

## Экспресс-анализ

### Экономическая активность и инфляция

Апрель 2025 г.

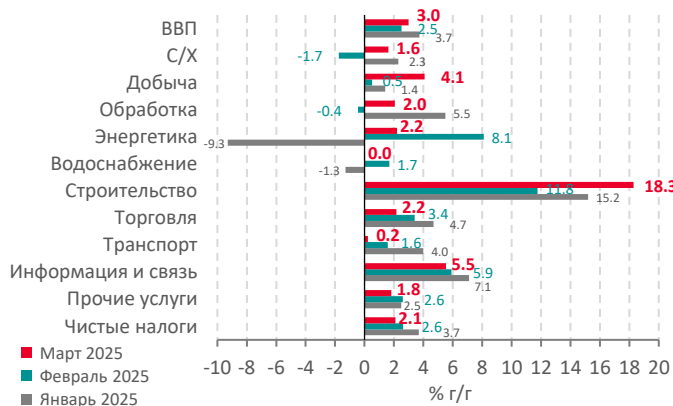
## Масштаб перегрева экономики Беларуси увеличился в I квартале 2025 года, а угроза сильной турбулентности при резком ухудшении ситуации в мировой или российской экономике заметно возросла

За I квартал 2025 г. ВВП вырос на 3,1% г/г, а отдельно в марте – на ≈3% г/г (рис 1.а). Объем ВВП (с устранением сезонности) в марте сохранился вблизи февральского уровня, а в целом в I квартале 2025 г. увеличился на ≈1,7–1,8% к значению IV квартала 2024 г. (рис 1.б). Драйвером роста оставался внутренний спрос, который поддерживали мягкая экономическая политика и увеличение зарплат в среде дефицита работников. Спрос на белорусскую продукцию на внешних рынках, в первую очередь в России, ослаб. В таких условиях поддержание повышенного объема выпуска сопровождалось взлетом складских запасов до пиковых значений последних лет (рис 3.б).

Рост экономики в I квартале 2025 г. существенно превысил сбалансированный темп, который оценивается около 1,5–2% в год. В результате отклонение ВВП от равновесного уровня (по предварительным расчетам) достигло ≈4% – перегрев экономики расширился до максимального размера с 2014 г. Инфляционное давление возросло, а дефицит внешней торговли заметно превышал «норму» для Беларуси. Смена приоритета Нацбанка на кредитную поддержку экономики и повышение его толерантности к инфляционным рискам может привести к большему временному росту ВВП в 2025 г., чем ожидалось ранее. Однако вследствие ослабления институтов стабилизации экономики угроза сильного спада при резком ухудшении во внешней среде значительно возросла.

Рис 1. Динамика ВВП и добавленной стоимости отраслей в Беларуси

а) прирост ВВП, месяц к соответствующему месяцу предыдущего года (% г/г)



б) объем ВВП в постоянных ценах (с устранением сезонности)



**Примечание:** оценки обновляются после уточнения данных. Месячные данные по ВВП являются оценками.

This Express Analysis is an operational analysis of the status of the key macroeconomic indicators of Belarus.

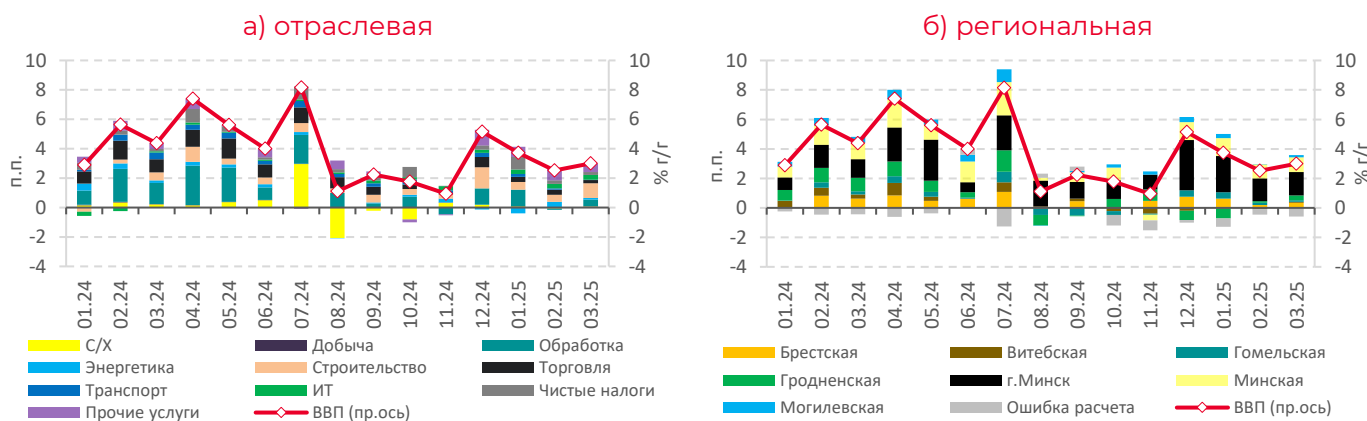
The authors of this material cannot be held responsible for the use of the information contained in this bulletin. While every care has been taken in preparing this material, the authors make no guarantees and assume no liability or responsibility regarding the accuracy, completeness or credibility of the information contained herein. The authors of this material will not be liable for any losses and/or damages of any kind arising from using the information provided in the bulletin.

**Добавленная стоимость промышленности выросла на  $\approx 2,1\%$  г/г в марте 2025 г. ( $\approx 1\%$  г/г в феврале 2025 г.), что обеспечило  $\approx 0,6$  п.п. годового прироста ВВП (рис 2.а)**

Повышение годового прироста связано с «нормализацией» его динамики после влияния календарного фактора в феврале (эффект високосного 2024 г.). При устранении сезонности объем выпуска немного снизился в марте по отношению к февралю (рис 3.а). Это главным образом отражает колебания в энергетике из-за климатических особенностей первых месяцев года. Выпуск обрабатывающих отраслей в среднем не рос в феврале-марте, оставаясь вблизи высокого уровня января 2025 г.

**В целом по итогам I квартала 2025 г. добавленная стоимость промышленности увеличилась на  $\approx 2,3\%$  к уровню IV квартала 2024 г. (при устранении сезонности), в том числе в обрабатывающих отраслях – на  $\approx 2,5\%$ .** В результате квартальный выпуск достиг исторического максимума, почти на 9% превысив среднее значение 2021 г., в том числе в обрабатывающих отраслях – на  $\approx 9,6\%$ . Одновременно наблюдалось стремительное увеличение складских запасов, уровень которых по отношению к производству вернулся к пику последних лет (рис 3.б). Учитывая снижение оптового товарооборота в последние месяцы (рис 3.а) и сдержанную динамику стоимостных объемов экспорта товаров (рис 5.а), это указывает на ослабление спроса на белорусскую продукцию на внешних рынках. Вероятно, это следствие возросшей конкуренции и замедления роста на российском рынке. В результате поддержание высокого выпуска в промышленности в I квартале 2025 г. во многом обеспечено за счет сверхоптимальной загрузки производственных мощностей, что привело к затовариванию и увеличению степени перегрева экономики.

Рис 2. Структура роста ВВП Беларуси (месяц к соответствующему месяцу предыдущего года – % г/г)



**Примечание:** оценки обновляются после уточнения данных. В составе энергетики учтено водоснабжение.

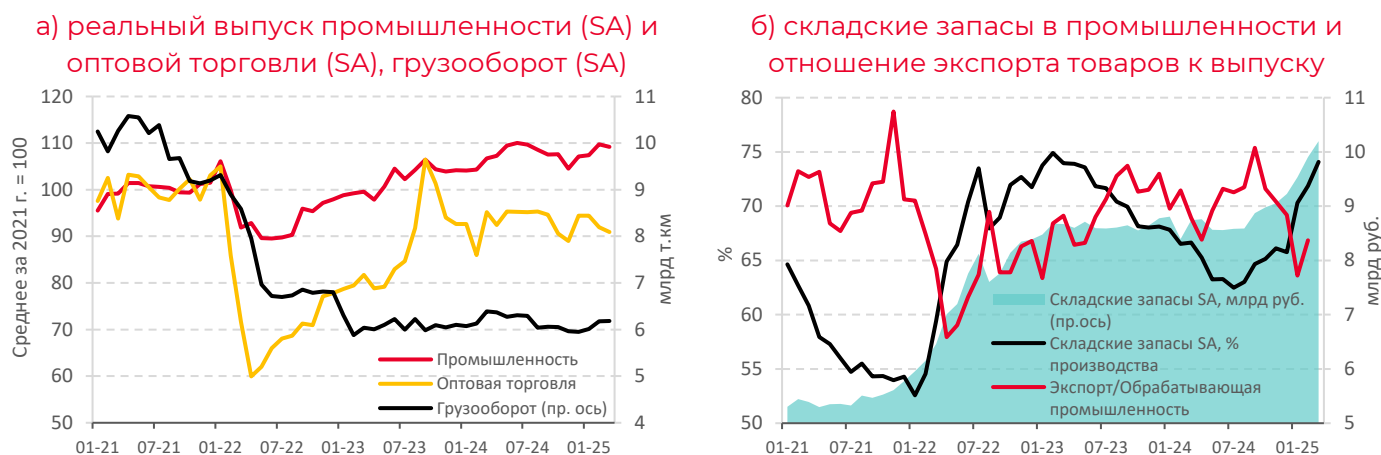
**Грузооборот в марте сохранился на уровне февраля (с устранением сезонности)**

Грузоперевозки показали небольшой восстановительный рост в целом по I кварталу 2025 г., но из-за потери значительного объема транзита почти на 38% отставали от среднего показателя 2021 г. в марте текущего года (рис 3.а). Увеличение пассажирских перевозок способствовало росту добавленной стоимости всего транспортного сектора на  $\approx 1,5\%$  в I квартале 2025 г. к IV кварталу 2024 г. (с устранением сезонности).

**Добавленная стоимость информации и связи выросла на  $\approx 5,5\%$  г/г в марте (рис 1.а), добавив  $\approx 0,3$  п.п. к годовому приросту ВВП (рис 2.а)**

В целом в I квартале 2025 г. сезонно скорректированный объем добавленной стоимости IT-сектора увеличился на  $\approx 2,1\%$  к IV кварталу 2024 г. Темпы восстановления сохранились на уровне предыдущего периода, а по сравнению со средним значением 2021 г. отставание сократилось до  $\approx 9,6\%$  в I квартале текущего года.

Рис 3. Динамика выпуска в промышленности, оптовой торговли и грузооборота транспорта

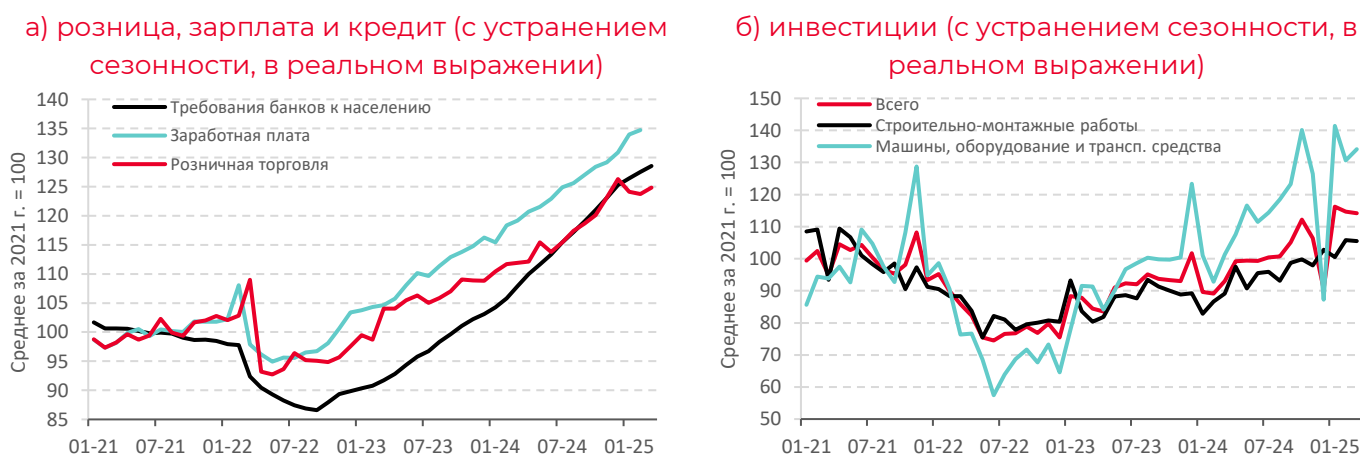


**Примечание:** SA – сезонно сглаженный показатель. Реальный объем оптовой торговли рассчитан путем дефлирования номинального на индекс цен оптовых продаж. Реальный объем промышленности рассчитан на базе индекса выпуска промышленности Белстата в ценах 2015 г. С выходом новых данных динамика уточняется.

### Потребительский спрос увеличился в марте, а в целом в I квартале 2025 г. его уровень мог на ~3% превысить объем предыдущего квартала (с устранением сезонности)

Увеличение розничной торговли почти на 1% в марте по отношению к февралю (с устранением сезонности) носило коррекционный характер после сдержанной динамики предыдущих месяцев. После выхода на исторический пик в декабре 2024 г. потребление товаров населением оставалось крайне высоким, поддерживаемое ростом заработных плат в среде дефицита работников и бюджетного стимула, а также высокой кредитной активностью (рис 4.а). По итогам I квартала 2025 г. суммарные потребительские расходы домашних хозяйств на товары и услуги могли более чем на 30% превысить средний уровень 2021 г. (в реальном выражении), в то время как ВВП – на ~5,4%. Перегрев потребительского спроса не уменьшался и сохранялся крайне серьезным. Намерение Нацбанка ограничить рост кредитования населения может несколько затормозить потребление. Однако эффективность этой меры дискуссионна. Одновременное наращивание инвестиционного кредитования будет вести к перераспределению доходов через оплату труда, прибыль и налоги. В сочетании с сохраняющимся дефицитом кадров, провоцирующим рост зарплат, это будет поддерживать избыточный спрос.

Рис 4. Динамика розничной торговли и инвестиций



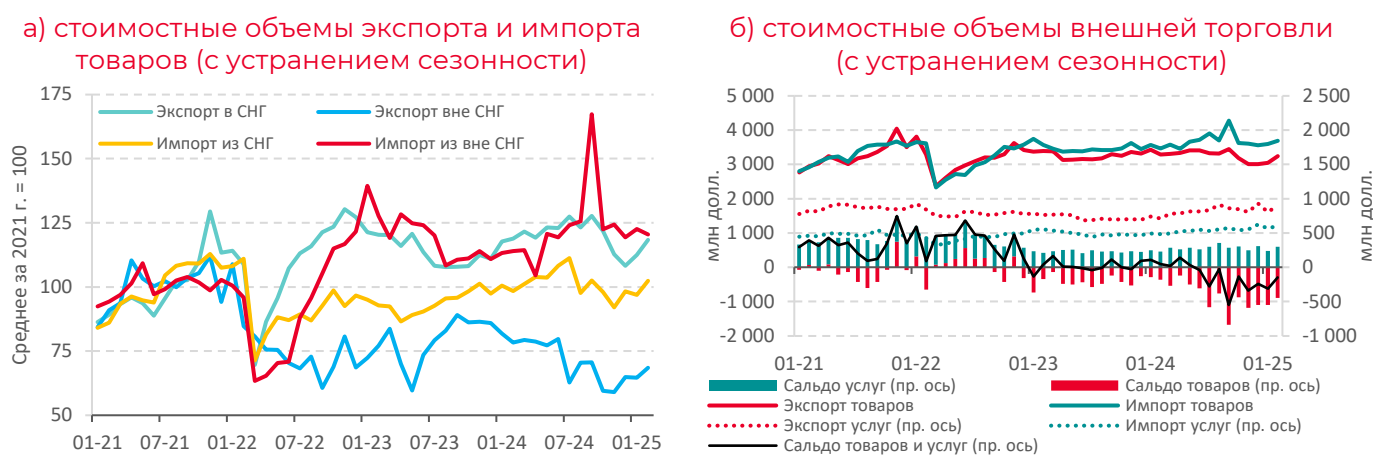
**Примечание:** реальный объем розничной торговли рассчитан путем дефлирования номинального на индекс потребительских цен на товары. Реальная зарплата рассчитана путем дефлирования номинальной на сводный индекс потребительских цен. Показатели реальных инвестиций рассчитаны путем дефлирования номинальных на индексы цен в строительстве. С выходом новых данных динамика уточняется.

**Инвестиции в марте оставались вблизи уровня февраля (с устранением сезонности)**

В целом за I квартал 2025 г. инвестиции заметно выросли (рис 4.б). По предварительным расчетам, объем валового накопления основного капитала прибавил более 5% в I квартале 2025 г. к IV кварталу 2024 г. (с устранением сезонности). Этому способствовал как прирост добавленной стоимости строительства на  $\approx 2\%$  за этот период, так и увеличение вложений в активную часть основных средств (рис 4.б). Поддержание высокого объема выпуска требует инвестиций в расширение производственных мощностей и повышение производительности труда. Неограничительные монетарные условия, рост бюджетных расходов и директивное стимулирование формировали среду для этого процесса.

**Эффективность инвестиций остается под вопросом.** Так, несмотря на восстановительный рост инвестиций кумулятивно на 26% в 2023–2024 гг., доля прибыли в ВВП упала до исторического минимума в 35,3% в 2024 г. (столько же фиксировалось в 2006 г.). Приоритезация Нацбанком стимулирования кредитования инвестиций может временно поддержать их рост, но ценой усиления перегрева экономики. Доступность кредита может способствовать воплощению в жизнь потенциала инвестиций, но не может повлиять на сам потенциал, который определяется политическими и экономическими институтами. Нацбанк же может способствовать «здоровому» росту инвестиций и благосостояния людей посредством обеспечения низкой и предсказуемой инфляции.

Рис 5. Динамика показателей внешней торговли

**Дефицит внешней торговли товарами и услугами (с устранением сезонности) сократился с  $\approx \$0,3$  млрд ( $\approx 5\%$  ВВП) в январе до  $\approx \$0,15$  млрд ( $\approx 2,3\%$  ВВП) в феврале 2025 г.**

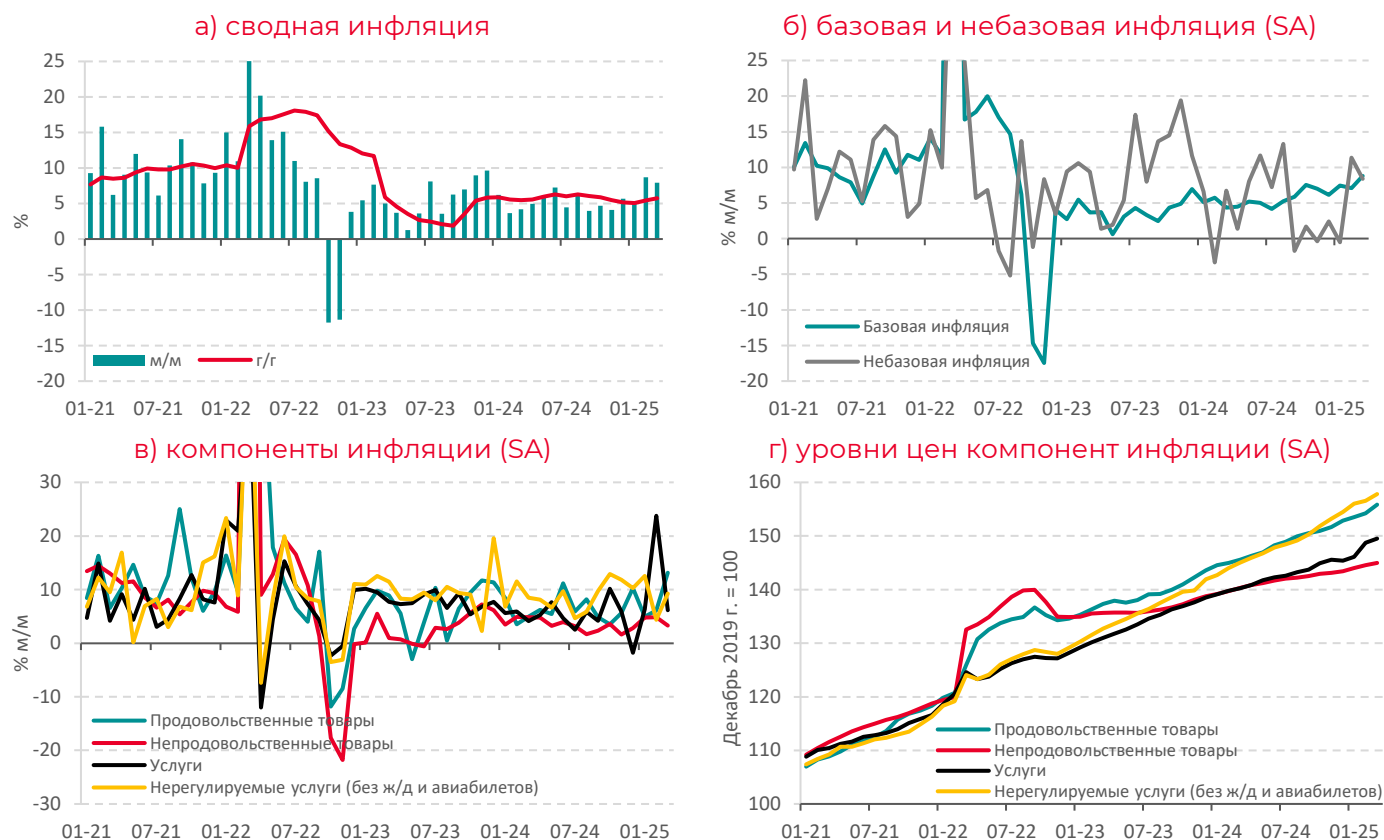
Дефицит торговли товарами (при устранении сезонности) уменьшился на  $\approx \$0,1$  млрд – до  $\approx \$0,45$  млрд ( $\approx 6,8\%$  ВВП) в феврале 2025 г. (рис 5.б). Это стало следствием опережающего роста стоимостных объемов экспорта над импортом. К увеличению долларового объема экспорта товаров привело некоторое восстановление поставок нефтепродуктов, а также эффект курсовой переоценки из-за укрепления российского рубля к доллару. Восстановление стоимостных объемов экспорта товаров в Россию и в страны вне СНГ не было полным (рис 5.а): поставки нефтепродуктов оставались пониженными, а продажи товаров на российском рынке в физическом выражении стагнировали на более низких уровнях в сравнении с прошлыми годами. Объем импорта товаров сохранялся высоким в среде избыточного внутреннего спроса. Внешняя торговля услугами сложилась профицитной в размере  $\approx \$0,3$  млрд ( $\approx 4,5\%$  ВВП), что позволило частично компенсировать дефицит торговли товарами (рис 5.б).

## В целом по I кварталу 2025 г. дефицит внешней торговли товарами и услугами ожидается в диапазоне 2–3% ВВП, что существенно больше «нормы» для Беларуси

Дисбаланс во внешней торговле оставался значительным в I квартале 2025 г. Это привело к чистому спросу на иностранную валюту на внутреннем рынке в размере около \$0,12 млрд (при устранении сезонности), который был сформирован операциями фирм-резидентов, купивших валюты на нетто-основе на \$0,55 млрд (при устранении сезонности). Перегретость внутреннего спроса и ослабление роста спроса в России формируют условия для поддержания дефицита внешней торговли в текущем году. Смена ориентации Нацбанка на нетрадиционную про-циклическую монетарную политику усиливает риски того, что отрицательное внешнеторговое сальдо может превысить предыдущие оценки и сложиться ближе к 2% ВВП или несколько выше по итогам года. Это связано с тем, что импортотемкость инвестиций (кредитование которых Нацбанк стремится увеличить) в целом сопоставима с импортотемкостью потребления.

## Инфляция в марте 2025 г. сохранялась повышенной относительно цели в 5%: годовой показатель поднялся с 5,6% г/г в феврале до 5,9% г/г в марте, а аннуализированный месячный прирост цен составил ≈8% м/м (с устранением сезонности; далее – м/м; рис 6.а)

Рис 6. Динамика инфляции в Беларуси



**Примечание:** г/г – темп прироста месяц к соответствующему месяцу предыдущего года; м/м – аннуализированный темп прироста месяц к предыдущему месяцу (с устранением сезонности). SA – сезонно сглаженный показатель.

## Базовая инфляция поднялась почти до 9% м/м в марте 2025 г. (рис 6.б)

Месячный прирост цен на продукты питания ускорился более чем в два раза в марте 2025 г. и составил ≈13% м/м (рис 6.в). Такая динамика стала следствием всплеска инфляции в сегменте молочной продукции: молоко и продукты из него в марте подорожали – на ≈41% м/м (рекордный рост за более чем десятилетний период), сыры – на ≈12% м/м, масло и жиры – на ≈17% м/м.



Возможно, власти позволили производителям и торговым сетям резко увеличить цены из-за их сильного диспаритета с ценами в России, который накапливался в среде строгого госконтроля в Беларуси. Существенно более высокая стоимость молочной продукции в России стимулировала белорусских производителей приоритезировать экспорт. Кофе, чай, кондитерские изделия и рыба в марте также продолжили дорожать значительными темпами под влиянием конъюнктуры внешних рынков.

**Инфляция в нерегулируемых услугах сохранялась высокой и оценивается в  $\approx 9,3\%$  м/м в марте 2025 г.** (без учета волатильных международных ж/д и авиаперевозок; **рис 6.в**). Наиболее «тяжелые» рыночные бытовые услуги продолжали дорожать двузначными темпами –  $\approx 12\%$  м/м в марте. Избыточный потребительский спрос и нехватка персонала оставались драйверами роста издержек и цен в сервисном сегменте. Инфляция в части непродовольственных товаров по-прежнему демонстрировала слабость –  $\approx 3,3\%$  м/м в марте. Ценовой контроль ограничивал рост стоимости непродовольственной продукции, что вело к накоплению инфляционного навеса (**рис 6.г**).

**Небазовая инфляция оценивается  $\approx 8,4\%$  м/м в марте 2025 г.** (**рис 6.б**)

Динамика небазовой инфляции замедлилась в сравнении с февралем, когда тарифы на ЖКУ были повышены более значительно в сравнении с типичным темпом. Несмотря на это замедление, инфляция в небазовом сегменте осталась высокой из-за повышения цен на топливо и услуги городского транспорта. Также в марте отмечено коррекционное повышение стоимости плодоовощной продукции после двух месяцев ее снижения.

**Правительство скорректировало ценовое регулирование в направлении его ограниченного смягчения в апреле текущего года**

Из-под регулирования выведено немногим более трети товарных позиций, на которые приходится около 10% потребительской корзины. Производители получили право повышать отпускные цены без согласования с органами власти, если рентабельность реализованной продукции по товару не превышает ее максимальное значение за 2021–2024 гг. Изменены механизмы учета торговых надбавок при импорте товаров. Внесенные изменения в систему ценового регулирования будут способствовать повышению гибкости ценообразования, однако их влияние на динамику инфляции будет ограниченным. Это связано с тем, что из-под контроля выведена небольшая часть потребительской корзины, а возможности производителей повышать цены по-прежнему ограничены директивно установленными торговыми надбавками. Вероятно дальнейшее осторожное смягчение регулирования в течение года.

**Шансы приближения инфляции к верхней границе прогнозного диапазона 6–8% г/г или несколько выше по итогам текущего года возросли из-за ослабления позиции Нацбанка**

Денежно-кредитные условия сформируются более мягкими в сравнении с предыдущим прогнозом в связи с новым приоритетом Нацбанка – наращивание кредитования инвестиционных проектов за счет рационирования объемов кредита и ограничения процентных ставок по долгосрочным кредитам фирмам. В результате избыточный спрос в экономике ожидается выше в текущем году в сравнении с предыдущим прогнозом, что будет выражаться в движении годовой инфляции в сторону верхней границы прогнозного диапазона 6–8% г/г со значимой вероятностью ее превышения.