

Обзор инфляции
III квартал 2025 г.

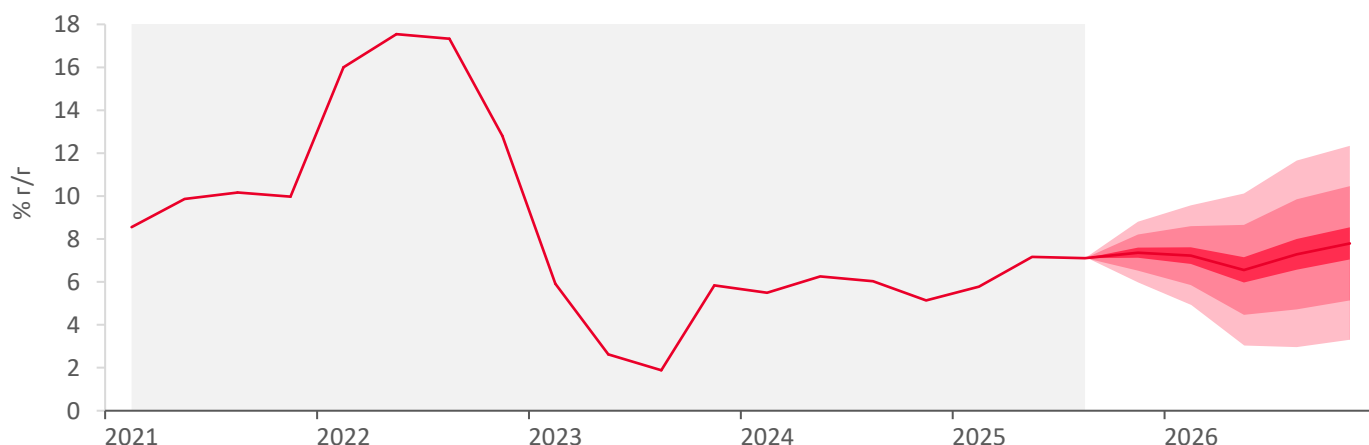
Октябрь 2025 г.

Инфляция в Беларуси существенно снизилась в III квартале 2025 года и сложится вблизи 7,5% г/г по итогам 2025 года

Годовая инфляция составила 7,1% г/г в сентябре 2025 г. (рис 1). Аннуализированный прирост цен за квартал замедлился более чем в два раза – до 5,1% кв/кв в III квартале 2025 г. (с устранением сезонности). Снижению инфляции способствовали коррекционное удешевление плодоовощной продукции, ослабление ценового давления со стороны российского рынка, переоцененность белорусского рубля и усиление ценового контроля на некоторые позиции потребительской корзины. Вместе с тем ускорение прироста цен на нерегулируемые услуги и его сохранение выше 10% кв/кв указывают на наличие проинфляционного давления перегретых внутреннего спроса и рынка труда.

Базовый прогноз инфляции на конец 2025 г. понижен до 7–8% г/г. Риски невысокого урожая не реализовались, а динамика экономической активности в Беларуси складывается ближе к нижней границе ожиданий. Тем не менее, уровень внутреннего спроса остается повышенным относительно потенциала выпуска, а инфляционный навес – значительным. В связи с этим инфляция в 2026 г. прогнозируется выше среднесрочного 5%-го ориентира Нацбанка – в диапазоне 7–8% г/г (рис 1).

Рис 1. Динамика и прогноз потребительской инфляции в Беларуси, % г/г



Источник: расчеты на базе квартальной модели прогнозирования (QPM) для Беларуси.

Примечание: на рисунке представлен сезонно сглаженный показатель. Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателя может уточняться. Диапазоны на рисунке соответствуют 15%, 50% и 75% доверительным интервалам.

Бюллетень «Обзор инфляции» представляет экспертный анализ инфляционных процессов на потребительском рынке. В бюллетене представляется динамика ценовых индексов, анализируются драйверы инфляционных процессов, оценивается характер монетарных условий и дается краткосрочный прогноз инфляции. Методологической основой для анализа является модель квартального прогнозирования (QPM) для белорусской экономики.

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.

1 Динамика инфляционных процессов

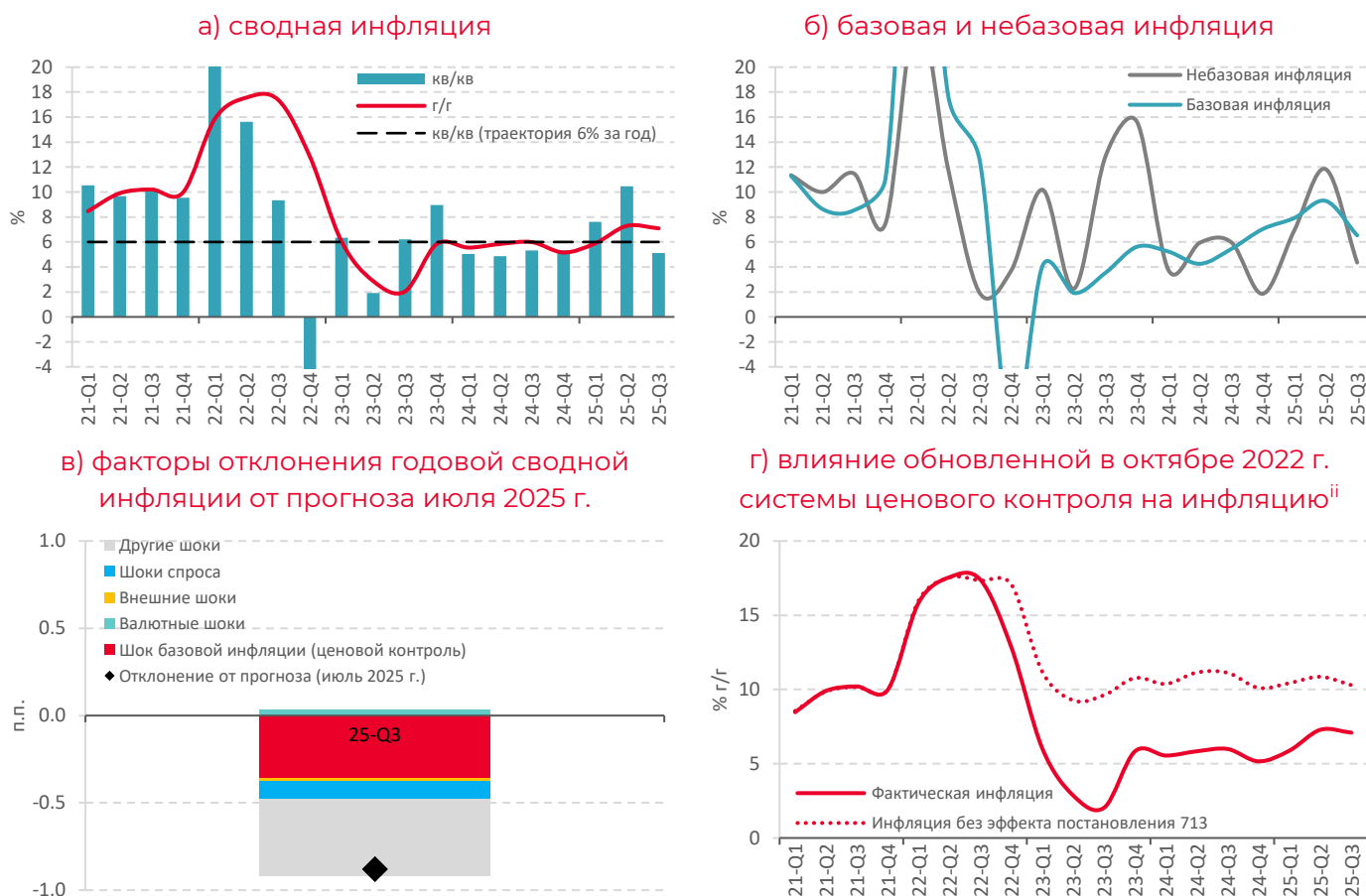
Инфляция в Беларуси замедлилась в III квартале 2025 г.

За III квартал 2025 г. потребительские цены выросли на 5,1% в аннуализированном представлении с устранением сезонности после прироста на 10,5% в II квартале 2025 г. (далее – % кв/кв; [рис 2.а](#)).ⁱ Годовая инфляция (по индексу потребительских цен; ИПЦ) снизилась с 7,3% в июне 2025 г. до 7,1% в сентябре 2025 г. (далее – % г/г; [рис 2.а](#)). Замедление роста цен связано как со снижением базовой, так и небазовой инфляции ([рис 2.б](#)).

Фактическое значение годовой инфляции в сентябре 2025 г. отклонилось на 0,9 п.п. вниз от прогноза июля 2025 г. и сложилось вблизи нижней границы его доверительного интервала

Более низкие темпы роста цен в сравнении с прогнозом в значительной степени связаны с более слабой, чем ожидалось, динамикой небазовой инфляции (отрицательный вклад других шоков на [рис 2.в](#)). Некоторое ужесточение ценового контроля с конца июня 2025 г. имело более сильное дезинфляционное влияние, чем предполагалось (отрицательный вклад шока базовой инфляции на [рис 2.в](#)). Сдержанные относительно июльского прогноза темпы роста внутреннего спроса и цен в России также обусловили отклонение фактической инфляции вниз от прогнозной траектории (отрицательный вклад внешних шоков и шоков спроса на [рис 2.в](#)).

Рис 2. Динамика потребительской инфляции



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

Примечание: здесь и далее 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.

Небазовая инфляция снизилась до 4,4% кв/кв в III квартале 2025 г. (рис 2.б)

Плодоовощная продукция подешевела на 3,9% кв/кв в III квартале 2025 г. Такая динамика носила коррекционный характер после мощного удорожания на 53% кв/кв в II квартале 2025 г. Как и ожидалось, проинфляционное влияние диспаритета цен на овощи и фрукты на российском и белорусском рынках было исчерпано в конце II квартала 2025 г. (рис 4.г). В целом достаточный урожай овощей и фруктов понижает угрозу существенного ускорения инфляции в данном сегменте. Вместе с тем сохранение сдерживающего влияния ценового регулирования на рост цен плодоовощной продукции на потребительском рынке формирует риски накопления инфляционного давления и сужения предложения в случае значительного роста цен на овощи и фрукты на российском рынке.

Административно регулируемые цены и тарифы выросли на 5,6% кв/кв в III квартале 2025 г. после повышения на 7% кв/кв в предыдущем периоде. Вероятно, правительство консервативно подходило к увеличению регулируемых цен для недопущения значимого отклонения годовой сводной инфляции от уровня 7% г/г, который, судя по заявлениям чиновников, является приемлемым для властей.

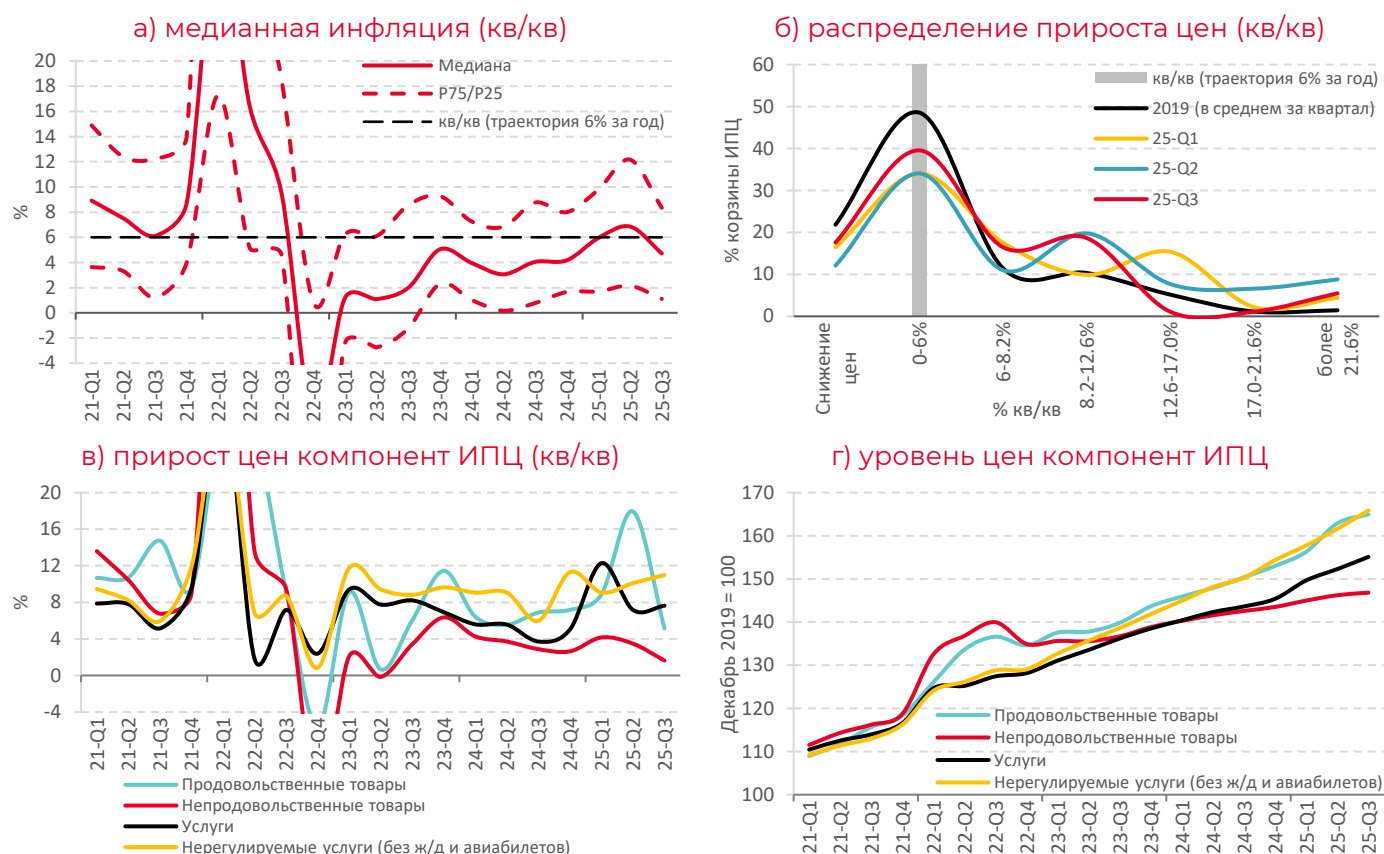
Базовая инфляция замедлилась с 9,3% кв/кв в II квартале 2025 г. до 6,5% кв/кв в III квартале 2025 г. (рис 2.б), а медианная – с 6,8 до 4,7% кв/кв соответственно (рис 3.а)

Динамика индикаторов указывает на снижение проинфляционного давления в экономике. Вместе с тем данные показатели сохранялись повышенными примерно на 2 п.п. относительно их уровней в период ценовой стабильности 2018–2019 гг., когда базовая инфляция составляла в среднем 4,2% кв/кв, а медианная – 3,8% кв/кв. Это сигнализирует о том, что ценовое давление, несмотря на ослабление в III квартале 2025 г., по-прежнему оставалось повышенным. В итоге распределение прироста цен позиций потребительской корзины сохранялось смещенным в сторону более высоких темпов (рис 3.б).

Замедление роста цен на продовольственные товары стало ключевым фактором снижения базовой инфляции в III квартале 2025 г.

Продовольствие подорожало на 5,2% кв/кв в III квартале 2025 г., что в три с половиной раза меньше темпа предыдущего квартала (рис 3.в). Продукты питания без учета овощей и фруктов, алкоголя и табачных изделий (которые не входят в базовый ИПЦ) выросли в цене примерно на 5,1% кв/кв в III квартале 2025 г. Существенное замедление продовольственной инфляции стало следствием значительного ослабления прироста цен на молоко и молочные продукты (рис 4.а). Вероятно, основным фактором такой динамики стало ужесточение ценового регулирования на эти товарные позиции в конце июня 2025 г. Кроме того, замедление роста цен производителей продукции животноводства до 2% кв/кв сигнализирует об ослаблении давления со стороны издержек. При этом разрыв в ценах на молочную продукцию в России и Беларуси оставался повышенным относительно средних значений предыдущих лет, что указывает на сохранение проинфляционных рисков (рис 4.г). Большинство других продуктов питания, в том числе мясо, рыба, сладости, кофе и чай, крупы и макароны продолжали дорожать повышенными темпами – медианная инфляция на продукты питания оценивается вблизи 7% кв/кв в III квартале 2025 г. (рис 4.а).

Рис 3. Динамика медианной инфляции и цен компонент ИПЦ (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на основе данных Белстата.

Примечание: кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности. Медианная инфляция и распределение прироста цен рассчитаны по данным укрупненных товарных позиций корзины ИПЦ. P75 и P25 – 75-ый и 25-ый перцентиль соответственно (цены на 25% товаров растут быстрее значения инфляции для 75-го перцентиля, а на 25% товаров – медленнее 25-го перцентиля).

Инфляция в сегменте непродовольственных товаров оставалась крайне низкой

Прирост цен непродовольственных товаров составил 1,6% кв/кв в III квартале 2025 г., снизившись с 3,5% кв/кв в предыдущем периоде (рис 3.в). Медианная инфляция в данном сегменте оценивается вблизи 2,4% кв/кв в III квартале 2025 г. Более высокими темпами дорожали товары, на которые ценовой контроль был ослаблен в текущем году (рис 4.б). В то же время по большинству позиций темпы роста цен оставались крайне низкими на фоне действия строгого ценового регулирования. Сдерживающее воздействие на инфляцию в сегменте непродовольственных товаров также оказывала переоцененность белорусского рубля к доллару, евро и юаню, что прежде всего отражалось в снижении стоимости электронных устройств (рис 4.б).

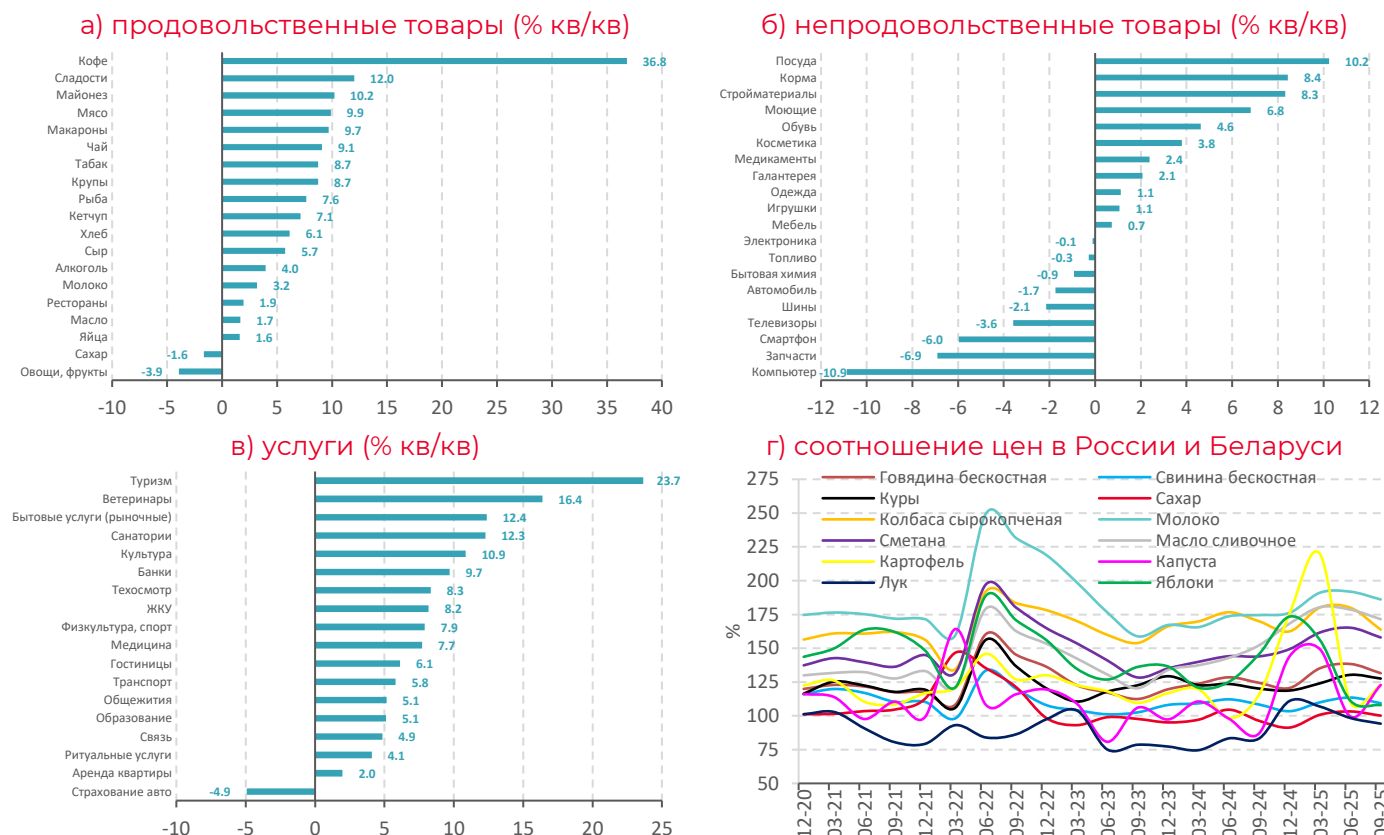
Инфляция на нерегулируемые услуги возросла до 10,5% кв/кв в III квартале 2025 г.

Нерегулируемые услуги без учета волатильных международных ж/д и авиа перевозок подорожали примерно на 11% кв/кв в III квартале 2025 г. после около 10,1% кв/кв в предыдущем периоде (рис 3.в). Наиболее тяжелая позиция рыночных бытовых услуг выросла в цене более чем на 12% кв/кв в III квартале 2025 г., а медианная инфляция в нерегулируемых услугах оценивается вблизи 8% кв/кв (рис 4.в). Устойчиво высокий рост цен в сегменте рыночных услуг свидетельствует о сохранении проинфляционного давления в белорусской экономике в среде перегрева внутреннего спроса и рынка труда.

Инфляционный навес оставался существенным в III квартале 2025 г.

Уровень цен на нерегулируемые услуги на 13% превысил уровень цен на непродовольственные товары в сентябре 2025 г. (рис 3.г). Значительный масштаб расхождения относительных цен, нехарактерный на долгосрочных временных горизонтах, указывает на серьезный потенциал ускоренного удорожания непродовольственных товаров при снятии либо смягчении ценового контроля.

Рис 4. Прирост цен на отдельные позиции потребительской корзины за III квартал 2025 г.



Источник: расчеты на основе данных Белстата, Нацбанка Беларуси, Росстата.

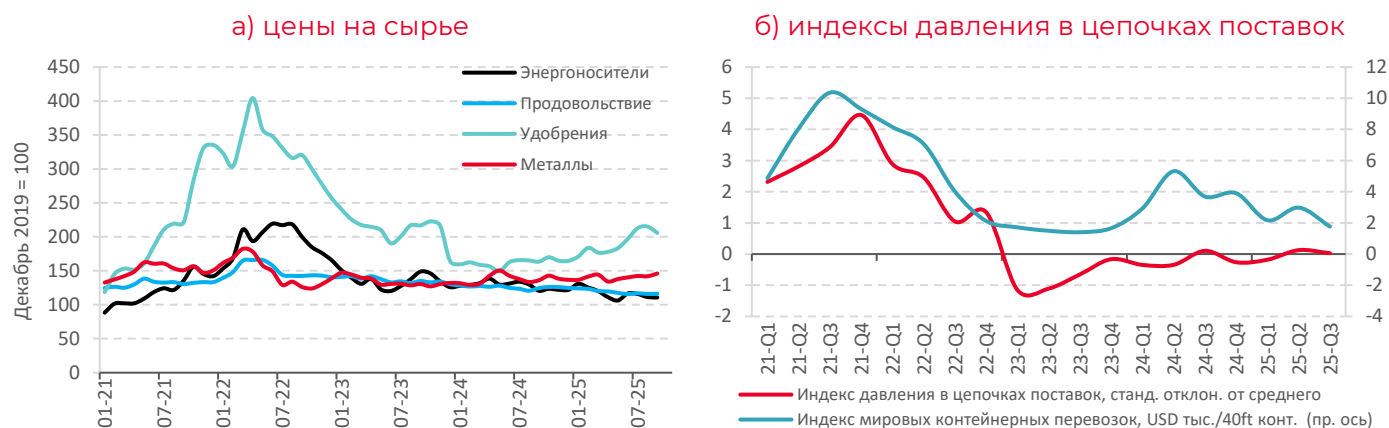
Примечание: кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности. Соотношение цен в России и Беларуси рассчитано как умноженное на 100 отношение средней цены в России, пересчитанной по среднему официальному курсу белорусского рубля к российскому, к средней цене товара в Беларуси.

2 Драйверы инфляции

Динамика цен на сырье на мировом рынке не оказывала существенного влияния на инфляцию на белорусском рынке в III квартале 2025 г.

Долларовый индекс цен на сырье Всемирного банка вырос на 0,6% в III квартале 2025 г. к II кварталу 2025 г. Стоимость энергоносителей повысилась на 1,2% за квартал (рис 5.а), а неэнергетических товаров – снизилась на 0,5% (рис 5.а). Цены на продовольствие снизились в среднем на 1,1% за квартал, в том числе на кофе – на 10%, на какао – на 14%, в то время как на пальмовое масло – выросли на 7%. С учетом укрепления белорусского рубля к доллару динамика мировых цен на сырье не формировала ни значимого инфляционного, ни дезинфляционного давления на белорусском рынке в III квартале 2025 г. Стоимость морских перевозок существенно снизилась в III квартале 2025 г., а индекс давления в глобальных цепочках поставок сохранялся в нейтральной зоне (рис 5.б).

Рис 5. Мировые цены на сырье и ценовое давление в цепочках поставок



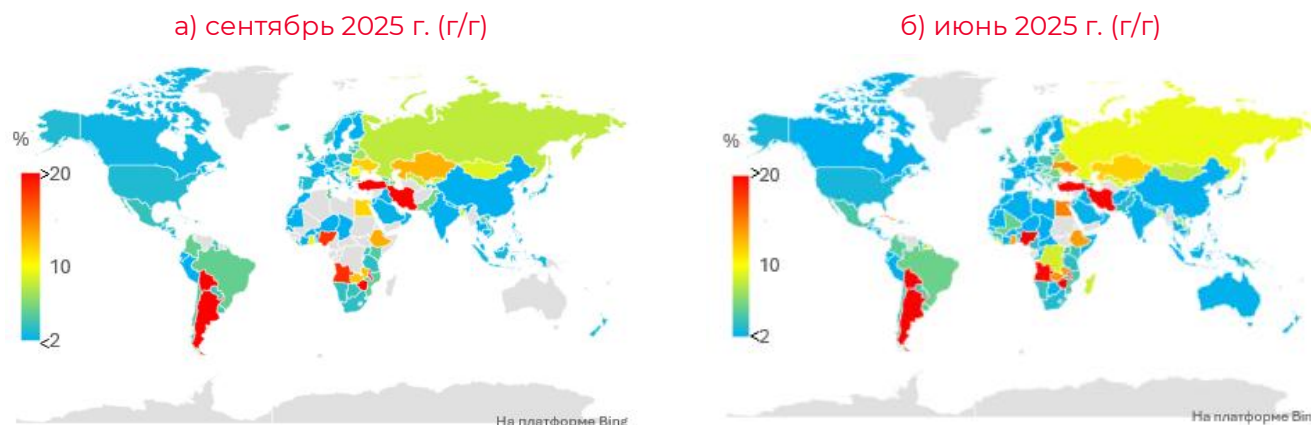
Источник: Всемирный банк, ФРБ Нью-Йорка, Drewry World Container Index and Supply Chain Advisors.

Примечание: индекс мировых контейнерных перевозок приведен на последнюю неделю месяца.

Инфляционное давление со стороны российского рынка продолжило ослабевать

Инфляция в России в III квартале 2025 г. оценивается вблизи 4,5% кв/кв (рис 7.6). Крепкий российский рубль и ослабление динамики внутреннего спроса в России продолжали способствовать замедлению инфляции. В результате со стороны российского рынка формировалось некоторое дезинфляционное влияние на рост цен в Беларуси в III квартале 2025 г. Тем не менее, риски удорожания молочной продукции в Беларуси сохраняются из-за значительного расхождения в ценах на рынках двух государств (рис 4.г). В других странах – значимых торговых партнерах Беларуси инфляция оставалась сдержанной в III квартале 2025 г. (рис 6).

Рис 6. Инфляция в мире



Источник: Trading Economics, национальные статистические ведомства.

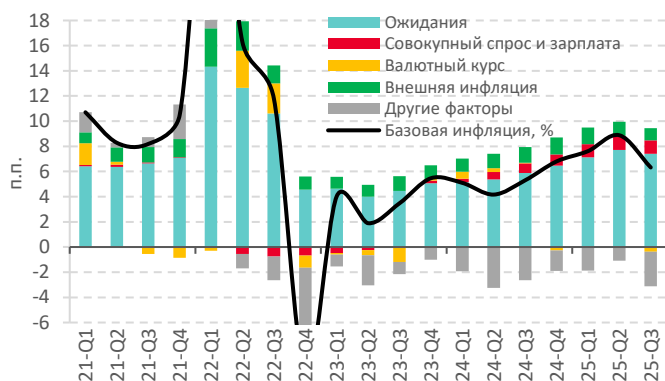
Примечание: г/г – темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу соотв. квартала пред. года.

Валютный курс имел сдержанные дезинфляционные эффекты в III квартале 2025 г.

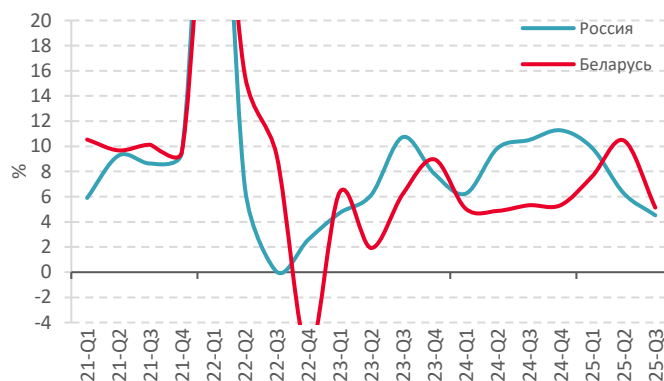
В III квартале 2025 г. белорусский рубль в номинальном выражении (измеренный через корзину валют) укрепился на 0,8% к среднему значению II квартала 2025 г. (рис 8.6). В условиях сохранения более высокой инфляции в Беларуси в сравнении с Россией (рис 7.6), национальная валюта укрепилась и в реальном выражении (рис 8.6). В результате белорусский рубль в терминах реального эффективного курса (РЭК) был переоценен в пределах 1% относительно равновесного РЭК в III квартале 2025 г. (рис 8.а). В итоге совокупное влияние валютного курса на потребительскую инфляцию в III квартале 2025 г. оценивается сдерживающим (рис 7.а).

Рис 7. Декомпозиция базовой инфляции в Беларуси и инфляция в России

а) декомпозиция базовой инфляции на основе QPM (кв/кв, логарифмированные данные)



б) инфляция в Беларуси и России (кв/кв)

**Источник:** расчеты на базе QPM, данных Белстата, Росстата.**Примечание:** вклады факторов рассчитаны с учетом инерционности; кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности.**Инфляционные ожидания населения несколько снизились в III квартале 2025 г.**

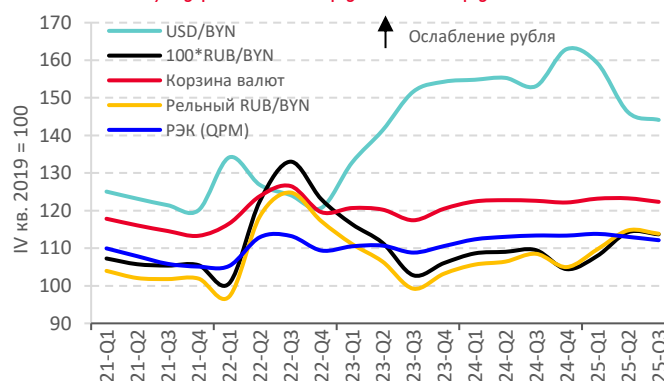
На это указывает уменьшение вклада в базовую инфляцию со стороны рациональных ожиданий, оцениваемых в рамках QPM (рис 7.а). На основе исторической взаимосвязи оценке модельных ожиданий в III квартале 2025 г. соответствует ожидаемый населением прирост цен на следующие 12 месяцев (рассчитываемый Нацбанком) около 10,4–11,1%. Это ниже 11,3% в II квартале 2025 г. и исторического среднего в 12,1%. На уменьшение ожидаемой инфляции могло повлиять замедление роста цен на продукты питания и укрепление белорусского рубля к доллару.

Рис 8. Динамика курсов белорусского рубля и отклонение РЭК от равновесного уровня

а) отклонение РЭК от равновесного уровня



б) курсы белорусского рубля

**Источник:** расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси.**Примечание:** РЭК – реальный эффективный курс белорусского рубля. В рамках QPM веса отдельных валют в РЭК составляют: российский рубль – 0,60; доллар США – 0,20; евро – 0,10; китайский юань – 0,10.**Сдерживающее влияние ценового контроля на инфляцию вновь возросло**

Восстановление строгого ценового регулирования на молочную, мясную и кондитерскую продукцию транслировалось в увеличение отрицательного вклада необъясняемых в рамках QPM факторов в базовую инфляцию (в котором учитывается влияние госрегулирования цен) в III квартале 2025 г. (рис 7.а). Ценовой контроль со стороны властей «зашумляет» данные по инфляции и затрудняет оценивание масштаба проинфляционного давления и инфляционного навеса в экономике.

Расчеты на базе QPM показывают, что состоянию совокупного спроса, рынка труда, валютного курса и инфляции за рубежом соответствовала годовая инфляция вблизи 10% г/г в III квартале 2025 г., а не сложившаяся де факто 7,1% г/г (рис 2.г). Инфляционный навес – потенциал ускоренного роста цен – оставался значительным в III квартале 2025 г.

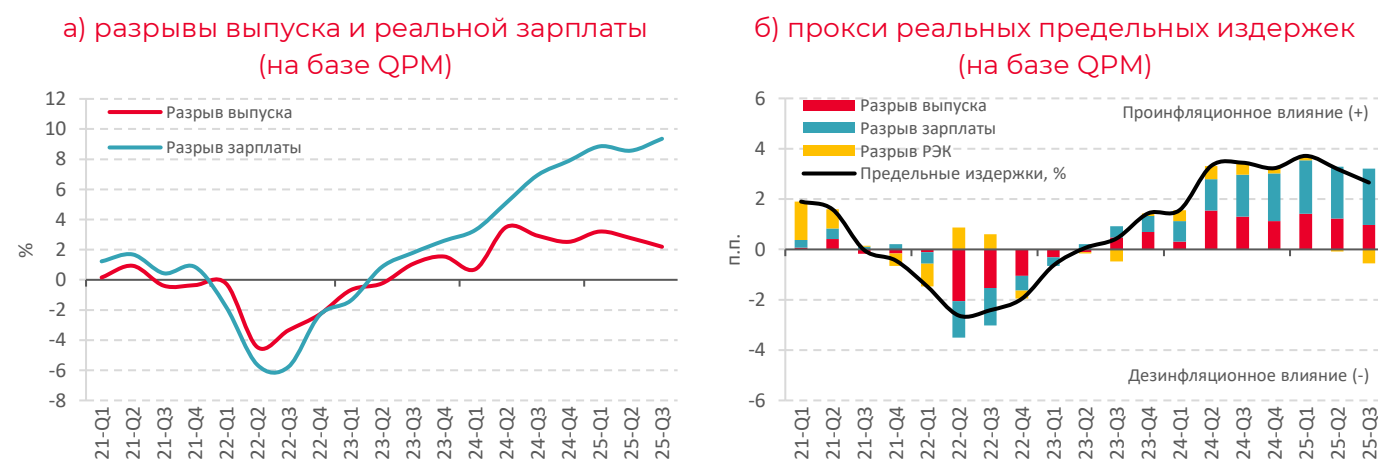
Состояние рынка труда сохранялось проинфляционным в III квартале 2025 г.

Уровень безработицы в III квартале 2025 г. снизился на 0,1 п.п. относительно предыдущего периода и достиг нового исторического минимума в 2,5% рабочей силы (с устранением сезонности). В условиях сохранявшегося дефицита работников средняя зарплата продолжала ежемесячно расти: в реальном выражении она превышала средний уровень 2021 г. почти на 40% в III квартале 2025 г. Размер реальной зарплаты существенно превосходил ее сбалансированный уровень (рис 9.а) – проинфляционное давление рынка труда оставалось сильным (рис 9.б). Вместе с тем в III квартале 2025 г. отмечены признаки возможного ослабления остроты проблемы дефицита работников. Это прежде всего снижение количества вакансий и некоторое увеличение отношения числа безработных к вакансиям. Если в оставшейся части года этот процесс получит продолжение, то рост зарплат и генерируемое им инфляционное давление начнет уменьшаться.

Совокупный спрос сохранял проинфляционное влияние в III квартале 2025 г., но масштаб перегрева экономики уменьшился

ВВП Беларуси показал околонулевую динамику в III квартале 2025 г. по отношению к II кварталу 2025 г. (с устранением сезонности). Экономика не росла два квартала подряд. Потеря импульса к росту связана с сокращением экспорта и с внутренними ресурсными ограничениями, сдерживающими потенциал расширения производства. В результате ослабления внешнего спроса разрыв выпуска сократился до $\approx 2,2\%$ в III квартале 2025 г. (рис 9.а). Такому перегреву экономики соответствует умеренное проинфляционное воздействие, масштаб которого несколько сократился в III квартале 2025 г. (рис 9.б). Тем не менее, ВВП по-прежнему превышал свой сбалансированный объем в среде высокого внутреннего спроса. Размер перегрева внутреннего спроса оставался значительным в среде неограничительной экономической политики. Его влияние сохранялось проинфляционным, но в несколько меньшем масштабе в сравнении со второй половиной 2024 г. – началом 2025 г.

Рис 9. Динамика индикаторов внутреннего инфляционного давления



Источник: расчеты на базе QPM для Беларуси.

Примечание: разрывы переоцениваются при поступлении данных. Разрыв реального эффективного курса (РЕК) скорректирован на отклонение относительных цен (отношение базового ИПЦ к сводному) от тренда.

3 Монетарные условия

Нацбанк сохранял нетрадиционные подходы к реализации монетарной политики, поддерживая ее стимулирующий характер

Активная нестерелизуемая эмиссия посредством покупки Нацбанком иностранной валюты и облигаций правительства вела к наращиванию профицита ликвидности банковской системы, поддержанию ставки межбанковского рынка на крайне низком уровне 4,3% в среднем в III квартале 2025 г. и понижению ставки по срочным вкладам на 3,3 п.п. – до 6,6% в III квартале 2025 г. Ставки по кредитам снизились только на 0,2 п.п. до 12% на фоне сохранения повышенных рисков кредитования реального сектора в условиях замедления роста российской и белорусской экономик. В результате процентные ставки в среднем сложились ниже нейтральных уровней в III квартале 2025 г. (рис 10.а).

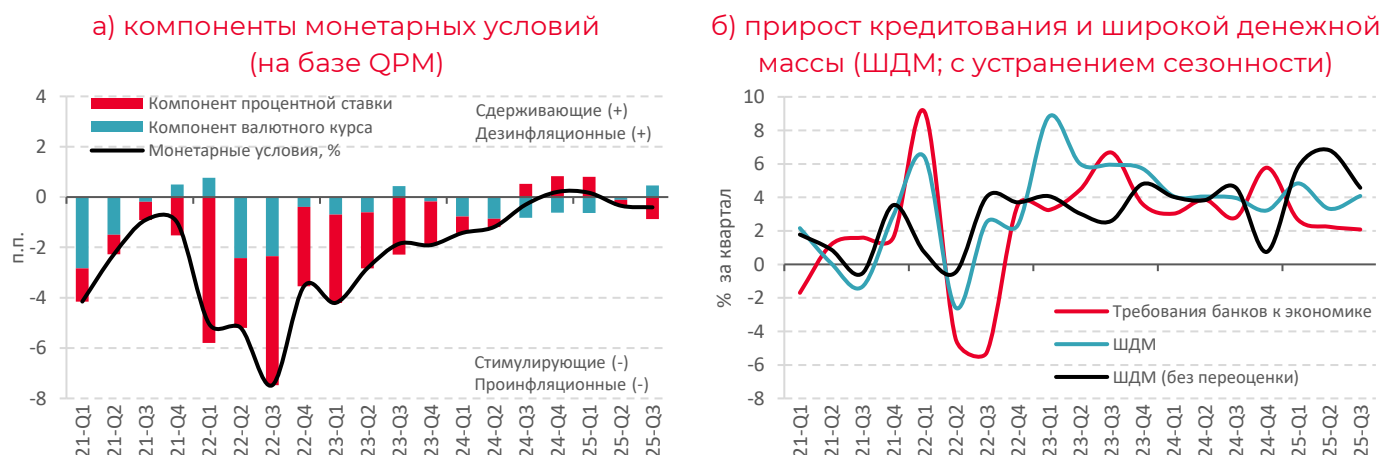
Значительное опережение ростом денежной массы роста ВВП сигнализирует о монетарном характере инфляционных процессов в белорусской экономике

Средняя широкая денежная масса в III квартале 2025 г. превосходила уровень годовой давности на 16,5% г/г при приросте реального ВВП на 0,8% г/г за этот период. Разница в темпах прироста – это, по большей части, инфляционная составляющая. Так, дефлятор ВВП, более широкий индикатор инфляционных процессов нежели ИПЦ, оценивается около 13% г/г в III квартале 2025 г. Высокие темпы расширения денежной массы в Беларуси (рис 10.б) подчеркивают неограничительный характер денежно-кредитных условий и проинфляционный характер квазيبюджетных операций (покупка Нацбанком гособлигаций на сумму почти в Br 1,2 млрд в III квартале 2025 г.).

Белорусский рубль был переоценен в пределах 1% относительно уровня равновесного реального эффективного курса в III квартале 2025 г. (рис 8.а)

Курсовой фактор имел сдерживающее влияние на инфляцию и экономическую активность в III квартале 2025 г. (рис 9.б). Укрепление белорусского рубля в III квартале 2025 г. стало следствием чистого предложения иностранной валюты на внутреннем рынке в размере ≈\$0,65 млрд. Нацбанк выкупил соответствующий объем валюты, эмитировав почти 2 млрд рублей.

Рис 10. Монетарные условия

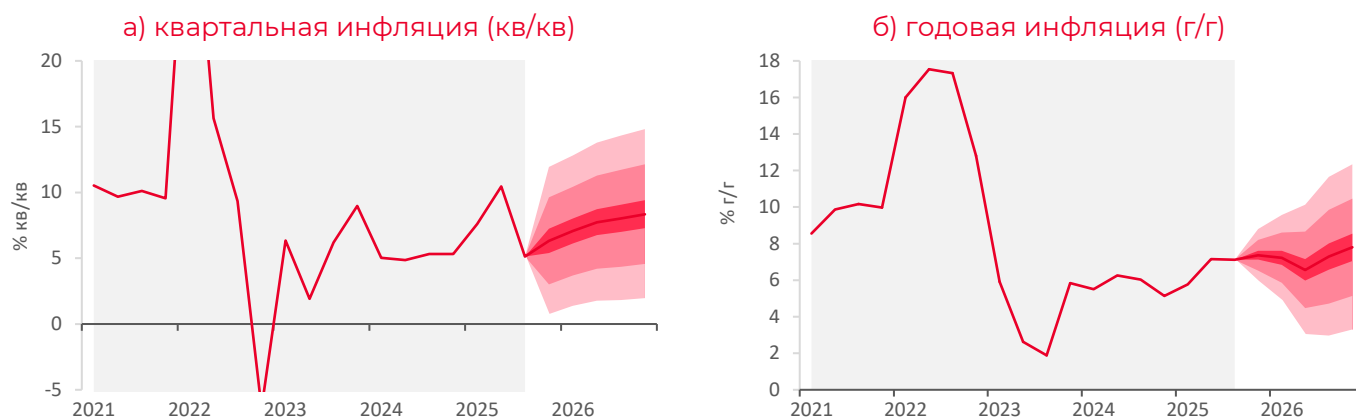


Источник: расчеты на базе QPM, данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

Примечание: динамика монетарных условий может изменяться при поступлении новых данных.

4 Краткосрочный прогноз

Рис 11. Прогноз инфляции в Беларуси



Источник: расчеты на базе QPM для Беларуси.

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. На рисунке представлены сезонно сглаженные показатели. Диапазоны на рисунке соответствуют 15%, 50% и 75% доверительным интервалам.

Инфляция сохранится в диапазоне 7–8% г/г в IV квартале 2025 г. (рис 11)

В силу инерционности инфляционных процессов как значительное ускорение, так и замедление темпов роста цен в краткосрочном периоде возможно только при существенном изменении внутренних или внешних условий, чего базовый сценарий не предполагает в IV квартале 2025 г. Белорусский рубль останется несколько переоцененным – курсовой фактор не будет формировать инфляционного давления. Внутренний спрос и рынок труда имеют предпосылки для постепенного «охлаждения» вслед за ослаблением внешнего спроса, что будет вести к некоторому уменьшению их проинфляционного давления. Квартальный рост цен в России возрастет в IV квартале 2025 г. вследствие эффектов увеличения НДС с 2026 г. В результате вклад импортируемой инфляции в квартальный рост цен в Беларуси несколько повысится в IV квартале 2025 г. Существенных изменений системы ценового регулирования не ожидается до конца года.

В 2026 г. инфляция прогнозируется в диапазоне 7–8% г/г (рис 11)

При сохранении Банком России консервативной монетарной политики и планируемом российским правительством отрицательном фискальном импульсе инфляция в России будет замедляться и ожидается вблизи 5% г/г к концу 2026 г. Если тарифное противостояние в мире не будет существенно эскалировать и глобальные цепочки поставок будут функционировать без значимых сбоев, то со стороны внешнего сектора сформируется небольшое дезинфляционное воздействие на белорусский рынок.

Проинфляционное влияние со стороны внутреннего спроса и рынка труда сохранится в будущем году, но в меньшем масштабе в сравнении с 2025 г. Экономическая политика властей не станет жесткой, так как целевой показатель прироста ВВП на 2026 г. в 2,8% превышает потенциал экономики, и с высокой вероятностью она останется толерантной к повышенной инфляции в районе 7–8%. Тем не менее, рост внутреннего спроса и зарплат будет замедляться под влиянием ослабших перспектив российской экономики – крупнейшего экономического партнера Беларуси, – что отразится в уменьшении их проинфляционных эффектов.

При ослаблении ценового контроля и ускорении роста регулируемых цен в целях поддержки финансового положения организаций, снижение вклада внутреннего спроса, рынка труда и внешней инфляции в прирост потребительских цен будет компенсировано реализацией накопленного в предыдущие периоды инфляционного навеса. Влияние валютного курса на инфляцию также ожидается повышательным в силу прогнозируемого умеренного ослабления белорусского рубля в условиях дефицита внешней торговли.

5 Риски прогноза

Внутренний спрос имеет шансы ослабнуть сильнее, чем ожидается в базовом сценарии, что будет формировать дезинфляционное воздействие

Исчерпание пространства для массивного бюджетного стимулирования в Беларуси и вероятность снижения спроса в России несут угрозу существенного ослабления внутренней экономической активности в Беларуси. Если Нацбанк продолжит придерживаться практики директивных ограничений для банков по приросту розничного кредитного портфеля, то внутренний спрос в белорусской экономике может сформироваться более слабым в сравнении с базовым прогнозом. Это создаст условия для снижения ценового давления, и инфляция будет двигаться в направлении диапазона 5–6% г/г в 2026 г. Вместе с тем существует высокая вероятность, что в случае ослабления ценового давления власти пойдут не на смягчение ценового контроля, а на более активное повышение административно регулируемых цен и тарифов. Так как инфляция вблизи 7% г/г приемлема для властей, значимых корректировок макроэкономической политики при нахождении инфляции около этого уровня не ожидается.

Непредсказуемая монетарная политика остается существенным фактором неопределенности для макроэкономического прогноза будущего года

Волонтаристский характер монетарной политики Нацбанка порождает риски значимых и неожиданных изменений ее курса. Нельзя исключать, что на фоне текущего замедления инфляции Нацбанк вновь усилит денежно-кредитные стимулы для содействия росту ВВП в 2026 г. В таком случае инфляционное давление возрастет и повысятся шансы увеличения темпов роста цен. При этом высока вероятность, что при устойчивом отдалении инфляции от 7% г/г ценовой контроль может быть вновь ужесточен.

Проинфляционные риски со стороны возможной эскалации тарифного противостояния в мире сохраняются

Реализация неблагоприятного сценария будет означать для Беларуси повышение инфляционного давления из-за удорожания потребительского и инвестиционного импорта. Среднесрочные последствия будут зависеть от развития ситуации в мировой политике и экономике, а также реакции монетарной и бюджетной политик в Беларуси.

Инфляция в России имеет шансы вернуться к цели 4% г/г в 2026 г., что снизит ценовое давление на белорусском рынке

Реализация подобного сценария вероятна в случае движения ВВП России по траектории нулевого роста в 2025–2026 гг., а также постепенного восстановления небольшого профицита на внутреннем рынке нефтепродуктов. Проинфляционный риск со стороны российского рынка исходит из сохраняющейся вероятности более сильного, чем планируется российскими властями, масштаба бюджетного стимулирования в 2026 г.

Пояснения

Квартальная модель прогнозирования (Quarterly Projection Model; QPM)

Полуструктурная макроэкономическая модель, базирующаяся на принципах нового кейнсианства и относящаяся к классу динамических стохастических моделей общего равновесия. QPM получила широкое применение для макроэкономического анализа, прогнозирования и проектирования монетарной политики в центральных банках, в том числе в [Национальном банке Республики Беларусь](#).

Индикаторы в рамках QPM

Монетарные условия

Индикатор состояния денежно-кредитных условий. Представляет собой комбинацию разрывов реального эффективного курса (с обратным знаком) и реальных процентных ставок. Положительные значения монетарных условий указывают на их сдерживающий экономическую активность характер, отрицательные – на стимулирующий.

Разрыв выпуска

Отклонение реального ВВП от своего потенциального объема. Под потенциальным ВВП понимается такой объем ВВП, который не ведет ни к дополнительному инфляционному, ни дезинфляционному давлению. Положительный разрыв выпуска указывает на избыточный спрос в экономике и является индикатором инфляционного давления. Для отрицательного разрыва выпуска справедливо обратное.

Разрыв заработной платы

Отклонение реальной заработной платы от своего равновесного уровня. Положительный разрыв указывает на превышение заработной платой уровня, соответствующего потенциальному ВВП, и является индикатором инфляционного давления. Для отрицательного разрыва справедливо обратное.

Разрыв процентной ставки

Отклонение реальной процентной ставки от своего нейтрального уровня. Положительный разрыв процентной ставки указывает на сдерживающий экономическую активность характер процентной политики, отрицательный – на стимулирующий.

Разрыв реального эффективного курса (разрыв РЭК)

Отклонение реального эффективного курса белорусского рубля от своего равновесного уровня. Положительный разрыв РЭК указывает на недооцененность белорусского рубля, а отрицательный – на переоцененность.

Реальные предельные издержки

Аппроксимация дополнительных издержек на выпуск дополнительной единицы продукции. Представляют собой комбинацию разрывов выпуска, заработной платы и РЭК. Разрывы выпуска и заработной платы аппроксимируют издержки внутренних производителей, а РЭК – импортеров. Положительные значения указывают на проинфляционное давление, отрицательные – на дезинфляционное.

Примечания

ⁱ Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей в предыдущих периодах может уточняться. Аннуализированный прирост цен рассчитан как сезонно сглаженный прирост цен за квартал, возведенный в четвертую степень (инфляция в годовом эквиваленте). Все значения квартальной инфляции в бюллетене (если не указано другое) приводятся в аннуализированном виде (годовом эквиваленте).

ⁱⁱ Для оценки влияния системы ценового регулирования (обновленной в октябре 2022 г.) на инфляцию использовалась модель квартального прогнозирования (QPM). На базе модели строилась историческая декомпозиция инфляции – динамика показателя раскладывалась на вклад шоков. Сравнивались значения фактической и синтетической годовой инфляции. В последнем случае показатель рассчитывался посредством вычитания с IV квартала 2022 г. из фактического значения инфляции вклада шока базовой инфляции, который аппроксимирует влияние ужесточения ценового регулирования. Следует отметить, что шок базовой инфляции включает не только воздействие ценового контроля, но и других факторов, напрямую неучтенных в модели. Тем не менее, масштаб шока базовой инфляции обычно небольшой (за исключением периодов сильных потрясений), в то время как в IV квартале 2022 г. идентифицирован масштабный отрицательный шок, сохранявшийся на протяжении 2023–2025 гг.