

## Экспресс-анализ

### Экономическая активность и инфляция

Июнь 2025 г.

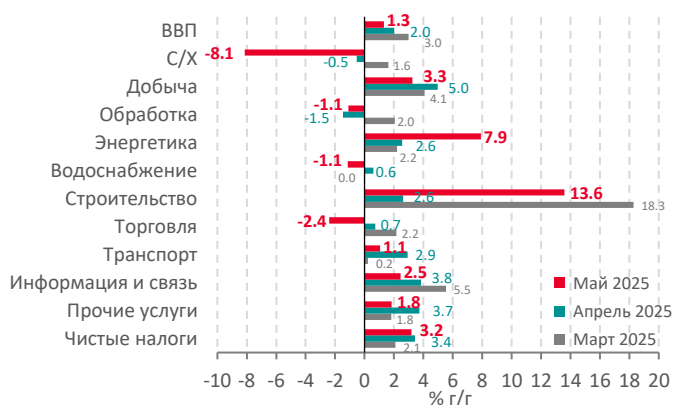
## Экономическая активность в Беларуси оставалась вблизи исторического пика в мае 2025 года, заметно превосходя свой сбалансированный уровень

За пять месяцев 2025 г. ВВП вырос на 2,5% г/г, а отдельно в мае – на ≈1,3% г/г (рис 1.а). Объем ВВП (с устранением сезонности) остался вблизи уровня апреля 2025 г. (рис 1.б). Сильный потребительский спрос и повышение инвестиционной активности поддерживали выпуск. Ослабление экспорта и высокая импортоемкость внутреннего спроса ограничивали рост ВВП. На трудности с продажами белорусской продукции на внешних рынках указывают сокращение оптовой торговли и увеличение складских запасов в промышленности. Их уровень относительно объема производства достиг максимумов пандемийного 2020 г. (рис 3.б).

Несмотря на замедление динамики выпуска в весенние месяцы, его объем вышел на новый пик – масштаб перегрева экономики оставался значительным. Избыточный спрос проявлялся в усилении инфляционного давления и поддержании существенного для Беларуси дефицита внешней торговли товарами и услугами. Неограничительные денежно-кредитные условия и значительный объем бюджетных расходов продолжали стимулировать внутренний спрос, в то время как темпы расширения выпуска ограничивались недостатком работников и производственных мощностей. В летние месяцы накопленный с начала года прирост ВВП будет находиться вблизи 2–2,5% г/г.

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.

Экспресс-анализ представляет оперативный анализ состояния важнейших макроэкономических индикаторов Беларуси.

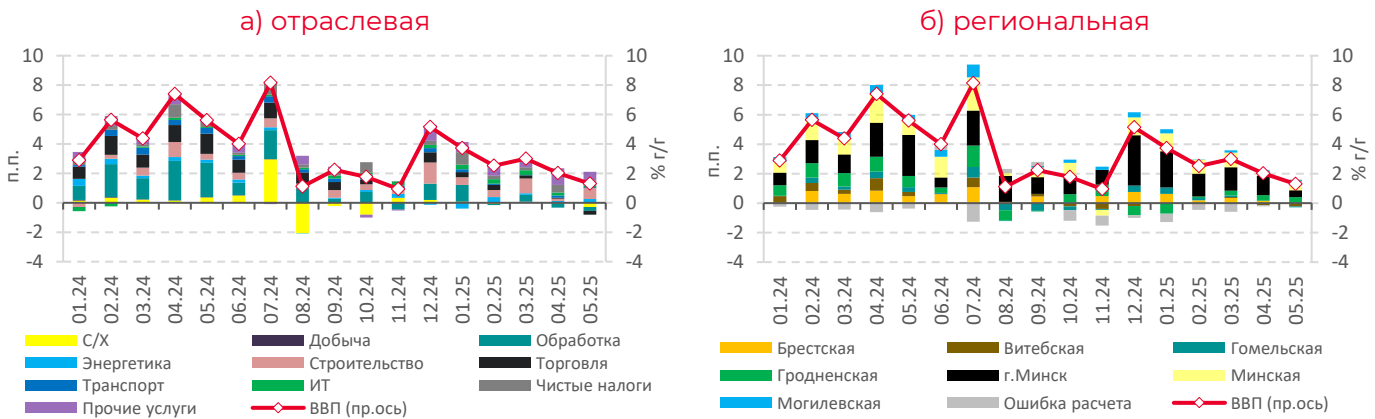
Авторы настоящего материала не могут быть ответственными за использование информации, содержащейся в данном бюллетене. Несмотря на всю тщательность подготовки материала его авторы не дают каких-либо гарантий и не принимают на себя какой-либо ответственности и обязательств в отношении точности, полноты и надежности информации, содержащейся в настоящем материале. Авторы настоящего материала не несут ответственности за потери и/или убытки любого рода, связанные с использованием информации, представленной в бюллетене.

**Добавленная стоимость промышленности показала околонулевой рост в мае 2025 г. к маю 2024 г.: сокращение в обрабатывающих отраслях на ≈1,1% г/г было компенсировано увеличением в энергетике на ≈7,9% г/г (рис 1.а)**

Объем промышленного производства (с устранением сезонности) вырос на ≈1,4% в мае к апрелю 2025 г. (рис 3.а). Это стало следствием увеличения генерации энергии в условиях сложившегося в мае 2025 г. пониженного температурного режима. **Скорректированный на сезонность выпуск обрабатывающих отраслей не демонстрировал роста в мае 2025 г.** Региональная динамика указывает на поддержание высокого объема производства продуктов питания, в том числе стимулируемого ослаблением белорусского рубля к российскому, а также калийных удобрений. Выпуск продукции машиностроения, вероятно, ослаб из-за замедления роста спроса в России, а переработка нефти сохранялась пониженной относительно уровня первой половины 2024 г.

В целом **промышленность с лета 2024 г. двигалась в рамках боковой траектории (рис 3.а).** Динамика выпуска характеризовалась волатильностью, но устойчиво превзойти достигнутый к середине прошлого года рекордный объем производства пока не удалось. При этом из-за ослабления спроса на белорусскую продукцию на российском рынке даже поддержание текущего уровня выпуска сопровождалось наращиванием складских запасов. Их объем в мае 2025 г. добрался до пиков пандемийного 2020 г. (рис 3.б). В среде нехватки работников и отсутствия пространства для дополнительной загрузки мощностей обеспечение роста промышленности более чем на 2–2,5% в год требует мощного повышения производительности труда. Добиться этого за счет мягких условий кредитования невозможно на постоянной основе. В летние месяцы накопленный с начала года прирост промышленного производства будет находиться вблизи 1% г/г.

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.

**Добавленная стоимость сельского хозяйства снизилась на ≈8,1% г/г в мае 2025 г., что отняло ≈0,3 п.п. у годового прироста ВВП (рис 2.а)**

Резкое сокращение сельхозпроизводства связано с негативным влиянием климатических условий мая текущего года на отрасль растениеводства. Так, на 1 июня 2025 г. в сельхозорганизациях заготовлено на ≈68% меньше кормов, чем на 1 июня 2024 г., и почти на 40% меньше, чем на 1 июня 2023 г. В июне объем выпуска в секторе, вероятно, останется заметно ниже уровня прошлого года из-за ранней уборки зерновых в 2024 г. В последующие месяцы отставание может начать сокращаться, однако неопределенность размера урожая остается высокой из-за нестабильных погодных условий.

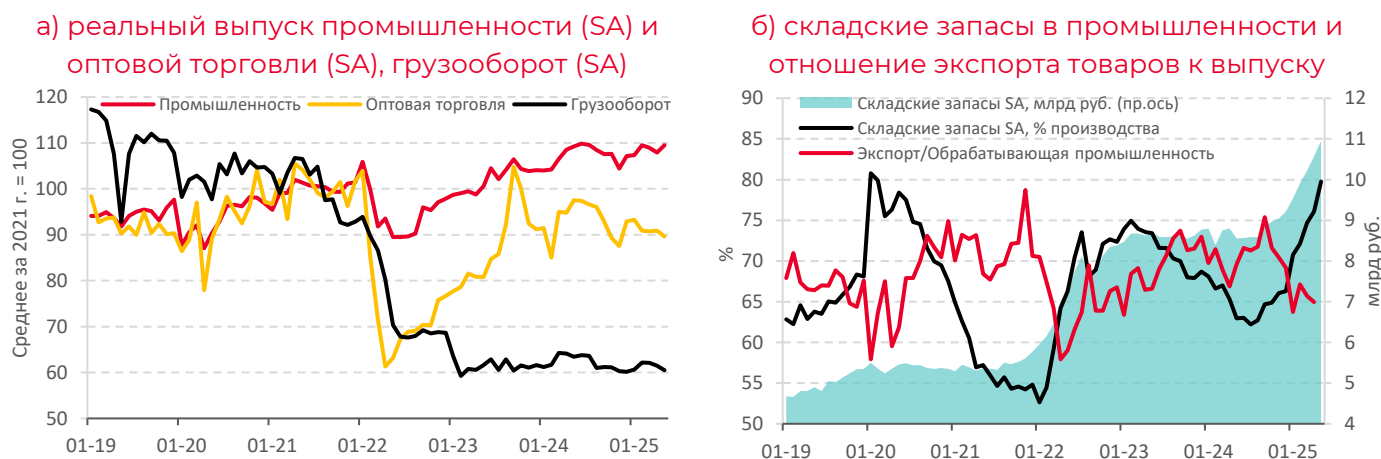
## Оптовая торговля и грузовые перевозки сократились в мае 2025 г.

Оптовый товарооборот уменьшился на  $\approx 1,4\%$  к апрелю 2025 г. (с устранением сезонности), а по отношению к маю 2024 г. сократился на  $9,4\%$  г/г (рис 3.а). Значительное отставание от прошлогодних объемов указывает на слабость нефтепереработки и сдержанные физические объемы экспорта товаров в Россию. Грузооборот в мае снизился на  $\approx 1,6\%$  к апрелю 2025 г. (с устранением сезонности) и оставался вблизи минимумов последних лет (рис 3.а). Вместе с тем благодаря росту пассажирских перевозок добавленная стоимость транспортного сектора в целом приросла на  $\approx 1,1\%$  г/г в мае 2025 г. (рис 1.а).

## Прирост добавленной стоимости информации и связи замедлился с $\approx 3,8\%$ г/г в апреле до $\approx 2,5\%$ г/г в мае 2025 г. (рис 1.а)

Вклад сектора в годовой прирост ВВП уменьшился до  $\approx 0,1$  п.п. в мае 2025 г. Сдержанный восстановительный рост в IT-сфере несколько застопорился в II 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 сохранился повышенным в мае

Розничный товарооборот оставался вблизи высокого уровня апреля 2025 г. (с устранением сезонности). В целом в первой половине текущего года потребление товаров колеблется вблизи достигнутого в конце 2024 г. пика (рис 4.а). Динамика спроса на товары ослабла в условиях замедления кредитования физически лиц, но его уровень оставался высоким – более чем на  $23\%$  выше среднего значения 2021 г. в реальном выражении (рис 4.а). Чистая продажа валюты населением, неускорение притока срочных рублевых вкладов и повышенная инфляция в сегменте нерегулируемых услуг на фоне заметного роста зарплат может указывать на увеличение потребления услуг. В результате потребительский спрос оставался избыточным относительно производственного потенциала, что стимулировало наращивание импорта и ускорение роста цен на внутреннем рынке.

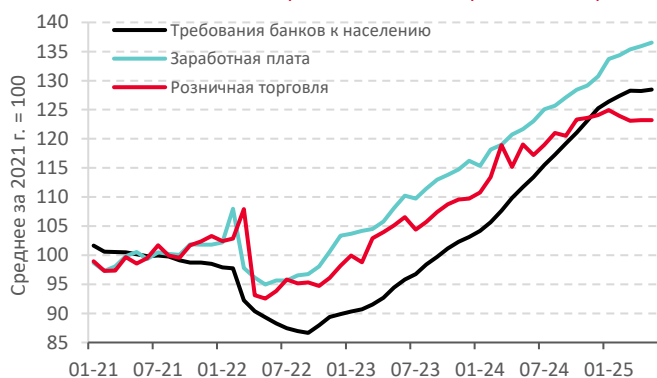
## Инвестиции в мае продолжали расти как в части строительных работ, так и закупок машин и оборудования (рис 4.б)

Высокие бюджетные расходы и смягчение ценовых условий кредитования в среде понижения реальных ставок поддерживали инвестиционную активность. Вместе с тем эффективность инвестиций остается под вопросом: их высокий рост в 2024 г. и в первые пять месяцев 2025 г. сопровождался гораздо меньшей отдачей в виде роста ВВП.

Вероятно, что в среде возросшей конкуренции на белорусском и российском рынках текущий уровень капиталовложений, который относительно ВВП примерно равен показателю 2019 г., позволит поддерживать сложившийся высокий объем выпуска (при условии отсутствия сильных шоков). Однако для обеспечения роста экономики более чем на 2% в год в условиях дефицита рабочей силы требуется дальнейшая интенсификация инвестиционной активности и увеличение производительности труда на этой основе. При этом увеличение результативности инвестиций требует не мягких условий кредитования, а институциональных преобразований. В среде повышения инфляции текущие ставки по долгосрочным рублевым кредитам фирмам в районе 11–12% не являются ограничителем для роста инвестиций в эффективные бизнес-проекты.

Рис 4. Динамика розничной торговли и инвестиций

а) розница, зарплата и кредит (с устранением сезонности, в реальном выражении)



б) инвестиции (с устранением сезонности, в реальном выражении)



**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.

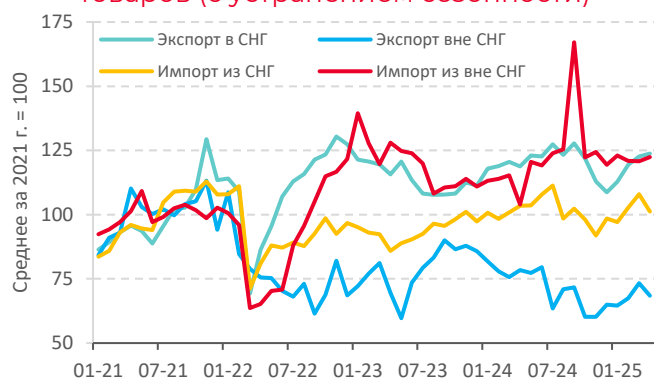
### Дефицит внешней торговли товарами сократился в апреле 2025 г.

Отрицательное торговое сальдо (при устранении сезонности; на основе данных Белстата) уменьшилось в сравнении с мартом на  $\approx \$80$  млн – до  $\approx \$420$  млн ( $\approx 5,9\%$  ВВП) в апреле 2025 г. (рис 5.б). Стоимостной объем импорта товаров сократился более существенно в сравнении с экспортом – на  $\approx \$120$  и  $\approx \$40$  млн соответственно (с устранением сезонности). Поставки продукции из СНГ уменьшились на  $\approx \$140$  млн в апреле в сравнении с мартом (рис 5.а), что, вероятно, обусловлено снижением цен и объемов импортируемой из России нефти. Поставки товаров из стран вне СНГ несколько выросли в апреле в среде избыточного внутреннего спроса в Беларуси. Так, в сравнении с апрелем прошлого года заметно прибавили стоимостные объемы и потребительского (на  $\approx 35\%$  г/г), и инвестиционного (на  $\approx 11\%$  г/г) импорта.

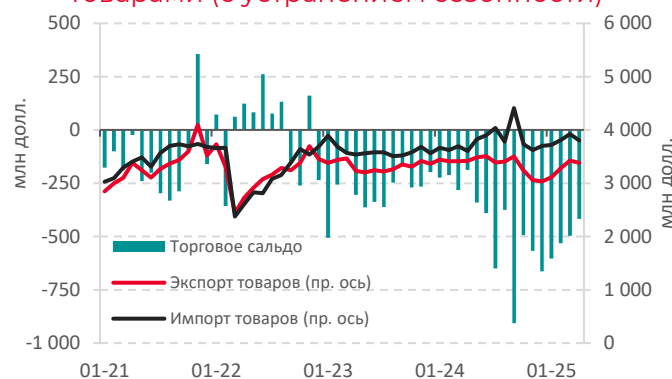
Экспорт товаров в страны вне СНГ, который во многом определяется поставками произведенных из российского сырья нефтепродуктов, также уменьшился, но в меньшей степени в сравнении с импортом из СНГ – на  $\approx \$65$  млн в апреле к марту (рис 5.а). Возможно, что рост поставок калия частично компенсировал просадку экспорта нефтепродуктов. Долларовый объем экспорта товаров в СНГ незначительно вырос в апреле, что, вероятно, отражает эффект переоценки из-за укрепления российского рубля к доллару.

Рис 5. Динамика показателей внешней торговли

а) стоимостные объемы экспорта и импорта товаров (с устранением сезонности)



б) стоимостные объемы внешней торговли товарами (с устранением сезонности)



**Примечание:** с выходом новых данных динамика уточняется.

**Дефицит внешней торговли товарами и услугами, несмотря на сокращение в последние месяцы, оставался заметно больше околонулевой «нормы» и имеет высокие шансы закрепиться в районе 2% ВВП при сохранении стимулирующей экономической политики и замедлении российской экономики**

Дисбаланс во внешнеторговой позиции несет риски перехода сальдо валютного рынка к умеренному чистому спросу на иностранную валюту. В апреле-мае этот фактор временно нивелировался повышенными объемами продажи валютной выручки организациями, вероятно, на фоне ослабления белорусского рубля к российскому. Более устойчивым компенсаторным механизмом выступает чистое предложение валюты населением. Если российский рубль в дальнейшем не будет укрепляться к доллару, то вероятно постепенное уменьшение чистого предложения валюты и переход к умеренному чистому спросу на нее, которому соответствует ослабление белорусского рубля к корзине валют на 4–6% за год. Исторически максимальный объем золотовалютных резервов позволяет рассчитывать на сглаживание возможных колебаний на валютном рынке, если реализуются экстраординарные негативные шоки.

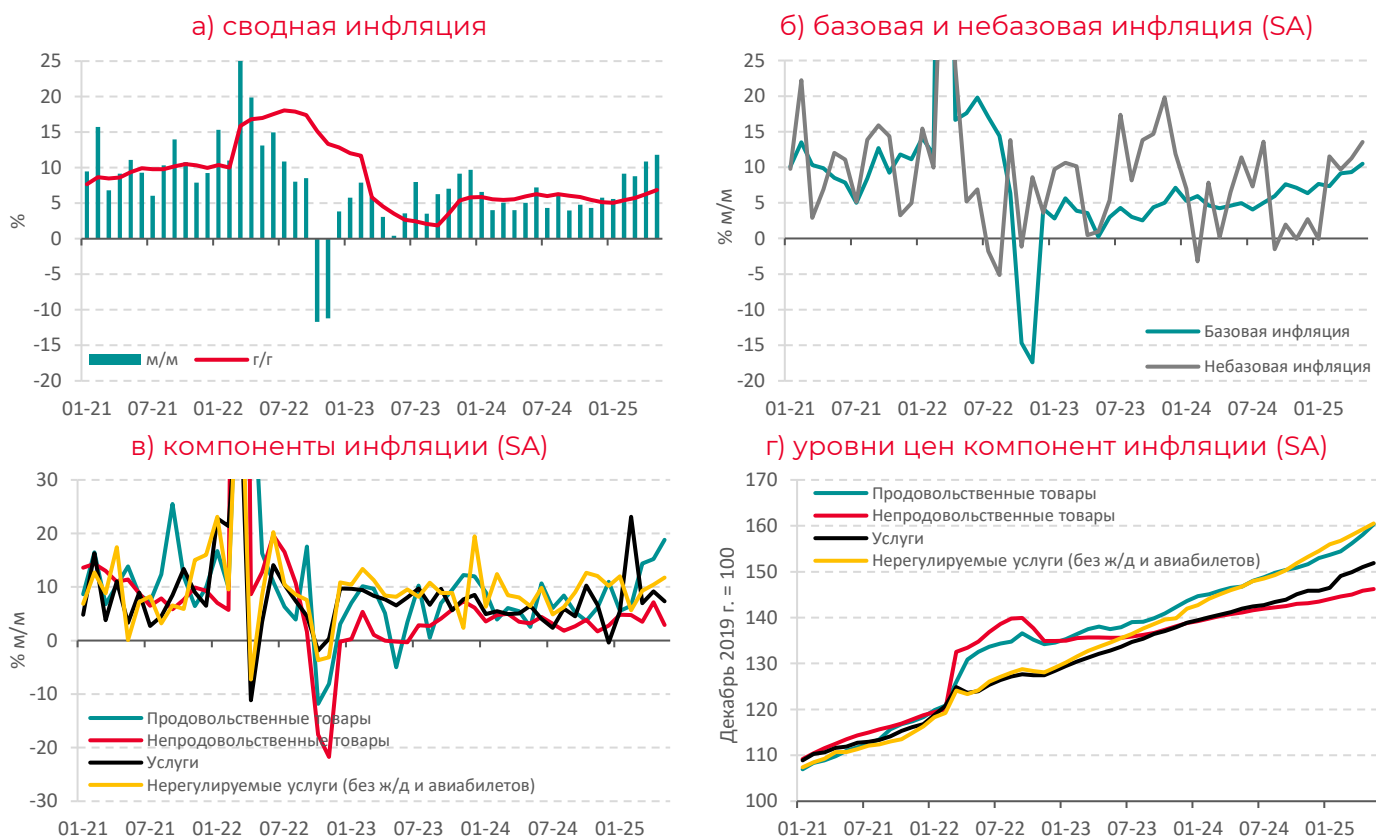
**Инфляция в мае продолжила повышаться: годовой показатель поднялся с 6,5% г/г в апреле до 7,1% г/г в мае, а аннуализированный месячный прирост цен составил  $\approx 11\text{--}12\%$  м/м (с устранением сезонности; далее – м/м; рис 6.а)**

**Базовая инфляция впервые с августа 2022 г. стала двузначной –  $\approx 10,5\%$  м/м в мае 2025 г. (рис 6.б).** Мощный рост на  $\approx 18,8\%$  м/м в мае показали продукты питания (рис 6.в). Частично ускорение инфляции в продовольственном сегменте объясняется значительным удорожанием плодоовощной продукции, которая не входит в состав базового индекса потребительских цен. Однако высокими темпами дорожали и другие продукты питания, в том числе мясо и мясопродукты, рыба и морепродукты, молоко, молочная продукция и сыры, масло, крупы, кондитерские изделия, кофе, общественное питание. Повышенный внутренний спрос, ослабление белорусского рубля к российскому на фоне высокого роста цен на продовольствие в России являются проинфляционными факторами.

**Инфляция в нерегулируемых услугах оценивается в размере почти 12% м/м в мае 2025 г. (без учета волатильных международных ж/д и авиаперевозок; рис 6.в).** Избыточный спрос в экономике Беларуси и сильно возросшие издержки на оплату труда продолжали толкать вверх цены на рыночные услуги. В свою очередь, инфляция в непродовольственных товарах оставалась низкой – около 3% м/м в мае. В этом сегменте по-прежнему действенен ценовой контроль.

Кроме того, укрепление белорусского рубля к доллару и юаню могло сдерживать рост цен на импортные непродовольственные товары. Накопленный разрыв в уровнях цен на нерегулируемые услуги и непродовольственные товары достиг почти 10% в мае (рис 6.г).

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.

**Небазовая инфляция поднялась до  $\approx 13,6\%$  м/м в мае 2025 г. (рис 6.б)**

Повышение небазовой инфляции связано с ускорением роста цен на плодоовощную продукцию, который оценивается выше 50% м/м в мае 2025 г. В отдельных позициях имеется дисбаланс спроса и предложения, в связи с чем ценовое давление может сохраняться до поступления нового урожая (при условии его достаточности). Регулируемые правительством цены увеличились примерно на 8% м/м в мае.

**В летние месяцы годовой прирост потребительских цен будет находиться в диапазоне 7–8% г/г. Инфляция движется в рамках траектории выхода к верхней границе базового прогноза 7–9% г/г на конец 2025 г.**

Вероятно, инфляция начинает тестировать предельные уровни, которые власти готовы допустить для краткосрочного стимулирования роста ВВП посредством мягкой экономической политики. Так, ценовое регулирование в части мясо-молочной и кондитерской продукции вновь ужесточено с 20 июня, а Нацбанк 23 июня принял решение повысить ставку рефинансирования на 0,25 п.п. – до 9,75%. Повышение ставки произошло несмотря на недавние заявления главы Нацбанка о приемлемости текущего отклонения инфляции от цели в 5% и его первого заместителя об ожидаемом снижении ставок по краткосрочным вкладам и их приемлемом уровне по долгосрочным депозитам.

**Направленность решения Нацбанка – повышение ставки рефинансирования – соответствует сложившейся ситуации в экономике**, характеризующейся ее перегревом и высоким инфляционным давлением. Однако это решение запоздало, а по масштабу носит скорее «символический» характер – из-за большего ускорения инфляции ставка снизилась в реальном выражении. Так как Нацбанк не повысил ставку по депозитам овернайт, то при сохранении текущей практики проведения исключительно аукционов поддержки ликвидности банков (даже при значительном избытке ликвидности в банковской системе) ставка межбанковского рынка будет оставаться низкой (вблизи 4–6%), а трансмиссия увеличения ставки рефинансирования в ставки по кредитам и вкладам будет слабой.

Одновременно **Нацбанк поднял расчетные величины стандартного риска на 0,92 п.п. по кредитам населению, на 0,35 п.п. по срочным долгосрочным безотзывным вкладам физических лиц и на 0,37 п.п. по кредитам фирмам на срок до 3 лет, а по кредитам фирмам на срок свыше 3 лет – понизил на 0,17 п.п.** Разнонаправленное изменение расчетных величин стандартного риска подтверждает фокус Нацбанка на стимулировании инвестиций и его намерение «охладить» потребительский спрос. Вместе с тем возможное снижение ставок по долгосрочным кредитам фирмам при вероятном небольшом повышении (или неизменности) ставок по депозитам, потребительским займам и краткосрочным кредитам организациям может иметь дестимулирующие воздействие на банки в части увеличения предложения кредитов на срок свыше 3 лет. Так как на них приходится только порядка 5% выдач кредитов организациям, а за счет кредитных ресурсов в целом финансируется немногим более 10% капвложений, то совокупный эффект принятых решений Нацбанка на инвестиционный спрос ожидается скорее нейтральным или несколько сдерживающим. Непредсказуемая и противоречивая монетарная политика может вести к повышению уровня и инерционности инфляционных ожиданий, усложнению инвестиционного планирования и прогнозирования, что порождает риски снижения эффективности денежно-кредитного регулирования.