденции ужесточения условий рынка труда на фоне ослабления динамики выпуска. Если в оставшейся части года этот процесс получит продолжение, то рост зарплат и генерируемое им инфляционное давление начнут уменьшаться.

Инфляция замедлилась более чем в два раза – до $\approx 5,1\%$ кв/кв в III квартале 2025 г. (аннуализированный прирост цен за квартал с устранением сезонности). Снижению инфляции способствовали удешевление плодоовощной продукции, ослабление давления со стороны российского рынка, переоцененность белорусского рубля и усиление ценового контроля на некоторые позиции потребительской корзины. Вместе с тем устойчивый прирост цен на нерегулируемые услуги более чем на 10% кв/кв указывает на сохранение проинфляционного давления перегретых внутреннего спроса и рынка труда.

Правительство увеличило бюджетные расходы в III квартале 2025 г., задействовав эмиссионные схемы их финансирования. Нестерелизуемая эмиссия посредством покупки Нацбанком гособлигаций на вторичном рынке и иностранной валюты являлась фактором смягчения монетарных условий. Значительное превышение ростом денежной массы реального роста ВВП (16,5 и 0,8% г/г соответственно в III квартале 2025 г.) сигнализирует о монетарном характере инфляционных процессов – дефлятор ВВП составлял около 13% г/г в II–III кварталах 2025 г.

Рост ВВП прогнозируется вблизи 1,5–1,8% в 2025 году с последующим замедлением до 0,5–1,5% в 2026 году

Прогноз

Бюджетная политика перестанет быть стимулирующей для экономической активности.

Консолидированный бюджет движется в направлении небольшого дефицита по итогам 2025 г.

Наиболее вероятным сценарием на 2026 г. представляется поддержание высокого уровня госрасходов без их существенного увеличения. Пространство для подобного маневра крайне ограничено в среде ослабших перспектив роста белорусской и российской экономик.

Монетарная политика останется толерантной к повышенной инфляции в районе 7–8% г/г и подчиненной задаче стимулирования роста ВВП. Денежно-кредитные условия не станут жесткими, так как это противоречило бы цели правительства по росту ВВП на 2,8% в 2026 г. Нацбанк сохранит приоритет поддержки инвестиций над снижением инфляции, что будет проявляться в сохранении неограниченных процентных ставок в экономике. Вместе с тем пространство для значимого смягчения монетарной политики также отсутствует из-за угрозы увеличения инфляции выше 7–8% г/г.

Перегрев экономики будет сокращаться в среднесрочном периоде при замедлении роста ВВП с 1,5–1,8% в 2025 г. до 0,5–1,5% в 2026 г. Ожидаемый сдержанный рост российской экономики в районе 1% в 2026 г. и отсутствие пространства для существенного усиления внутренних стимулов ограничат перспективы расширения совокупного спроса. Исчерпание свободных трудовых ресурсов и невысокая эффективность капитальных вложений будут сдерживать рост экономики со стороны предложения. Спрос на работников имеет предпосылки к ослаблению в среде замедления динамики выпуска, что приведет к снижению темпов роста реальных зарплат с более 10% в 2025 г. до 1–3% в 2026 г.

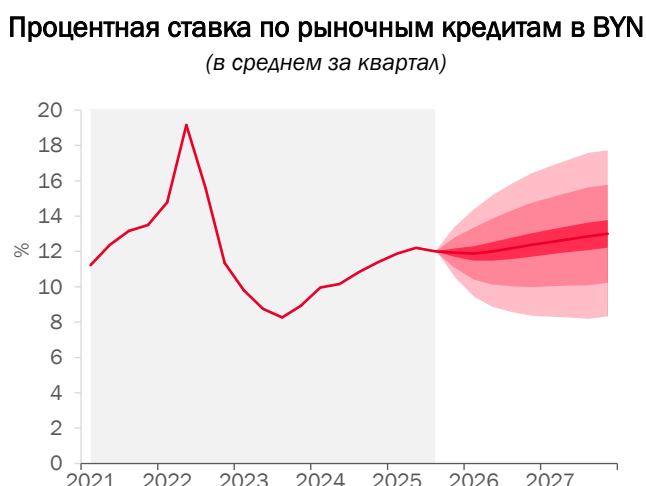
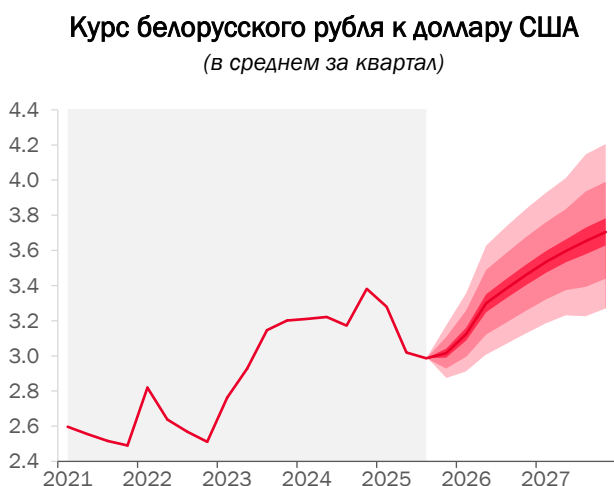
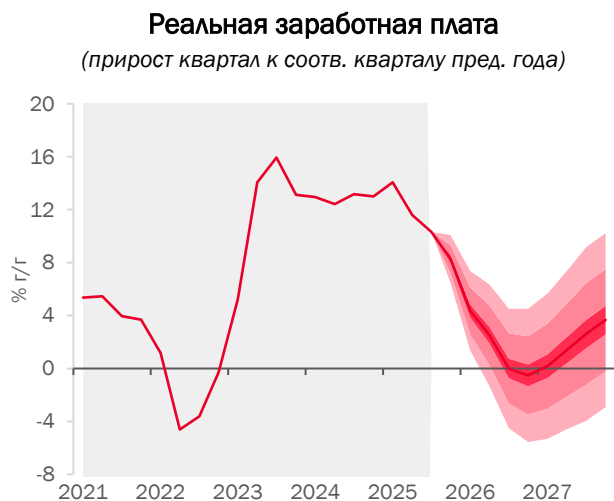
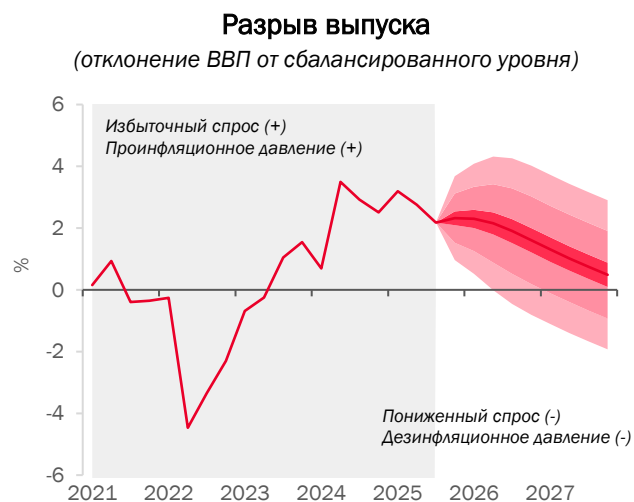
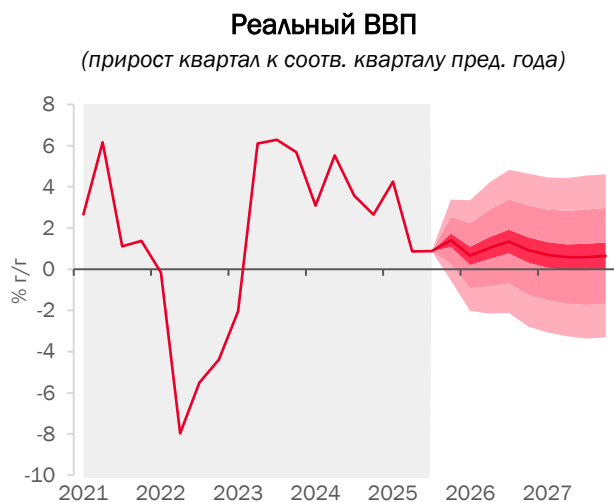
Инфляция сохранится в диапазоне 7–8% г/г в IV квартале 2025 г. – 2026 г. Внутренний спрос и сильно возросшие издержки на оплату труда сохраняют проинфляционный характер в будущем году. Однако их вклад в рост цен будет снижаться по мере «охлаждения» экономики. Со стороны внешнего сектора прогнозируется небольшое дезинфляционное влияние при условии замедления роста цен в России. Если в среде ослабления рыночного инфляционного давления ценовой контроль будет смягчен либо регулируемые цены будут повышаться высокими темпами, то уменьшение вклада рыночных факторов будет компенсировано частичной реализацией накопленного инфляционного навеса.

Дефицит внешней торговли товарами и услугами прогнозируется вблизи 2% ВВП в 2025–2026 гг.

Перспективы экспорта оцениваются сдержанными из-за замедления роста спроса в России, на которую приходится более 60% поставок белорусских товаров. Импорт сохранится высоким, но его значимого роста не ожидается в условиях уменьшения перегрева внутреннего спроса. Дефициту внешней торговли в районе 2% ВВП соответствует умеренное ослабление белорусского рубля, который может потерять 4–8% стоимости в терминах корзины иностранных валют в 2026 г. Сохраняющая вероятность более значительной, чем ожидается, продажи валюты населением может привести к более крепкому рублю в сравнении с базовым прогнозом.

Риски для базового сценария остаются высокими как со стороны внутренней экономической политики, так и со стороны внешних условий. Угроза мощного усиления санкционного давления остается на повестке дня, как и вероятность смягчения ограничений. Довольно высоки шансы более существенного ослабления внутреннего спроса в Беларуси, чем предполагает базовый сценарий, в случае спада в России и снижения доходов белорусского бюджета. Не опирающаяся на правила монетарная политика также остается значимым фактором неопределенности. Нельзя исключать, что в случае замедления инфляции ниже 7% г/г Нацбанк вновь усилит денежно-кредитные стимулы для содействия росту ВВП в 2026 г. Вместе с тем существует вероятность, что в случае ослабления ценового давления власти пойдут не на смягчение монетарной политики и ценового контроля, а на более активное повышение административно регулируемых цен и тарифов.

Динамика и прогноз индикаторов экономики Беларуси



Источник: расчеты на базе квартальной модели прогнозирования.

Примечание: на рисунках представлены сезонно сглаженные показатели. С выходом новых данных динамика показателей может уточняться. Диапазоны на рисунках соответствуют 15%, 50% и 75% доверительным интервалам.