

Центр экономических исследований "БЕРОК"
BEROC Economic Research Center



Инфляция и монетарная среда

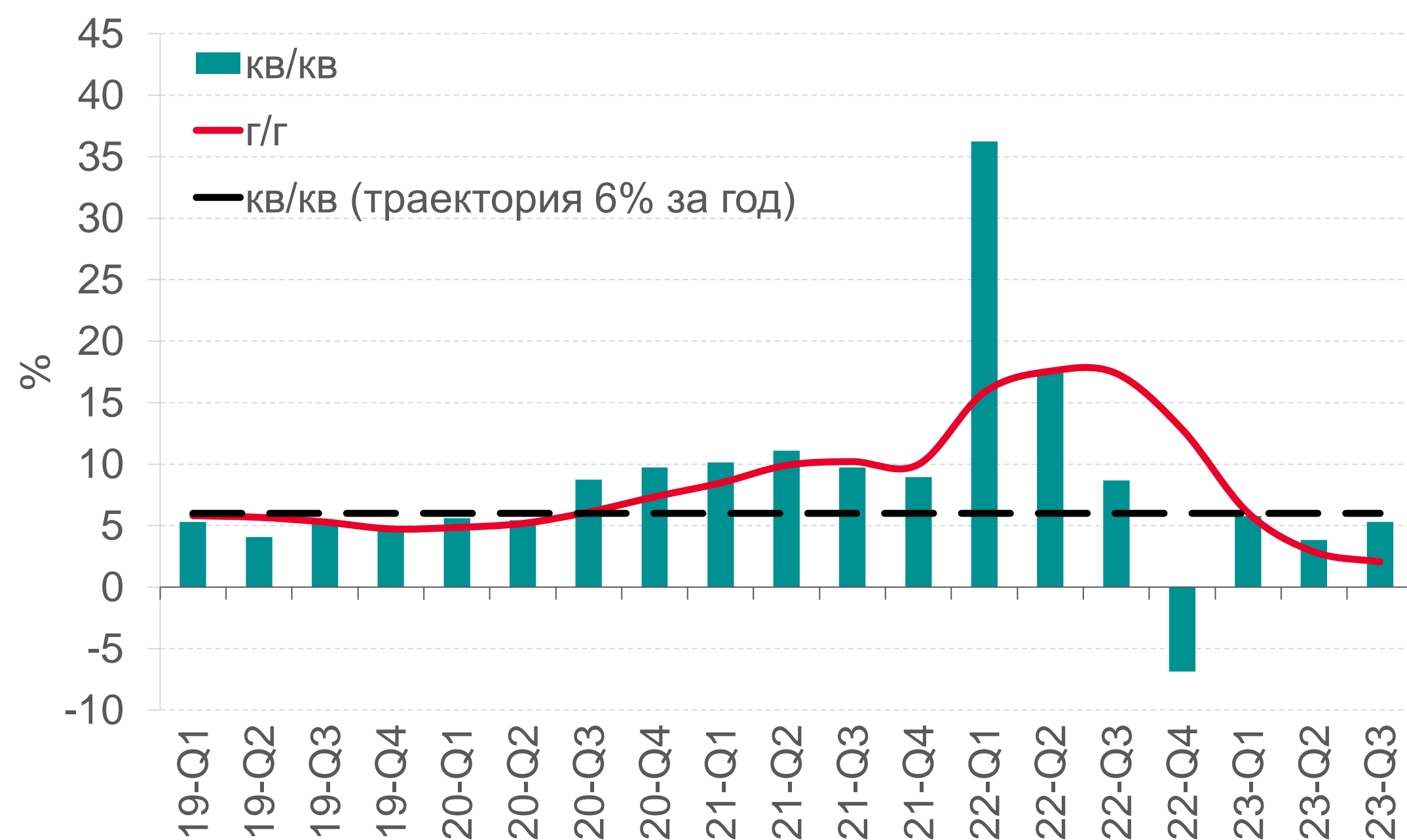
Итоги III квартала 2023 г. и краткосрочный прогноз

14 ноября 2023

- Инфляция оставалась низкой в III квартале 2023 г. в среде сохранения тотального ценового контроля со стороны правительства.
- Проинфляционное давление нарастает в условиях перегрева экономики и напряженной ситуации на рынке труда.
- Избыточно мягкая монетарная политика является про-циклической и вступает во все большие противоречия с задачей обеспечения макроэкономической стабильности.
- При сохранении мягких денежно-кредитных условий инфляция может ускориться до 8–10% в 2024 году, даже если масштаб монетарного стимулирования сократится.
- Мягкая рецессия – благоприятный сценарий для белорусской экономики. Расширение внутренних стимулов чревато кризисом в среднесрочной перспективе.

Инфляция в III квартале 2023 г. оставалась ниже траектории 6% в пересчете на год

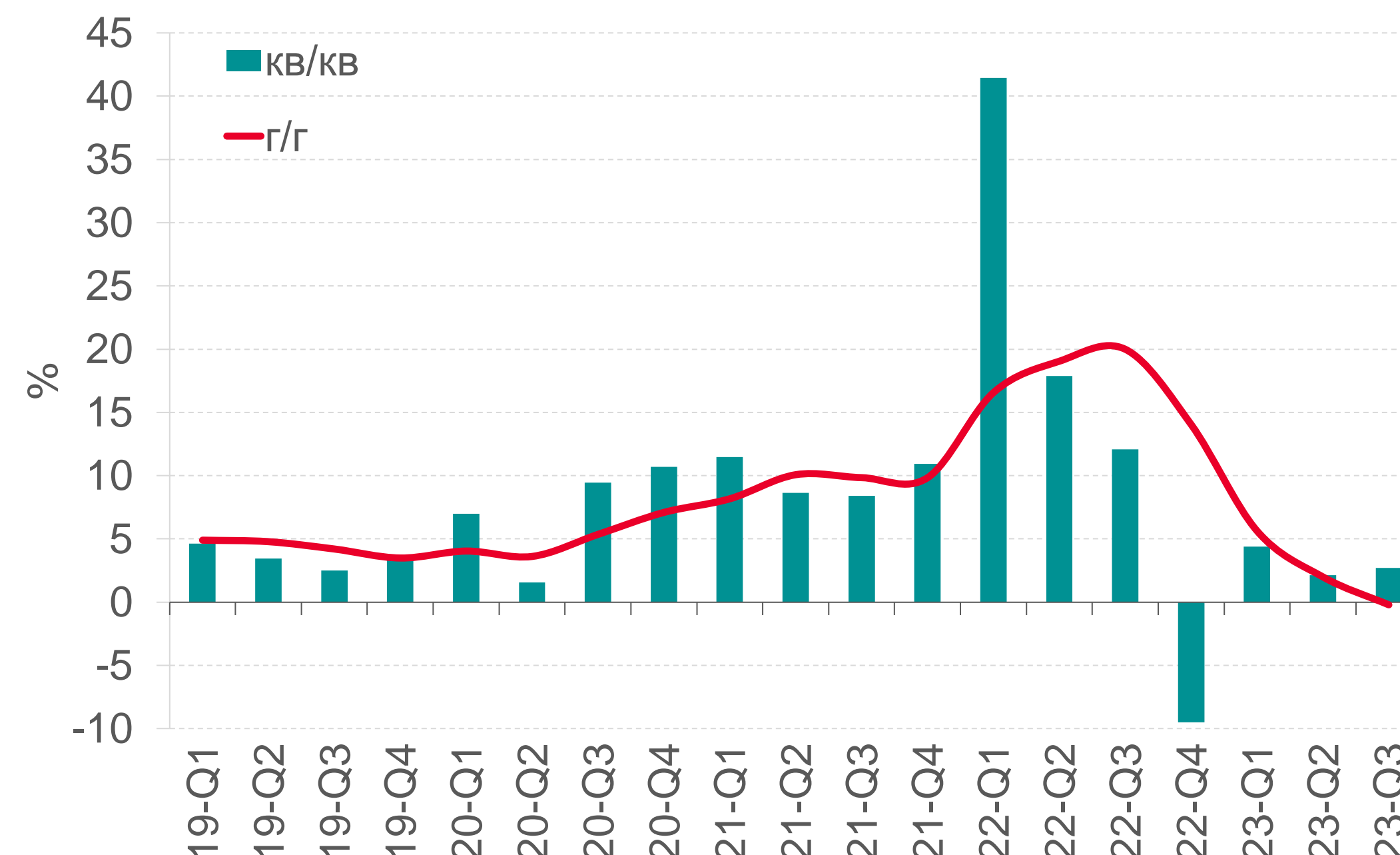
Сводная инфляция



Источник: расчеты на основе данных Белстата.

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.

Базовая инфляция

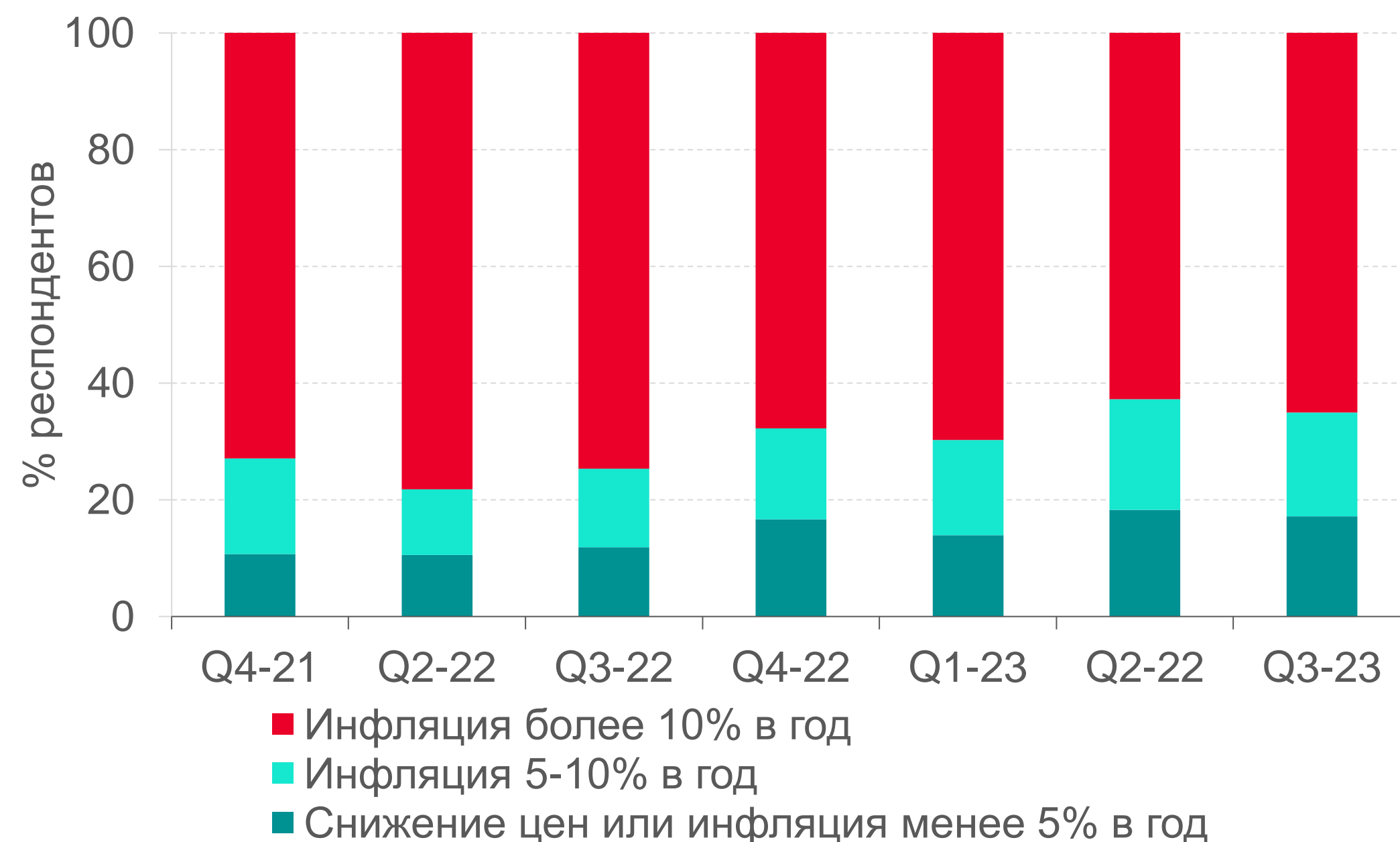


Повышение квартальной инфляции в III квартале произошло за счет регулируемых и волатильных компонент потребительской корзины.

Динамика базовой и медианной инфляции — 2,7 и 1,0% кв/кв в III квартале 2023 г. — по-прежнему искажалась строгим ценовым регулированием.

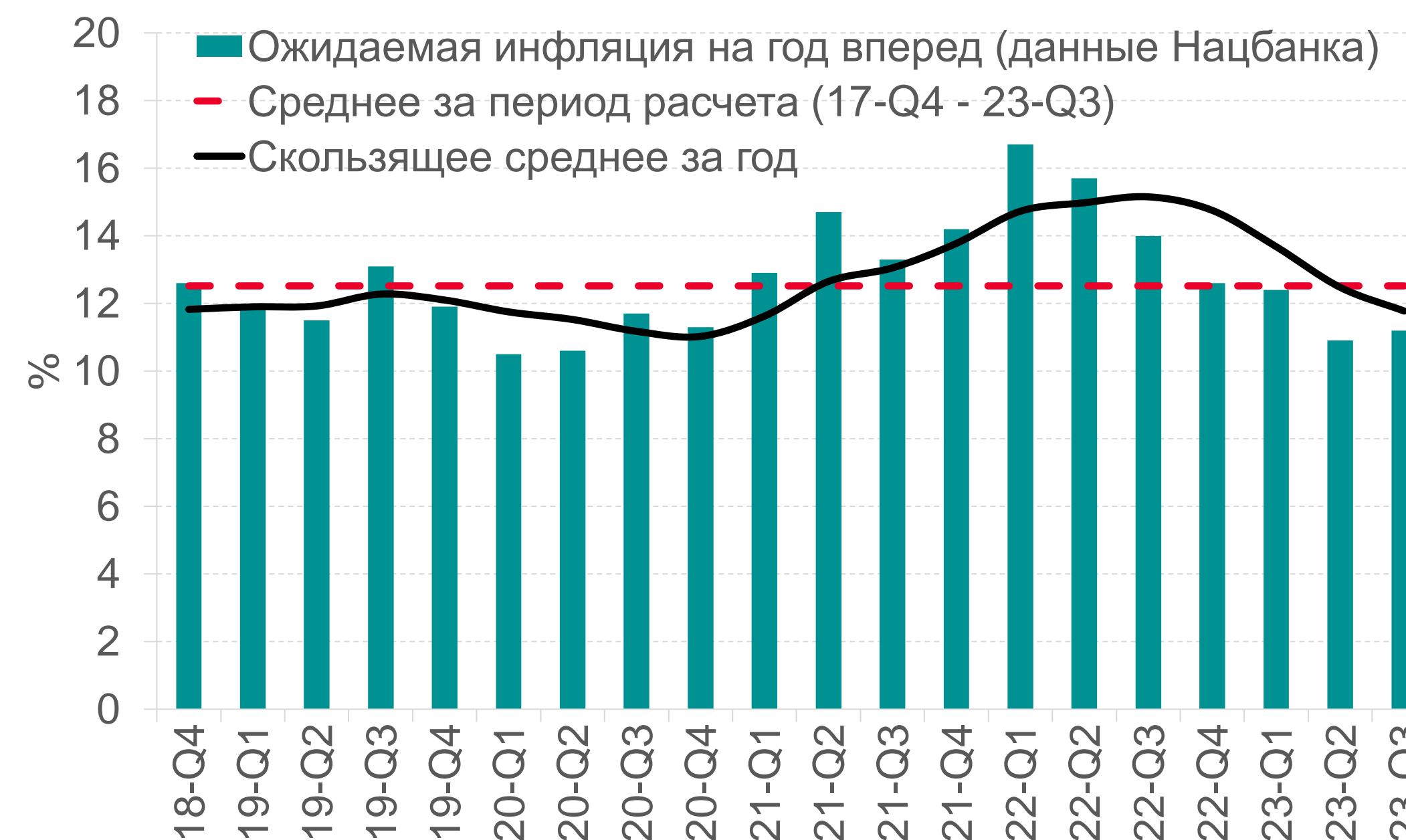
Инфляционные ожидания – ниже уровней 2021-2022 гг., но возросли риски их повышения

Ожидаемая населением инфляция на три года (опросы BEROC)



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси, опросов домохозяйств BEROC.

Ожидаемая населением инфляция на год (данные Нацбанка)

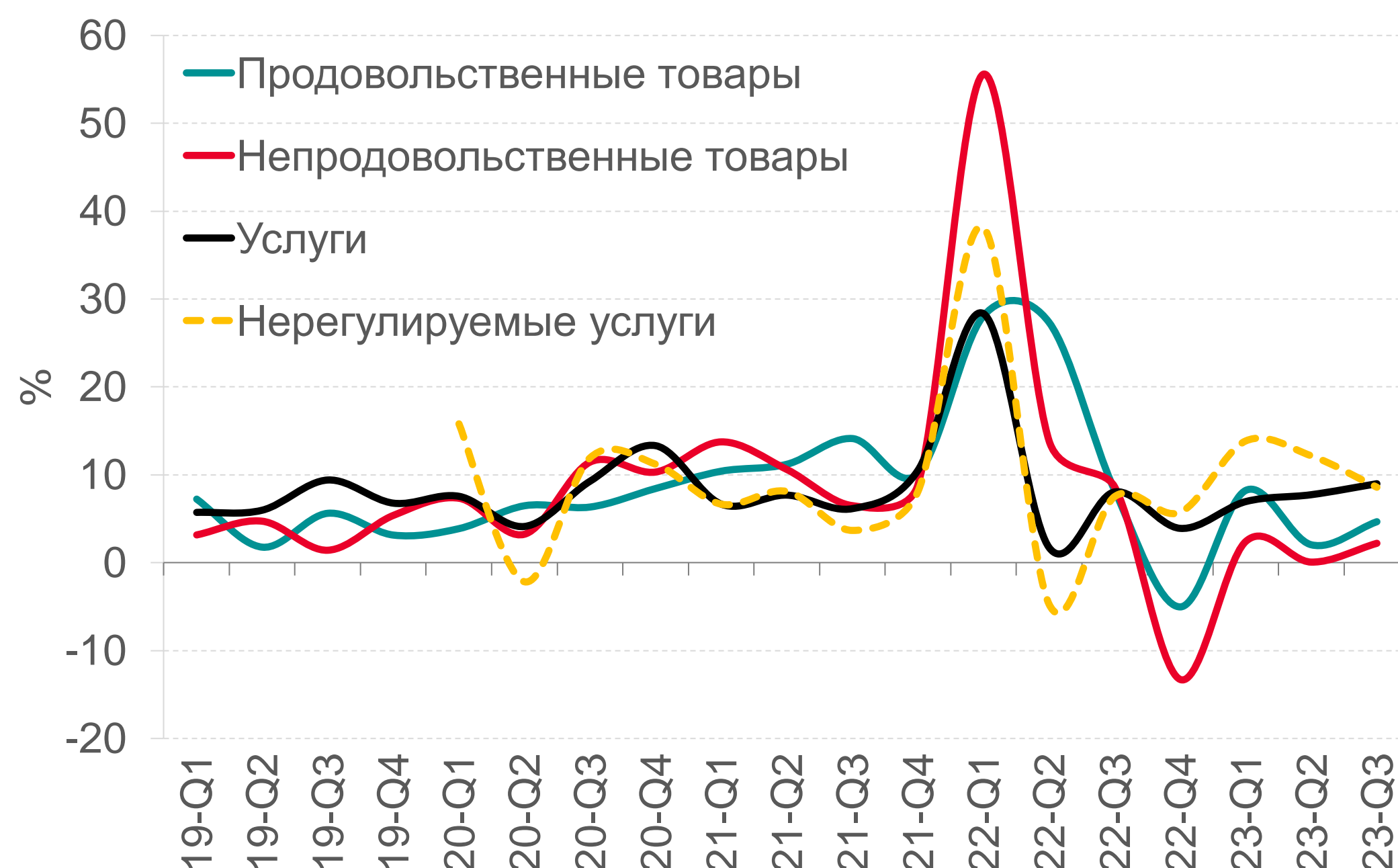


Инфляционные ожидания в III квартале 2023 г. выросли, но оставались на исторически низком уровне.

Ослабление рубля к доллару и повышение с октября годовой инфляции могут привести к росту инфляционных ожиданий.

Рост цен на товары оставался подавленным. Услуги дорожали фронтально – драйвер инфляции

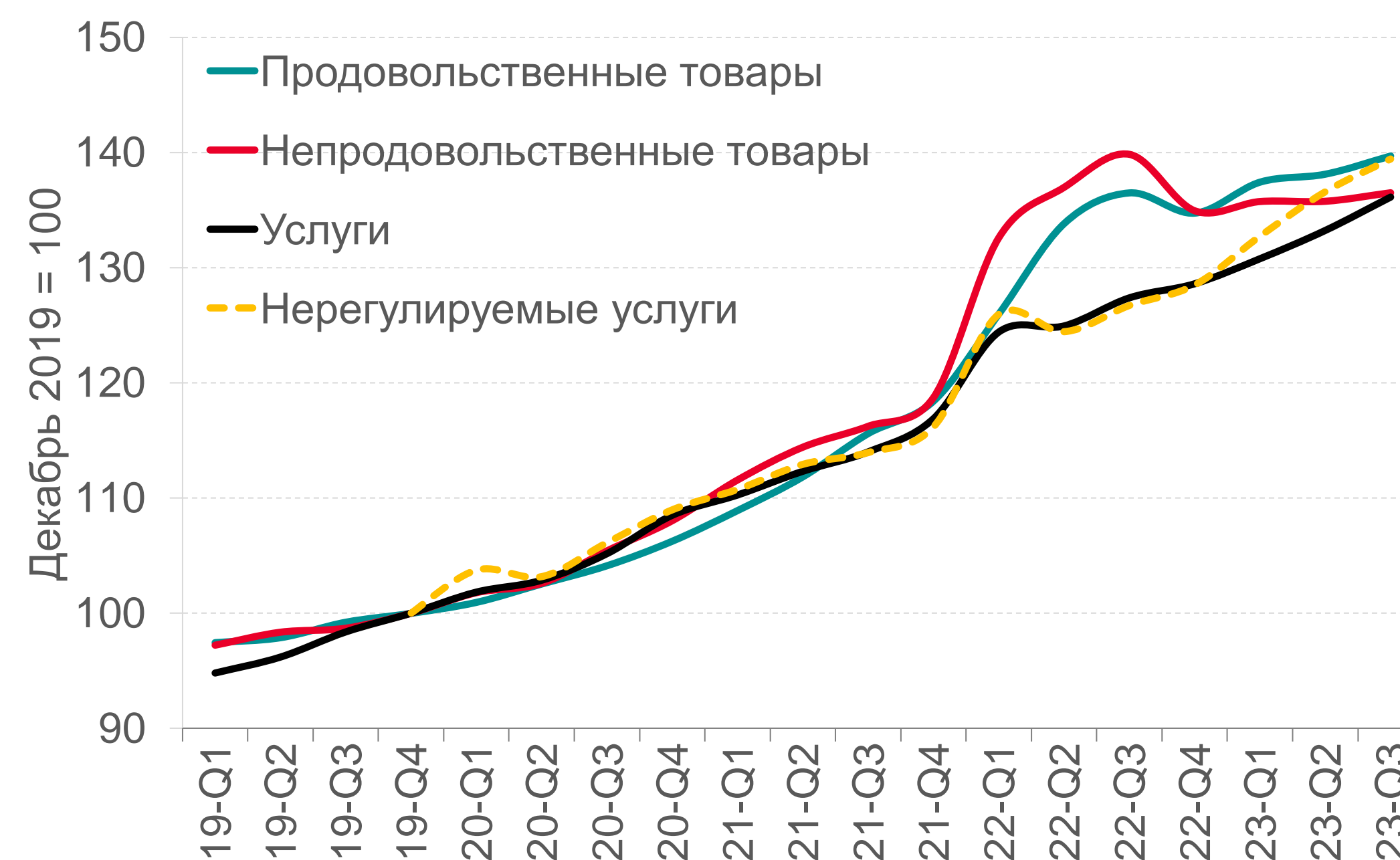
Инфляция компонент ИПЦ (кв/кв)



Источник: расчеты на основе данных Белстата.

Примечание: кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности.

Уровень цен компонент ИПЦ (с устранением сезонности)



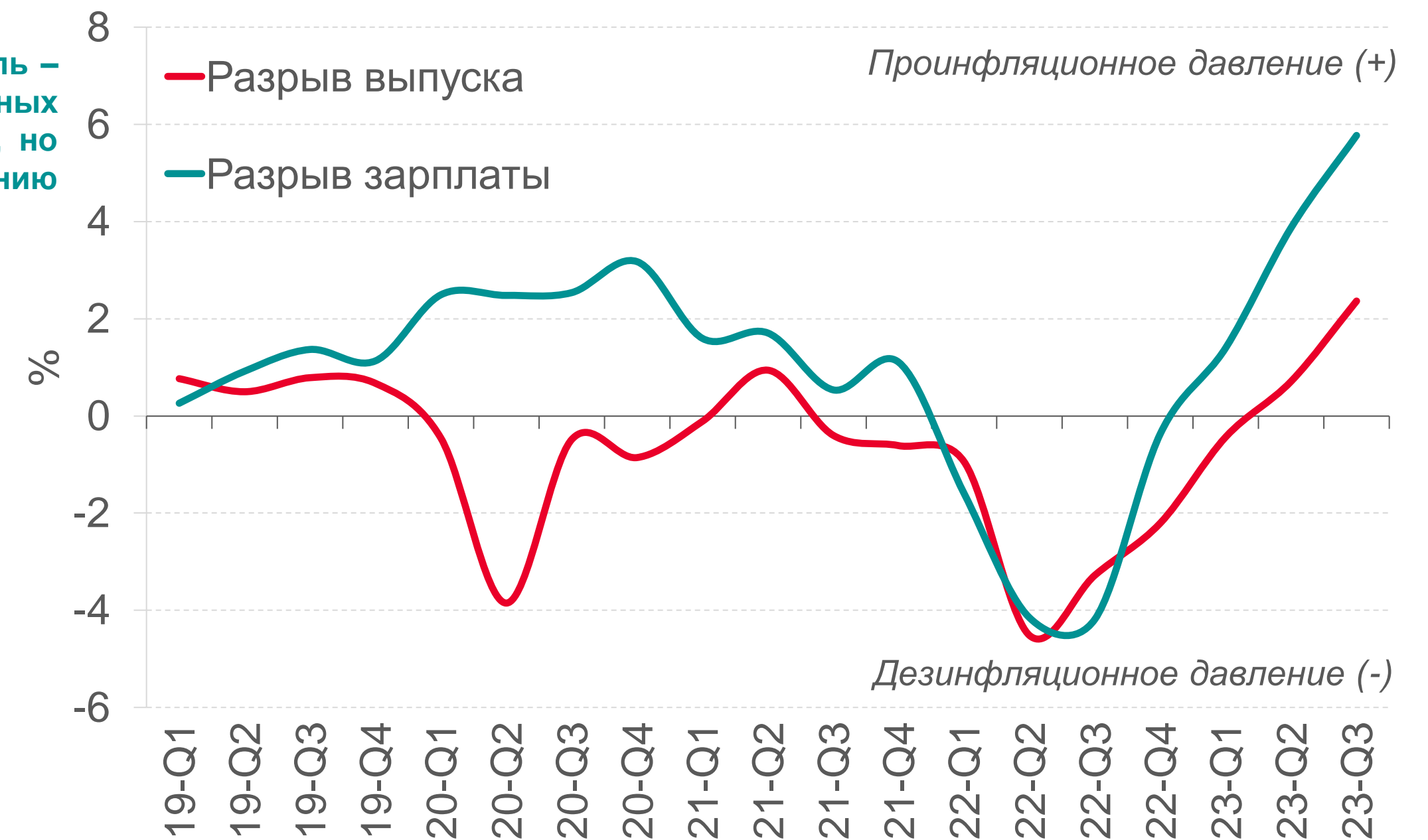
Масштаб расхождения уровней цен на нерегулируемые услуги и непродовольственные товары вырос – индикатор накопления инфляционного навеса.

Ценовое давление со стороны рынка труда и внутреннего спроса усилилось, но его трансформации в цены препятствует их жесткое госрегулирование

Декомпозиция базовой инфляции (кв/кв, логарифм. данные, на базе QPM)



Разрыв выпуска и разрыв зарплаты (на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

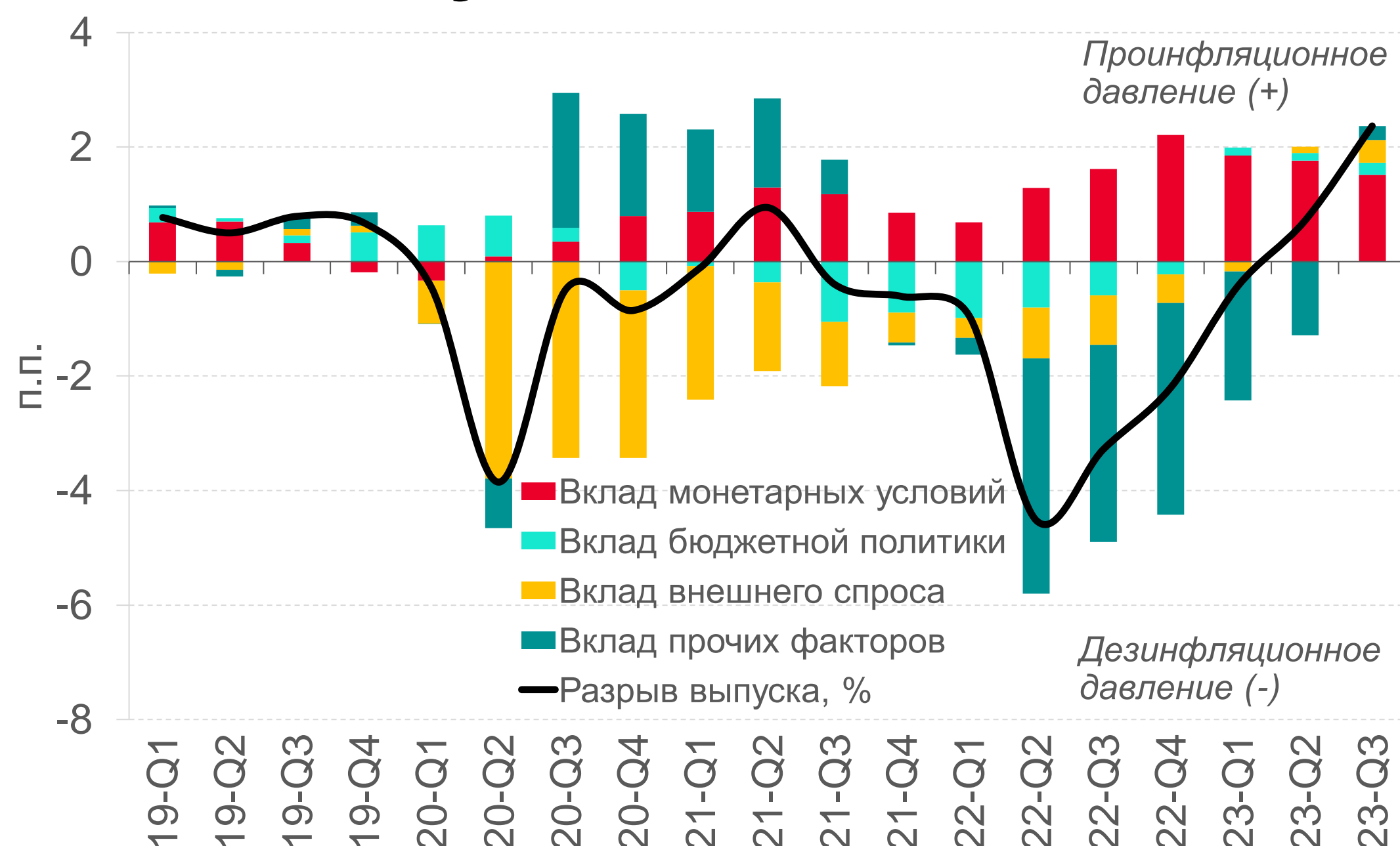
Примечание: кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности. Вклады факторов рассчитаны на базе квартальной модели прогнозирования (QPM) с учетом инерционности. Разрывы выпуска и зарплаты представляют собой отклонения реальных ВВП и зарплаты от своих равновесных уровней. Под равновесным понимается такой уровень макропеременной, который не формирует ни дополнительного проинфляционного, ни дезинфляционного давления. При поступлении новых данных динамика индикаторов уточняется.

Белорусская экономика находится в состоянии перегрева, а стремительный рост зарплат указывает на дефицит работников.

В силу ограниченных возможностей производителей товаров и услуг в подстройке под усилившийся спрос формируется давление к повышению издержек производства и отпускных цен.

Экономика перегрета в среде избыточных монетарных и бюджетных стимулов, а на рынке труда дефицит работников

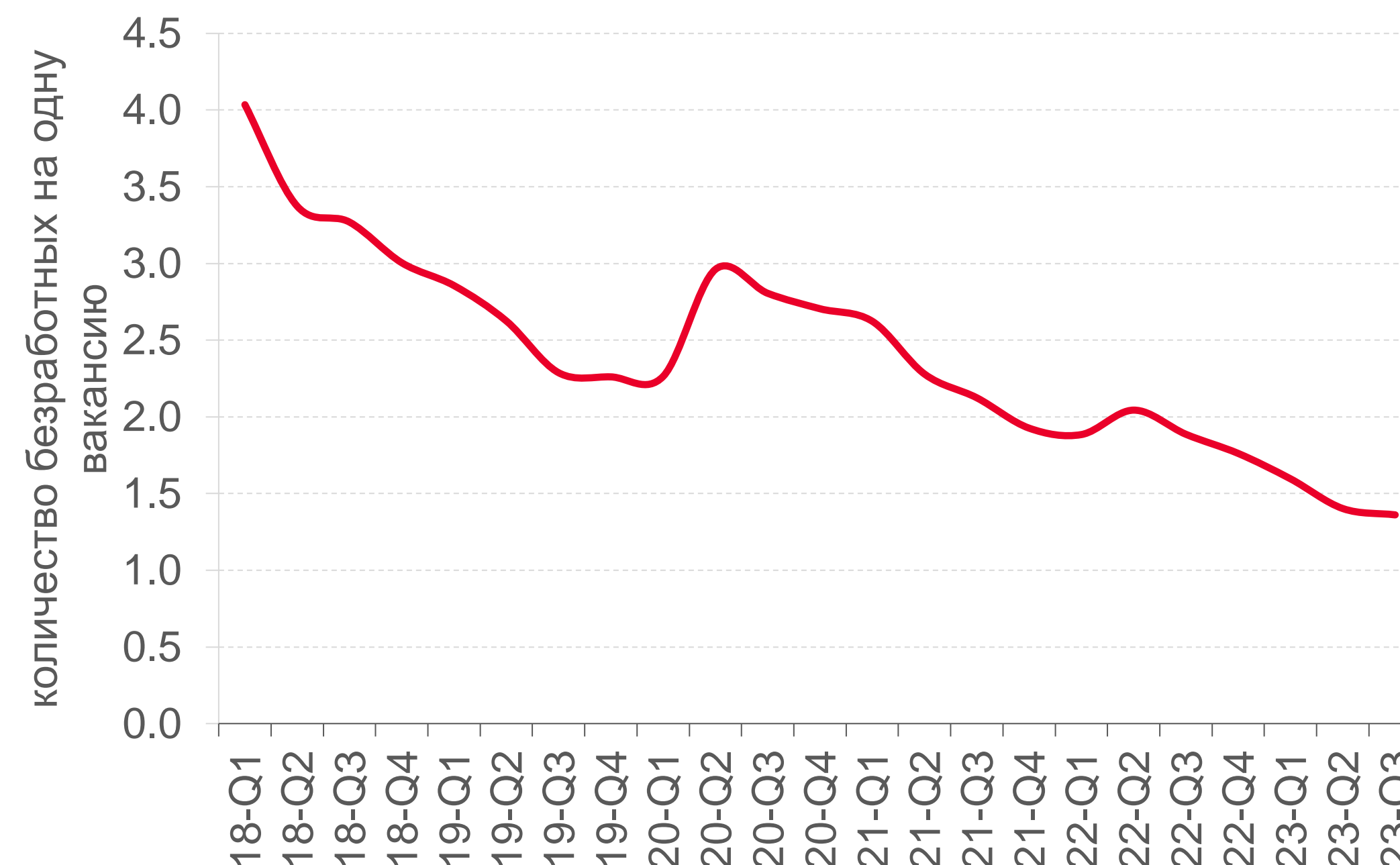
Вклады факторов в разрыв выпуска (на базе QPM)



Источник: расчеты на основе данных Белстата, Министерства труда и соцзащиты 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.

Отношение безработных к вакансиям (с устранением сезонности)

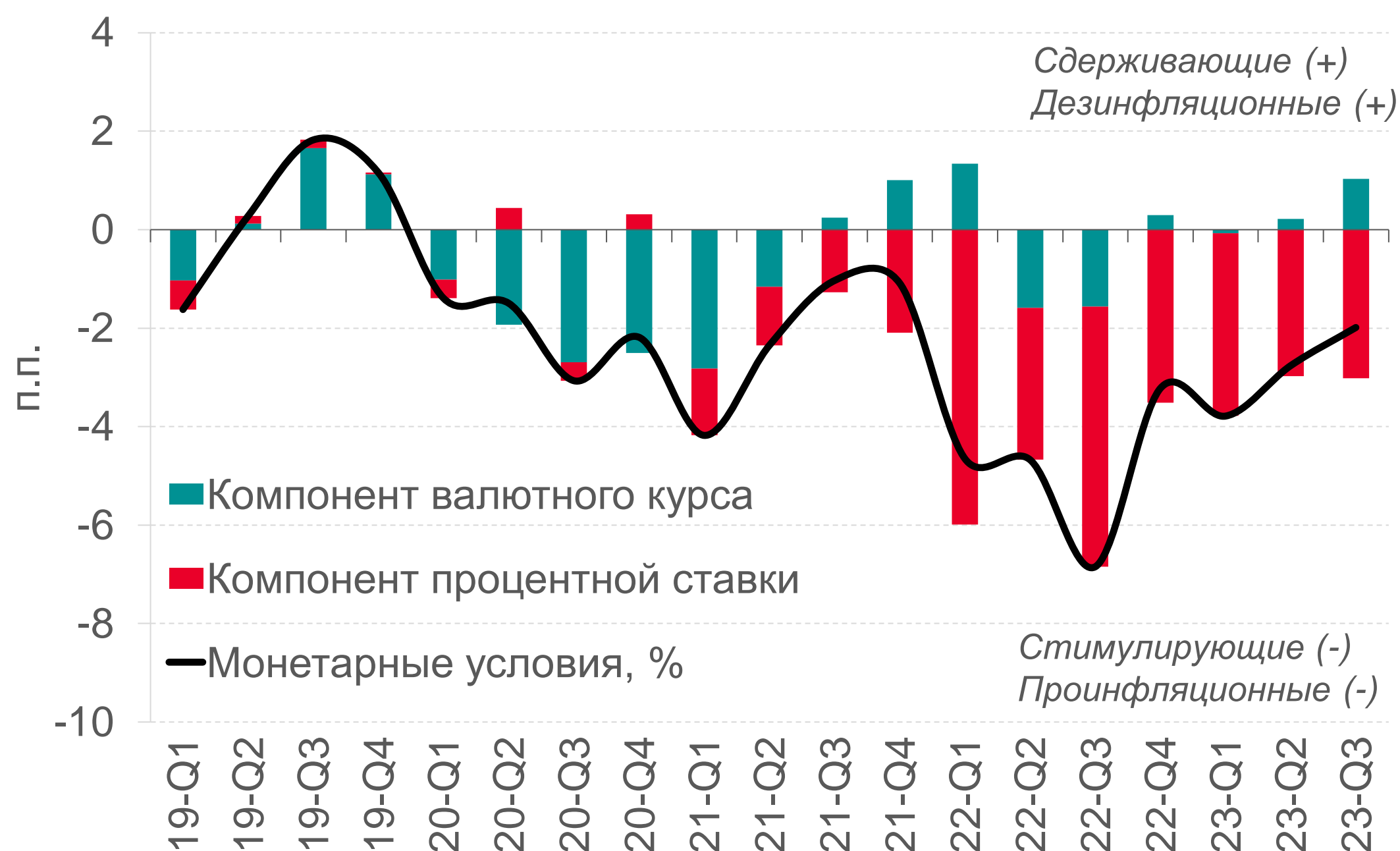


Избыточно мягкие денежно-кредитные условия в сочетании с бюджетным стимулированием и перегретым спросом в России – драйверы расширения положительного разрыва выпуска в Беларуси.

Демографические проблемы и миграция ведут к дефициту предложения труда.

Мягкая денежно-кредитная политика – один из драйверов поддержания избыточного спроса

Монетарные условия (на базе QPM)



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

Примечание: монетарные условия оценены как комбинация отклонений реальных процентных ставок по рублевым активам и реального эффективного курса рубля от своих равновесных уровней. Положительные значения монетарных условий указывают на их сдерживающий экономическую активность и дезинфляционный характер, отрицательные – на стимулирующий и проинфляционный характер. Мы используем один из способов оценки монетарных условий, результаты которого зависят от выбранного типа макроэкономической модели (QPM) и ее спецификации.

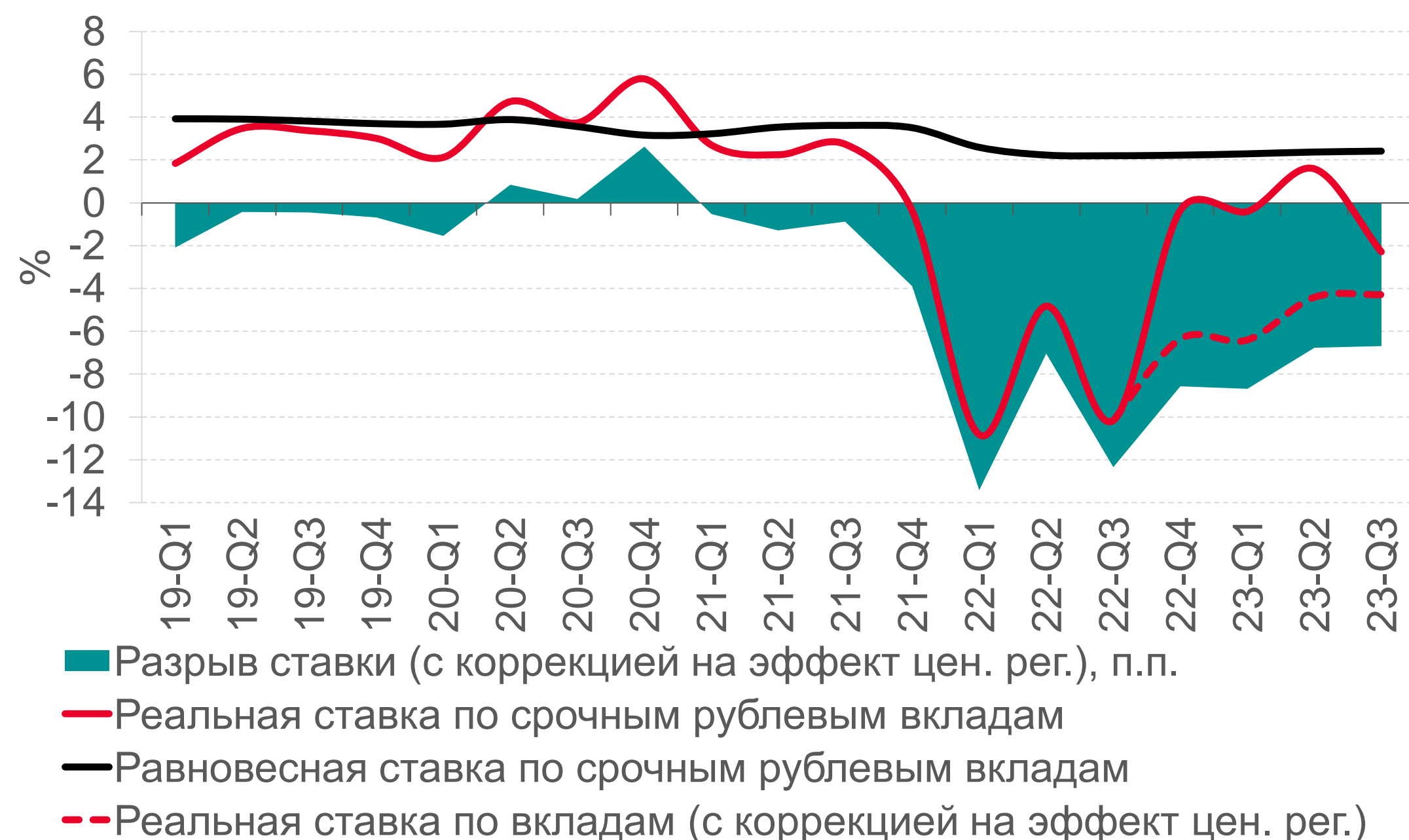
Ликвидность банковской системы (в среднем за месяц)



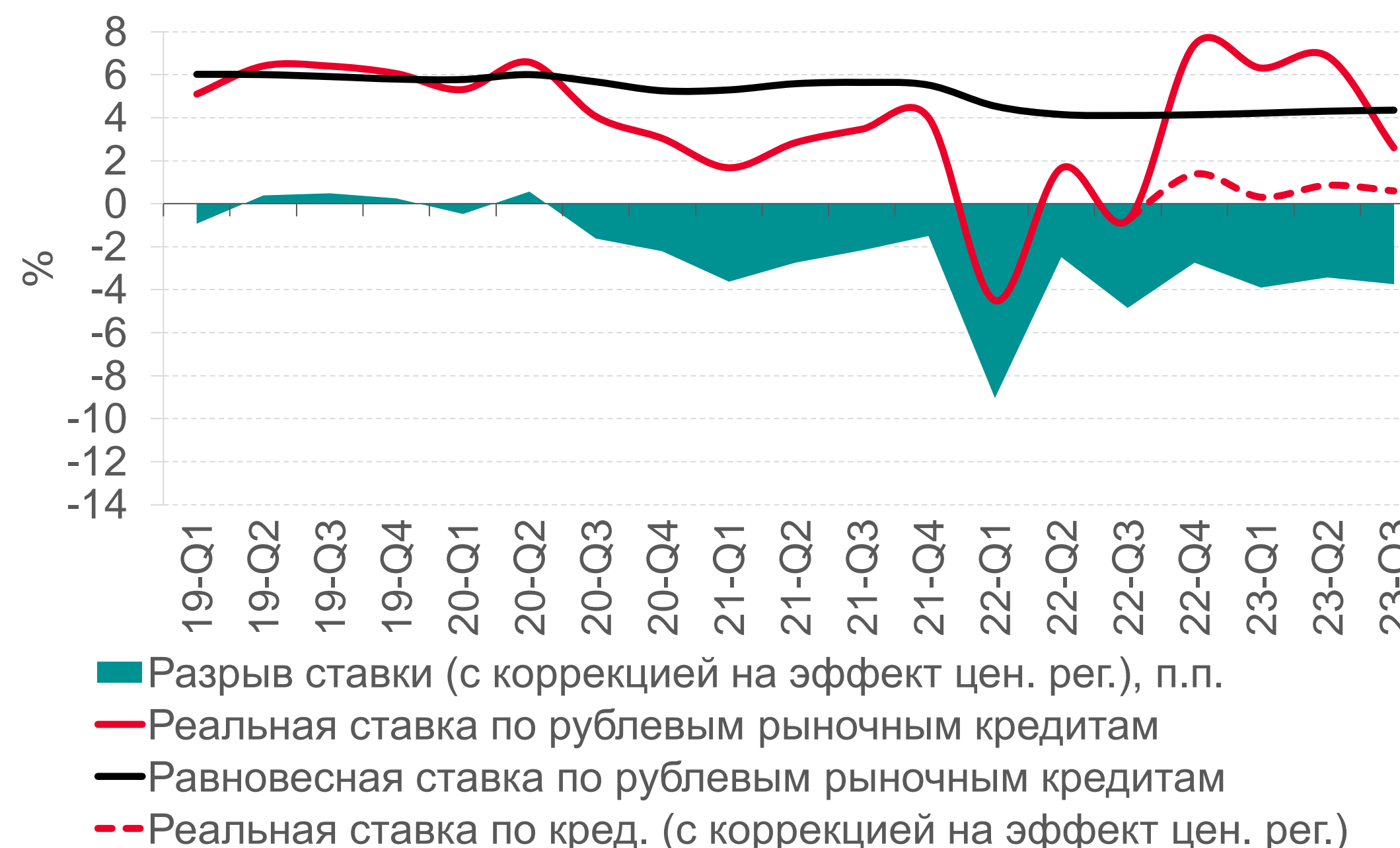
Поддержание избыточно мягкой денежно-кредитной политики в условиях все большего отклонения спроса в экономике от предложения указывает на процикличность политики и вступает во все большие противоречия с задачей обеспечения макроэкономической стабильности.

Процентные ставки кредитно-депозитного рынка поддерживаются ниже своих нейтральных уровней

Средняя реальная ставка по новым срочным вкладам (на базе QPM)



Средняя реальная ставка по новым рыночным кредитам (на базе QPM)



Источник: расчеты на основе QPM BEROC.

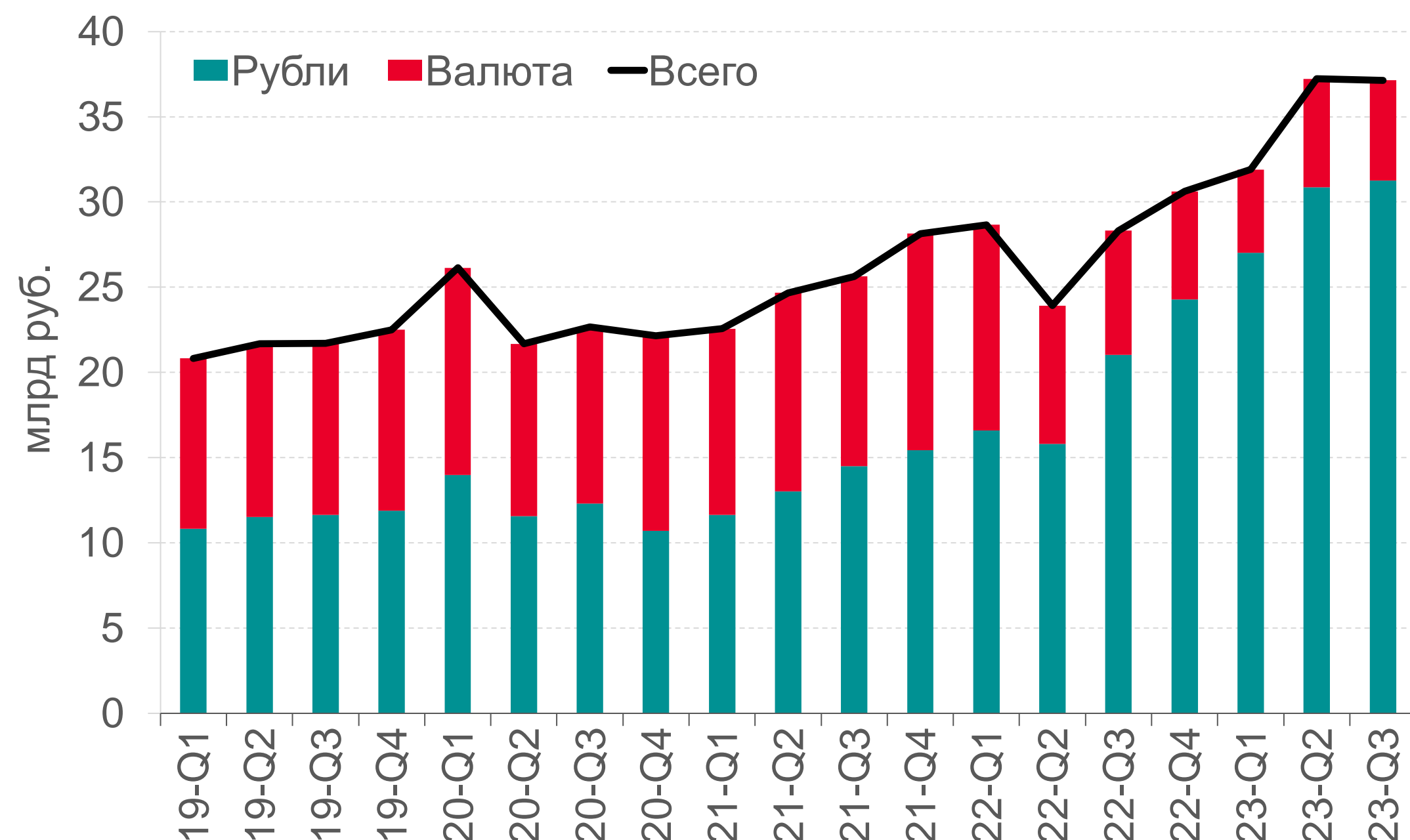
Примечание: реальные ставки рассчитываются путем корректировки номинальных ставок на ожидаемую годовую инфляцию в предстоящем квартале, рассчитанную в рамках QPM. На рисунках представлены реальные средние процентные ставки по новым срочным вкладам в белорусских рублях и новым рыночным кредитам в белорусских рублях. Равновесные (нейтральные) ставки – уровни ставок, соответствующие изменениям потенциального ВВП и равновесного реального эффективного курса белорусского рубля (инфляционно-нейтральные ставки).

Номинальные процентные ставки в III квартале 2023 г. оставались вблизи исторических минимумов, а реальные – ниже равновесных уровней.

В среде повышения угроз макростабильности в конце III квартала 2023 г. номинальные ставки могли находиться в точке перелома тренда на снижение.

Кредитная активность в III квартале 2023 г. оставалась высокой, но кредитный импульс ослаб

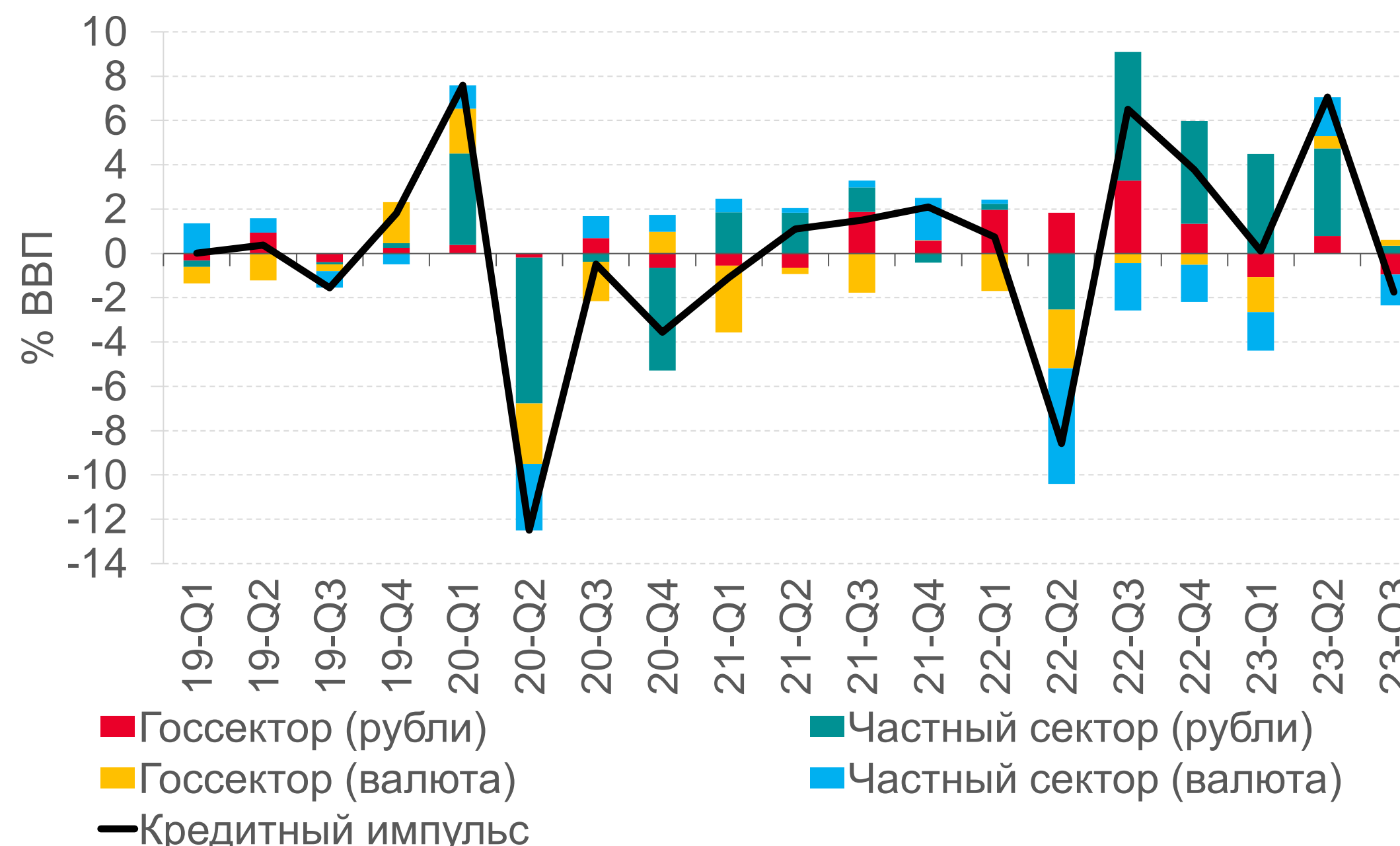
Объем новых кредитов (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

Примечание: кредитный импульс рассчитан следующим образом: $ci_t = 100 * \left(\frac{cr_t}{ngdp_t} - \frac{cr_{t-1}}{ngdp_{t-1}} \right)$, где ci_t – кредитный импульс в период t , cr_t – сезонно сглаженный объем вновь выданных кредитов в период t , $ngdp_t$ – сезонно сглаженный объем номинального ВВП в период t .

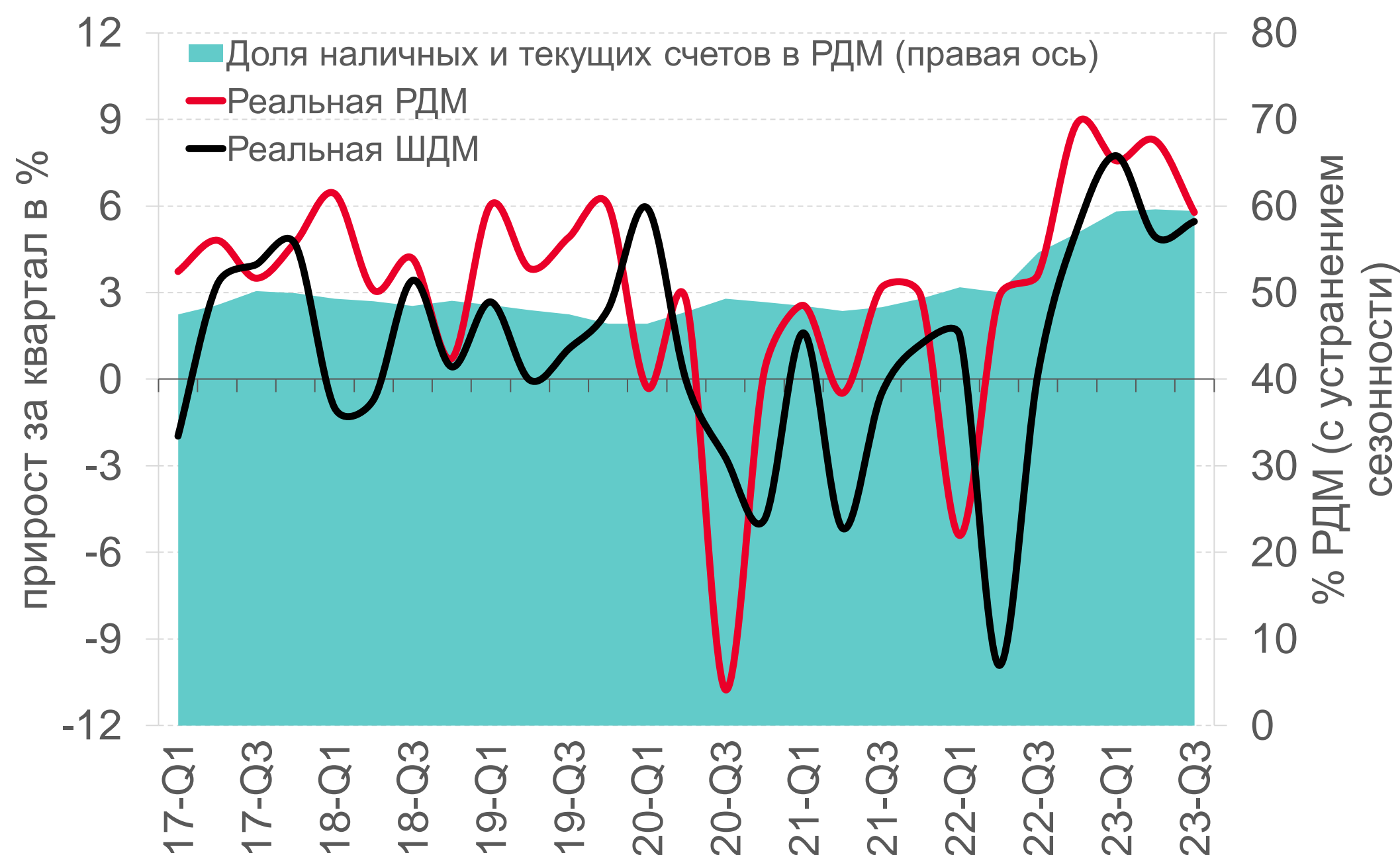
Кредитный импульс (за квартал с устранением сезонности)



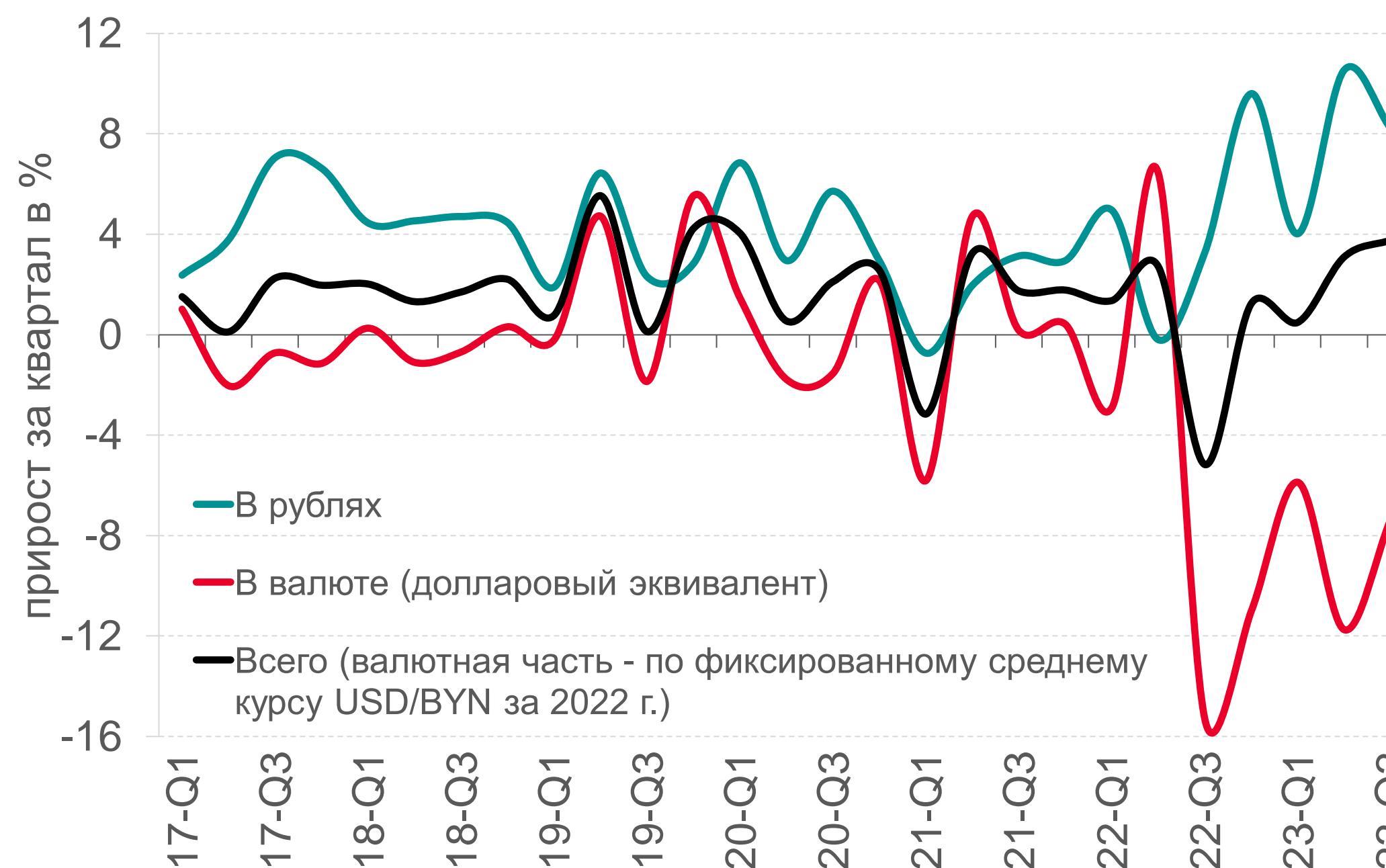
Мягкие денежно-кредитные условия продолжали поддерживать высокую кредитную активность. Но, так как в среде перегрева экономики рост выпуска быстрыми темпами затруднителен, расширение спроса на новые кредиты притормозило в III квартале 2023 г.

Денежная масса продолжала расти темпами, сильно опережающими инфляционно-нейтральные

Реальная денежная масса (с устранением сезонности)



Задолженность по кредитам (с устранением сезонности)



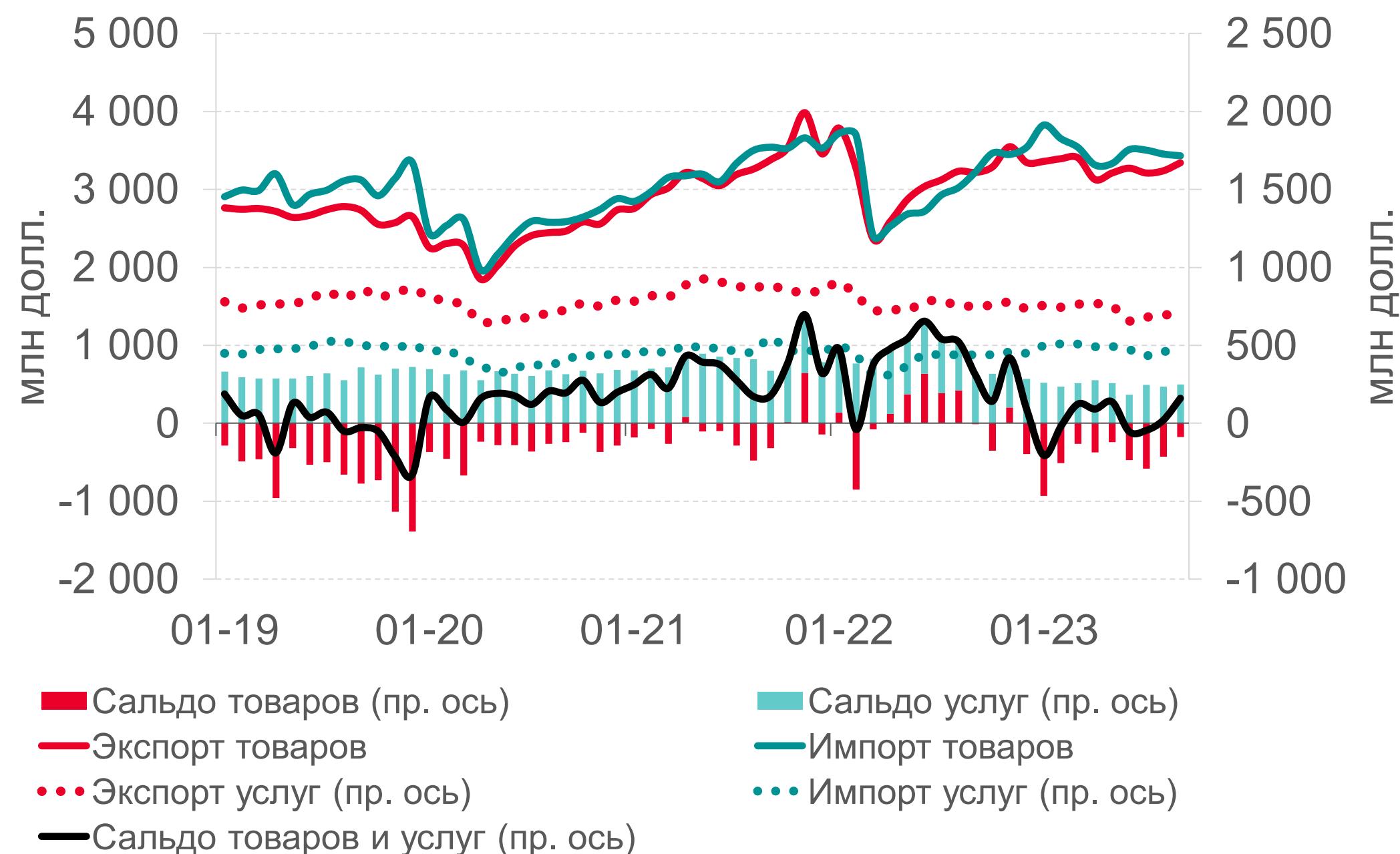
Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

Примечание: ШДМ – широкая денежная масса. РДМ – рублевая денежная масса. Реальный прирост денежной массы рассчитан путем дефлирования номинального прироста (последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала) на изменение индекса потребительских цен за квартал (с устранением сезонности).

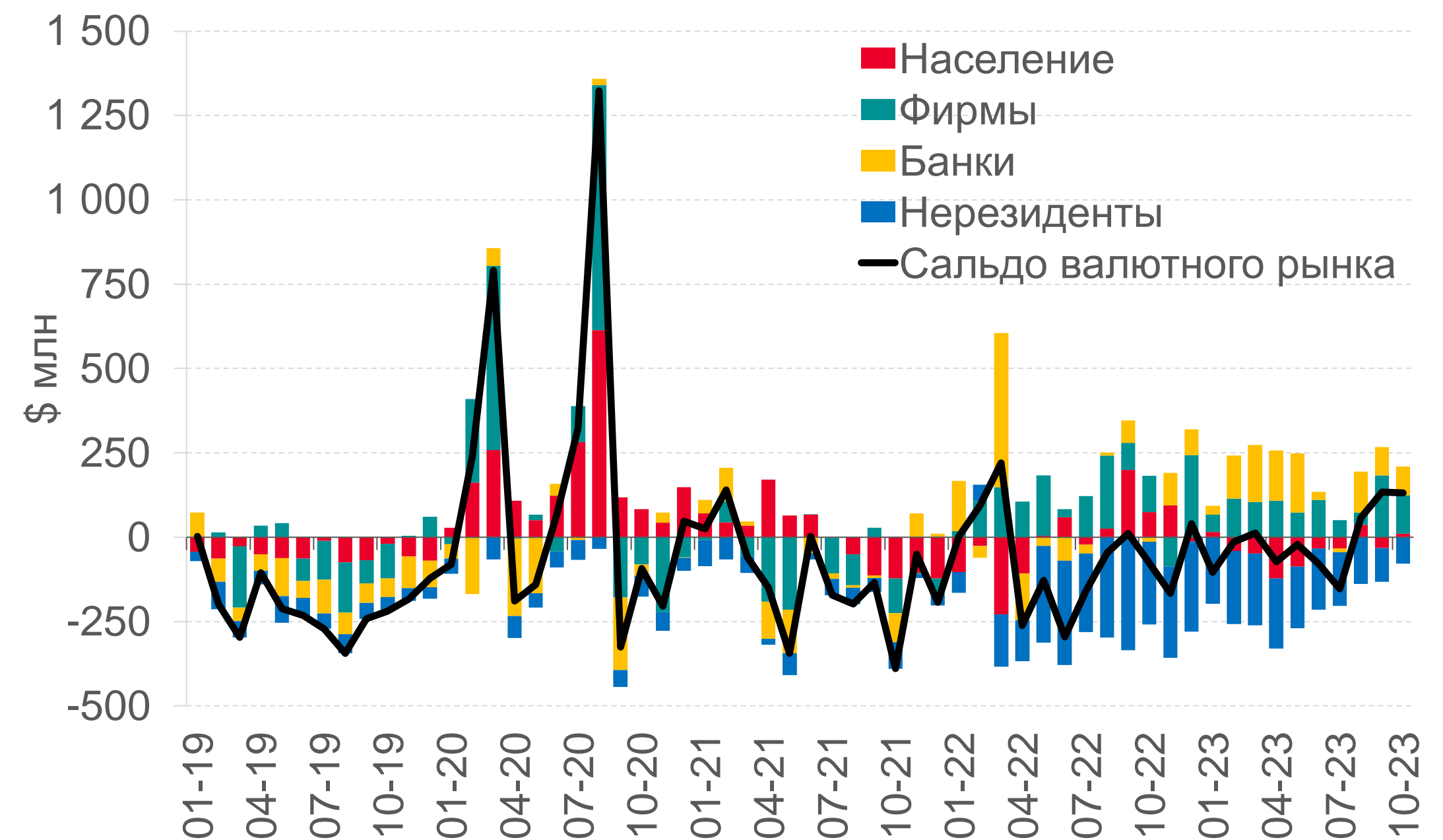
В III квартале 2023 г. объем реальной широкой денежной массы мог на ~10% превысить ее инфляционно-нейтральный уровень. Это один из индикаторов инфляционного навеса.

Валютный рынок в августе – октябре находился в состоянии чистого спроса (с устранением влияния сезонности)

Внешняя торговля (с устранением сезонности)



Сальдо валютного рынка (с устранением сезонности)



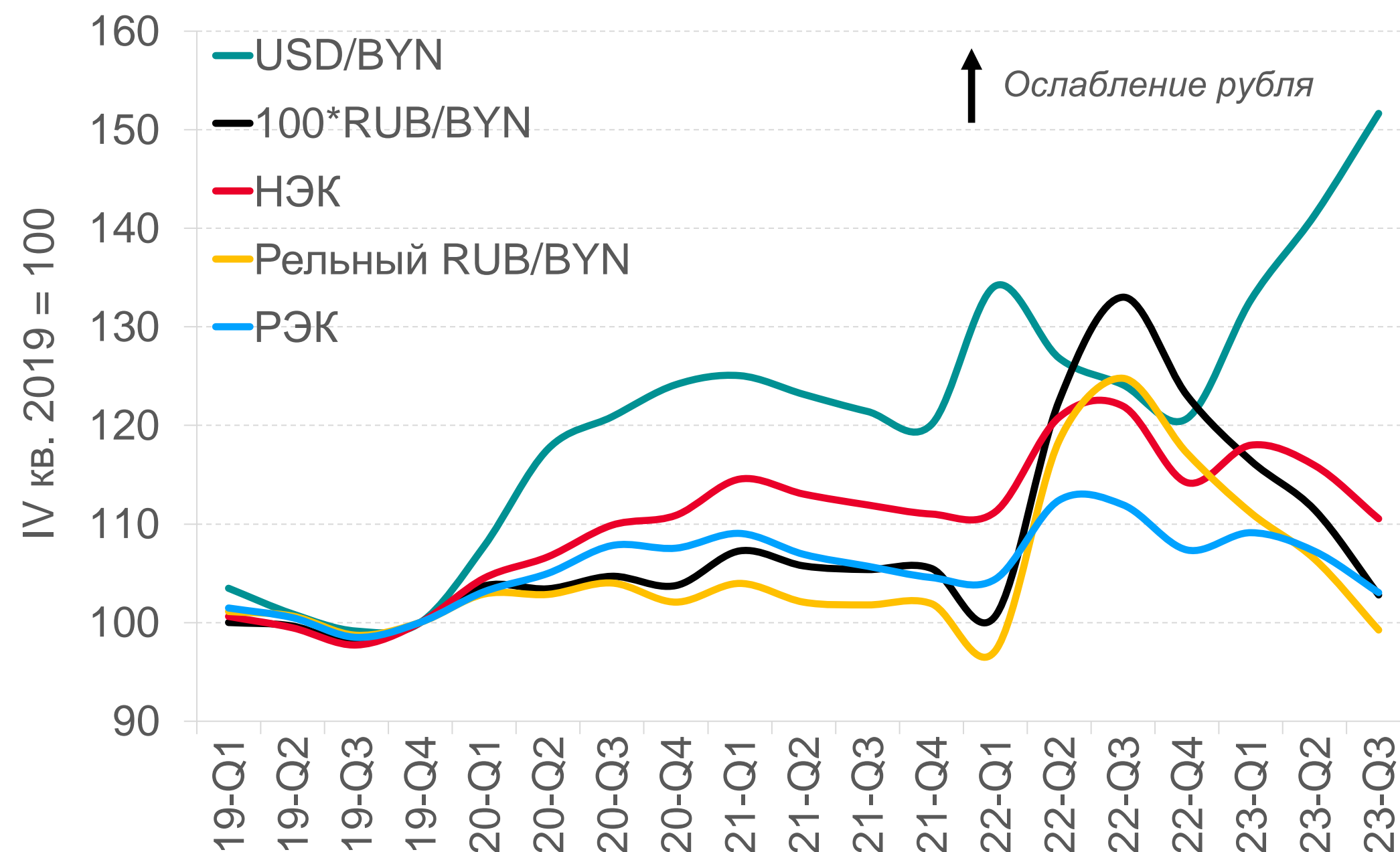
Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси.

Избыточные внутренние стимулы ведут к ухудшению состояния внешней торговли, что сопряжено с формированием чистого спроса на валюту в августе-октябре (с устранением сезонности).

Нацбанк продал \approx \$200 млн в августе-сентябре. В октябре купил \approx \$70 млн (сезонность – уплата квартальных налогов фирмами).

Валютный курс имел дезинфляционное влияние в III квартале 2023 г. из-за укрепления BYN к RUB в июне-июле

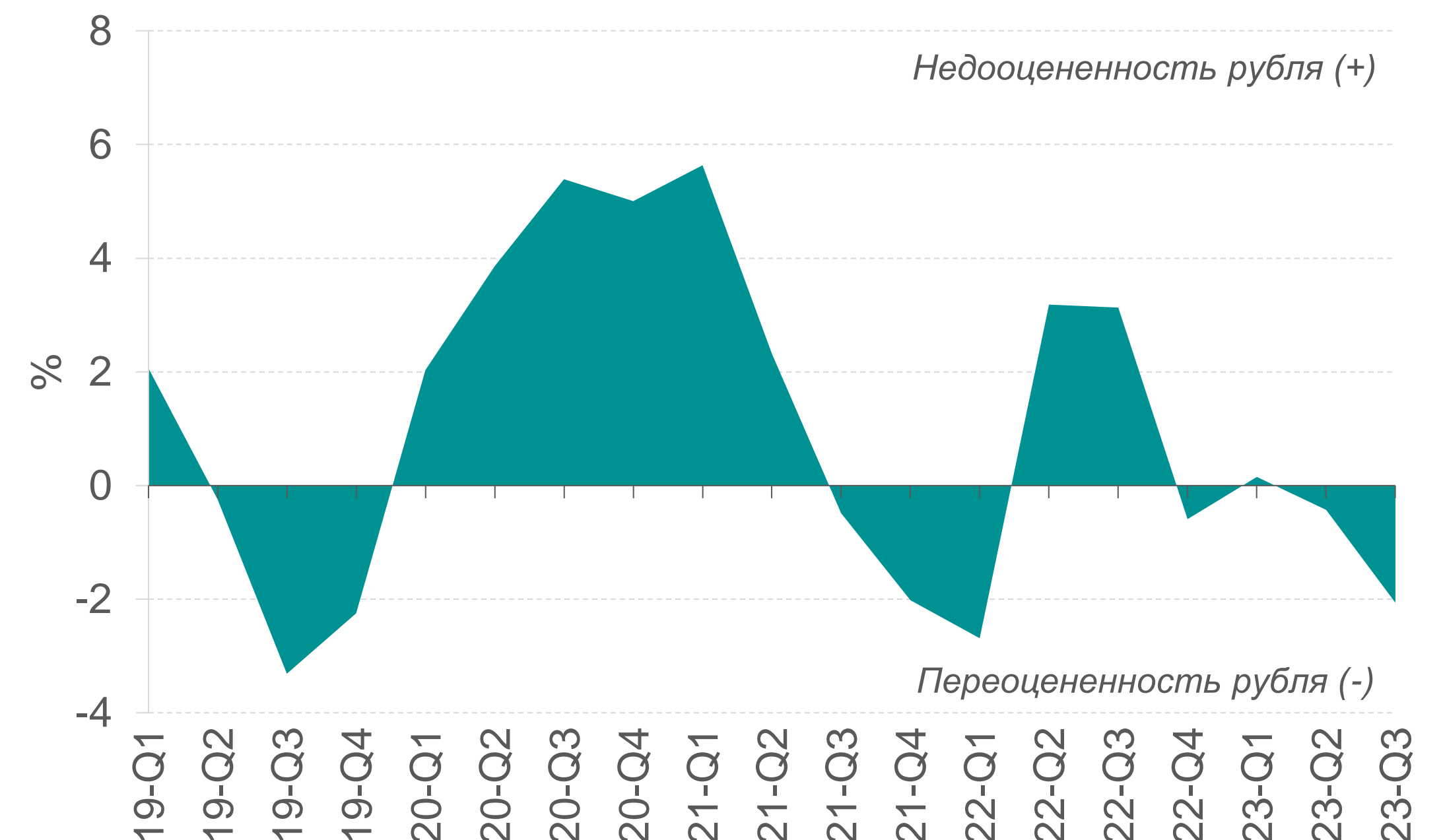
Курсы белорусского рубля (IV квартал 2019 г. = 100)



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси.

Примечание: НЭК и РЭК – соответственно номинальный и реальный эффективный курс белорусского рубля. Отклонение реального эффективного курса белорусского рубля (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.

Отклонение РЭК от равновесного уровня (на базе QPM)



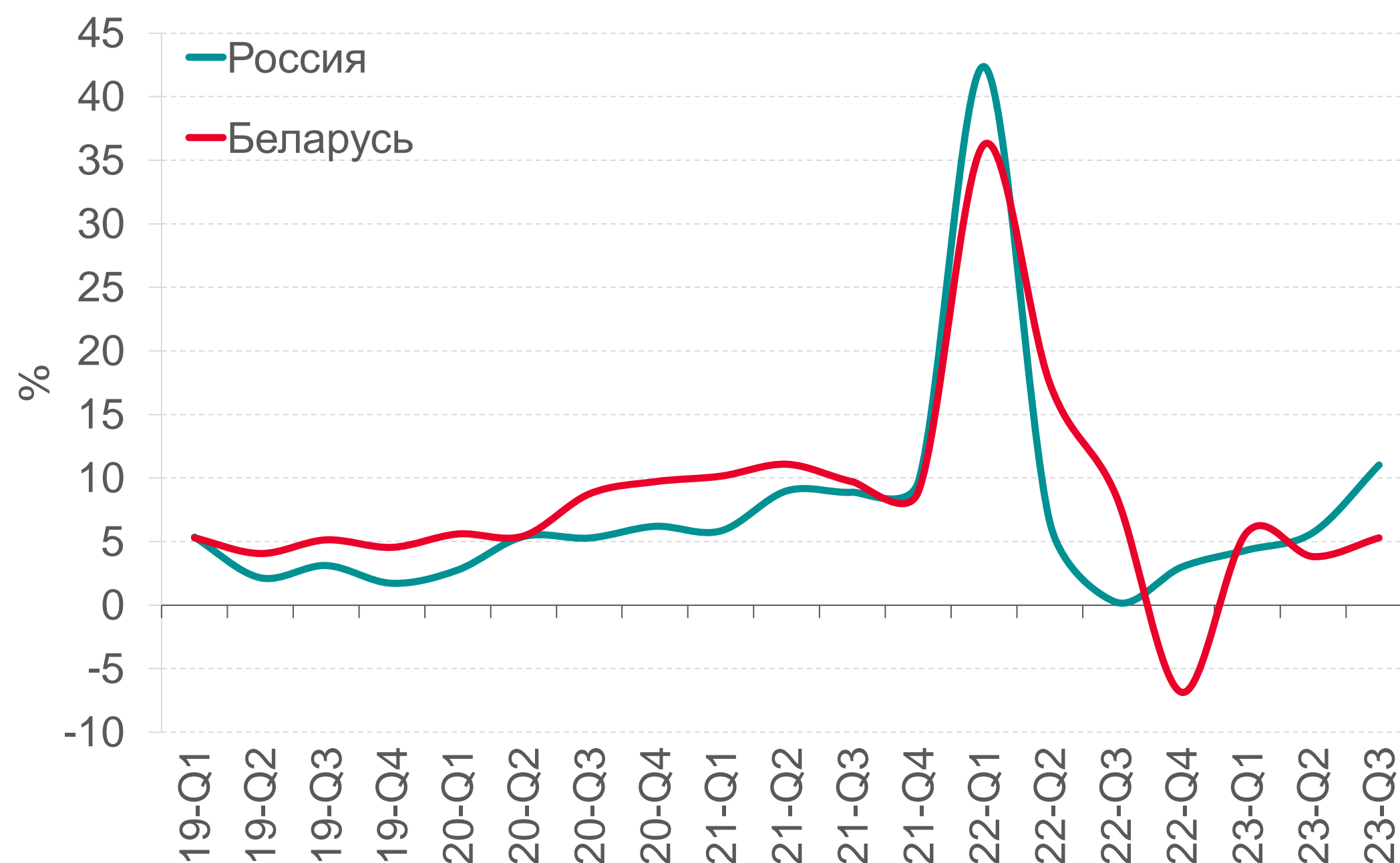
Переоцененность белорусского рубля сформировалась в июне-июле и ограничивала инфляционные последствия ускорения роста цен в России для Беларуси в III квартале 2023 г.

Но конкурентные преимущества белорусских производителей, особенно на российском рынке, ослабли.

Ценовое давление со стороны России нарастает



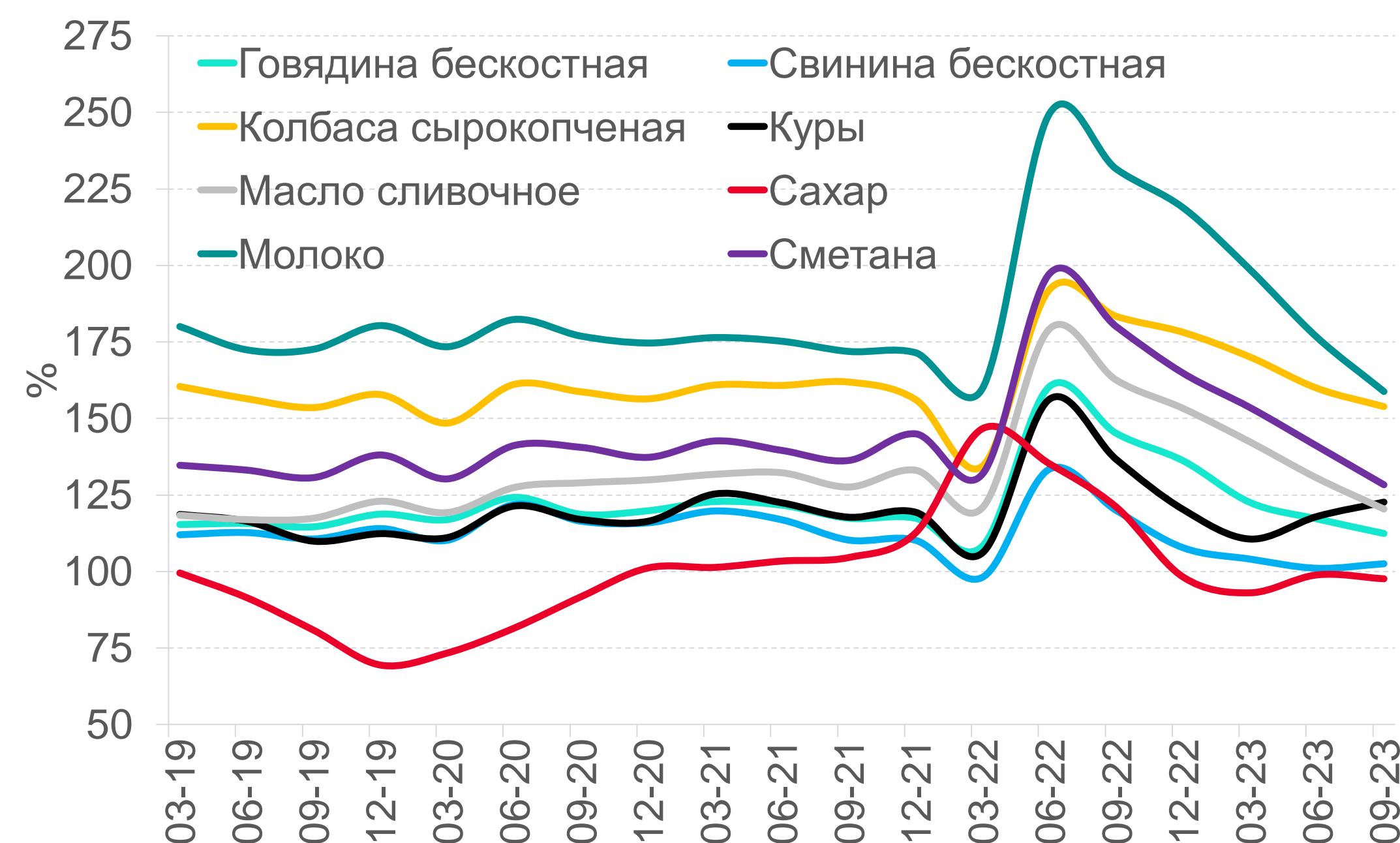
Инфляция в Беларуси и России (кв/кв)



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

Соотношение цен в России и Беларуси

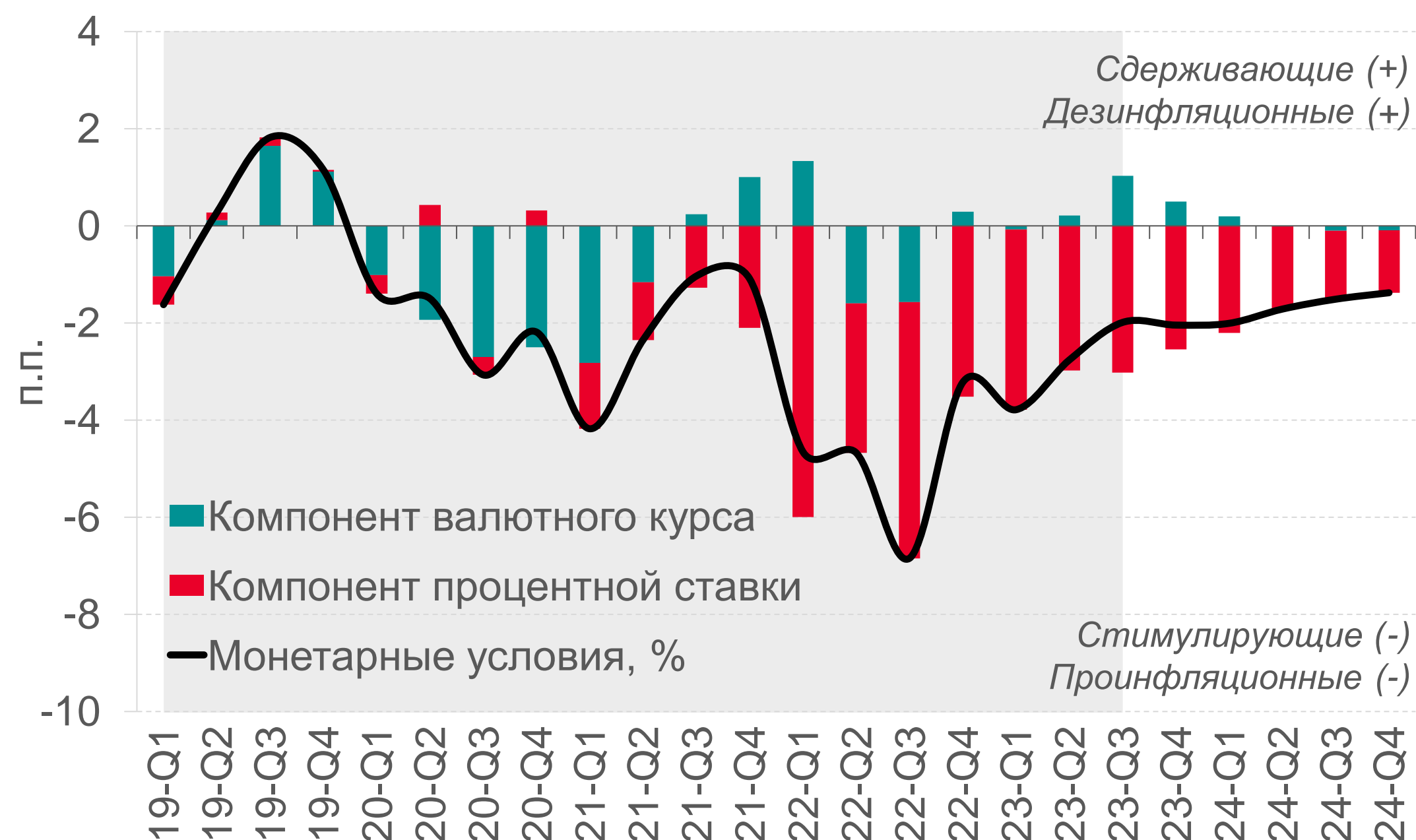


В III квартале 2023 г. проинфляционное влияние со стороны России компенсировано укреплением белорусского рубля к российскому.

В IV квартале 2023 г. ценовое давление со стороны России на белорусский рынок усилится, так как курс RUB/BYN прошел локальный минимум в III квартале, а инфляция в России остается повышенной.

Монетарные условия останутся мягкими в 2024 году, при отсутствии сильных шоков

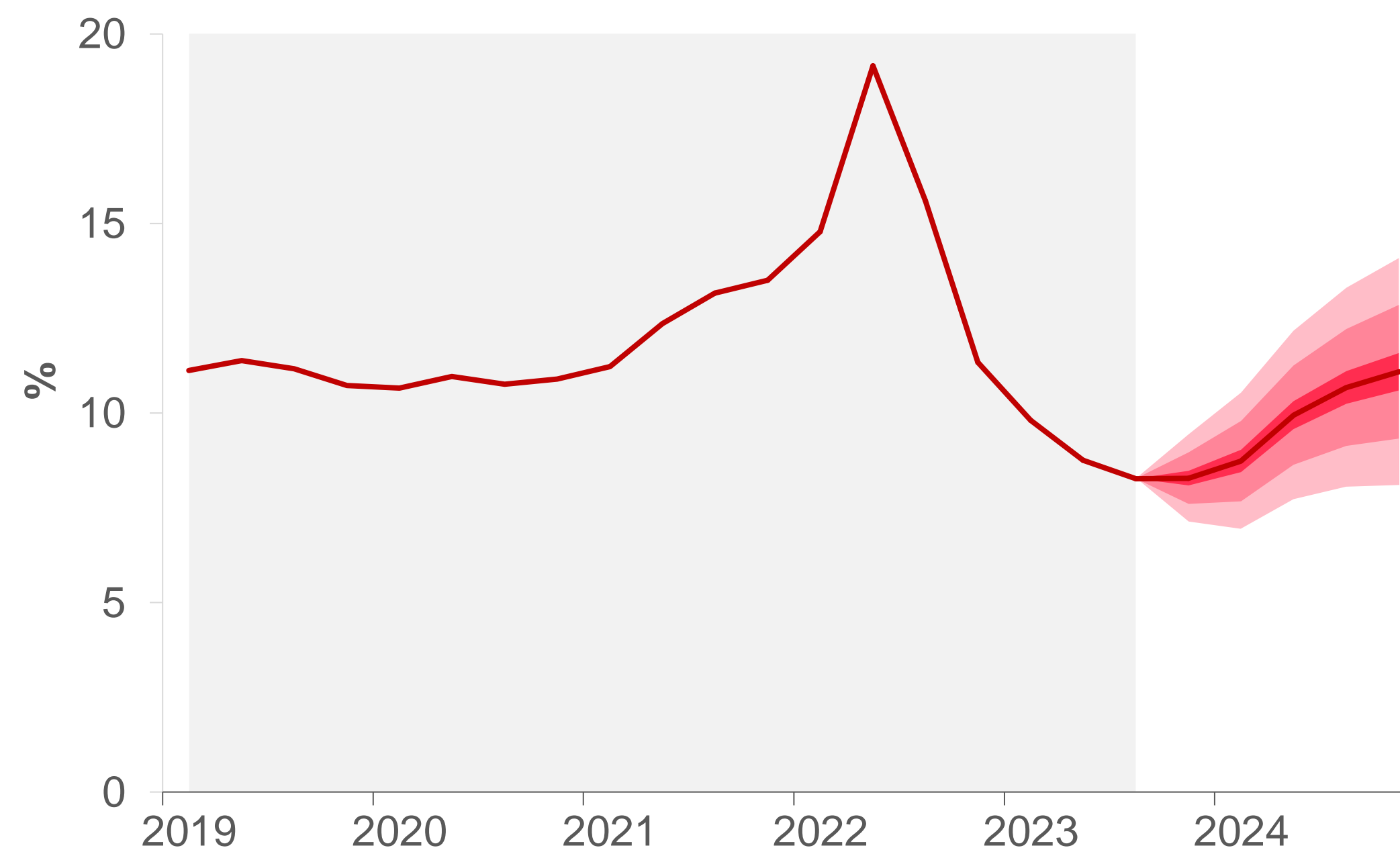
Прогноз монетарных условий (на базе QPM)



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)



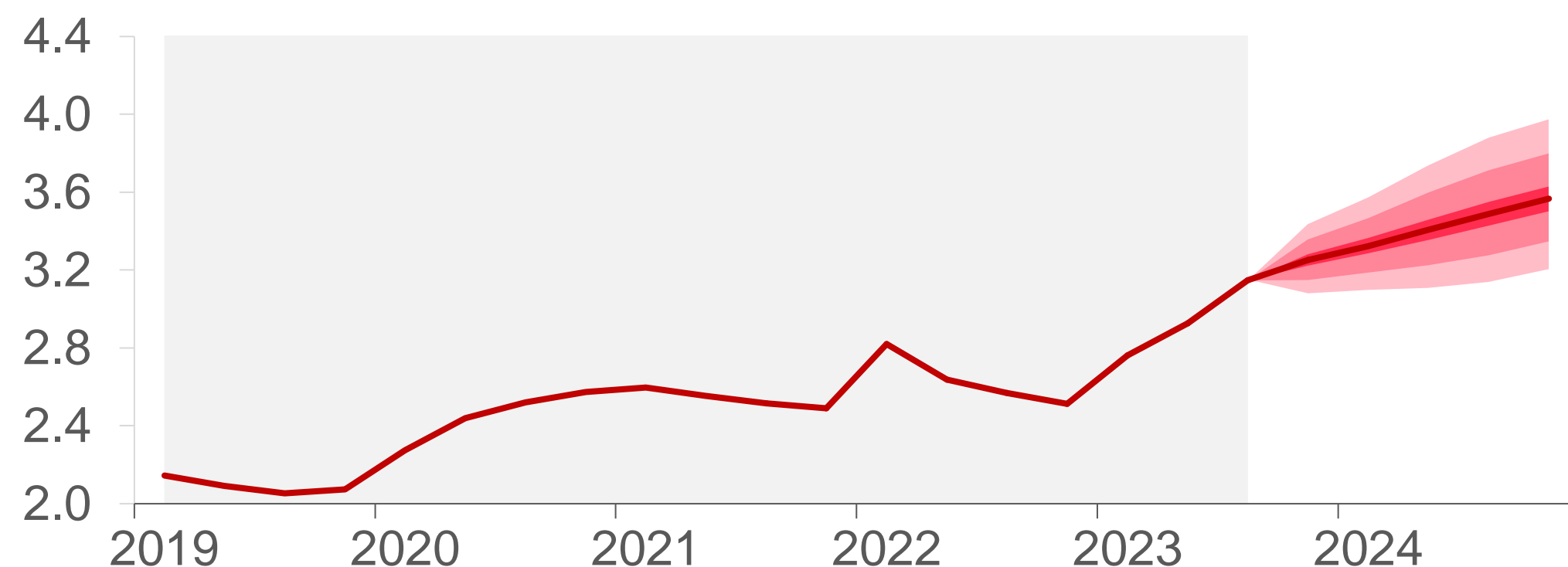
Способность Нацбанка независимо от правительства применять инструменты монетарной политики для воздействия на инфляцию – сомнительна.

Тем не менее, в базовом сценарии предполагается, что на фоне ускорения инфляции Нацбанк будет задействовать косвенные рычаги для недопущения смягчения денежно-кредитных условий.

Ухудшение состояния внешней торговли формирует условия для ослабления белорусского рубля

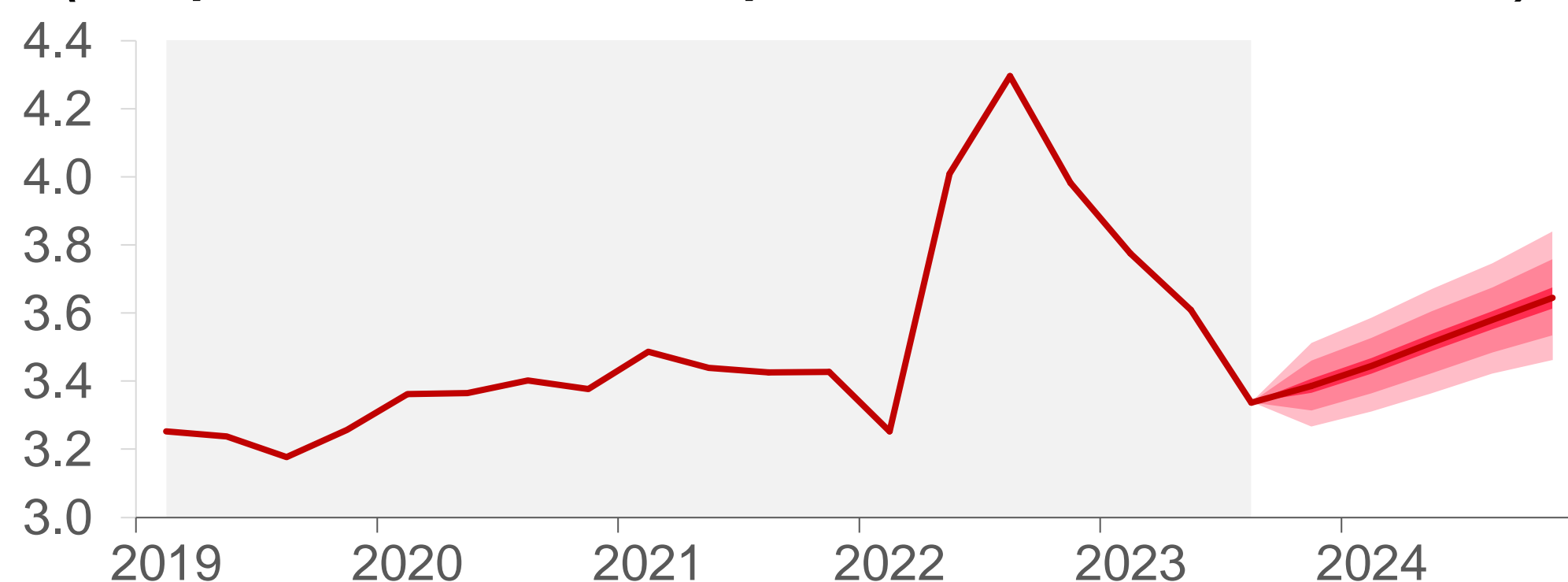
Прогноз курса USD/BYN

(в среднем за квартал; на базе QPM)



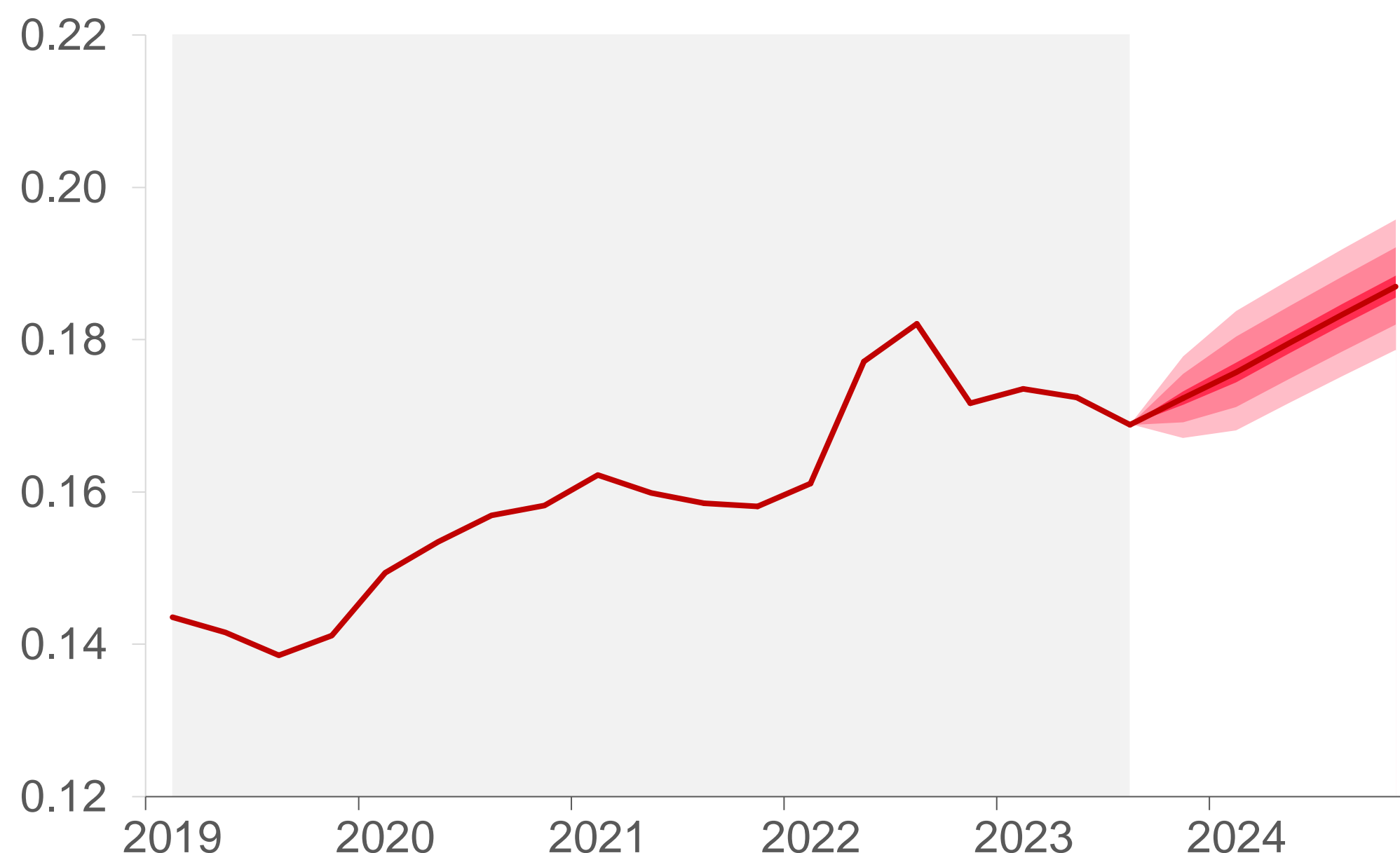
Прогноз курса 100*RUB/BYN

(в среднем за квартал; на базе QPM)



Прогноз стоимости корзины валют

(в среднем за квартал; на базе QPM)



При отсутствии дополнительных шоков темпы ослабления рубля ожидаются умеренными – около 8–9% в терминах корзины иностранных валют (IV квартал 2024 г. к IV кварталу 2023 г.).

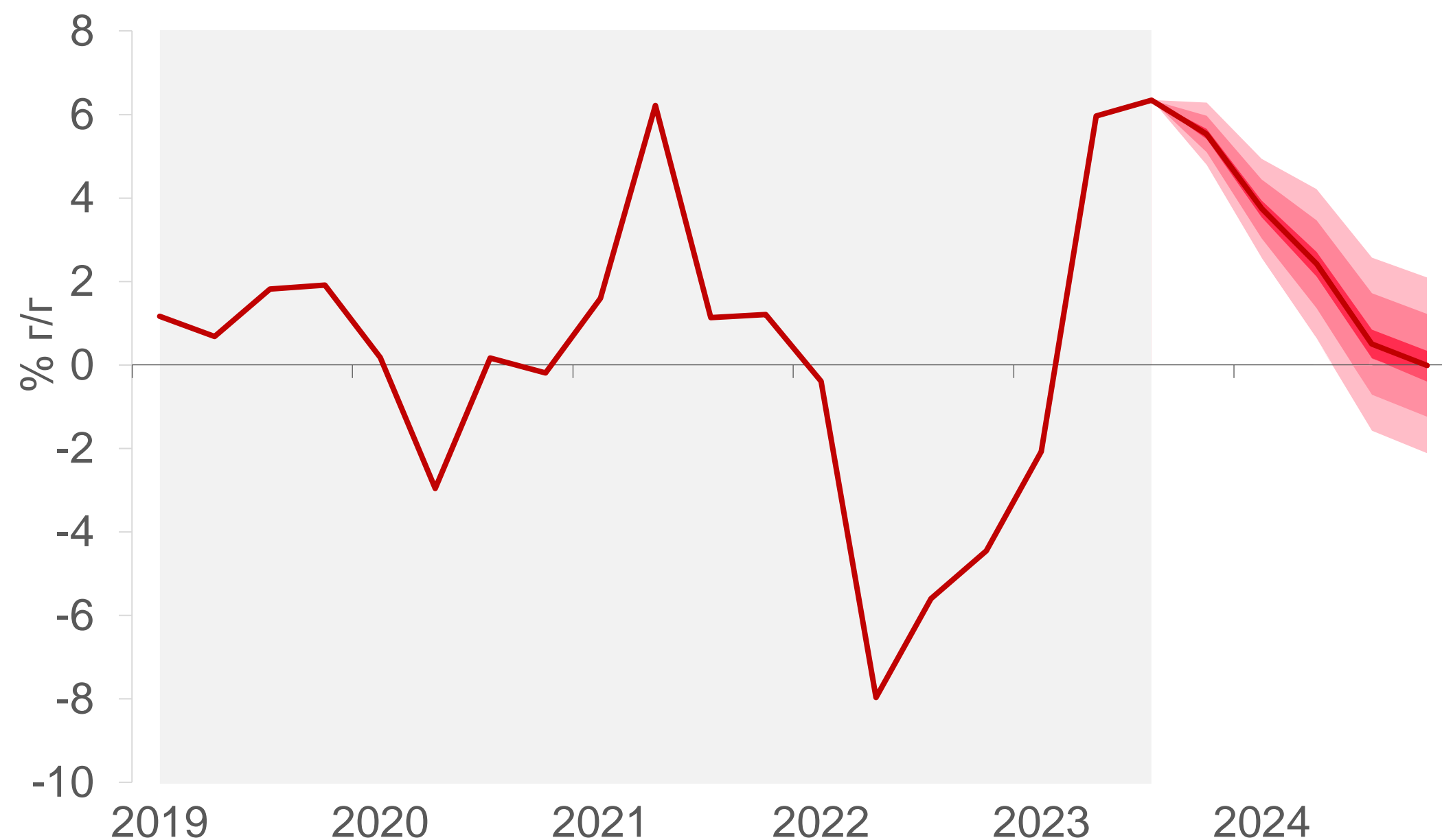
Это позволит реальному эффективному курсу вернуться к равновесной траектории – переоцененность рубля нейтрализуется.

Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

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

Мягкая монетарная политика будет вести не столько к высокому росту ВВП, сколько к поддержанию избыточного спроса из-за производственных ограничений

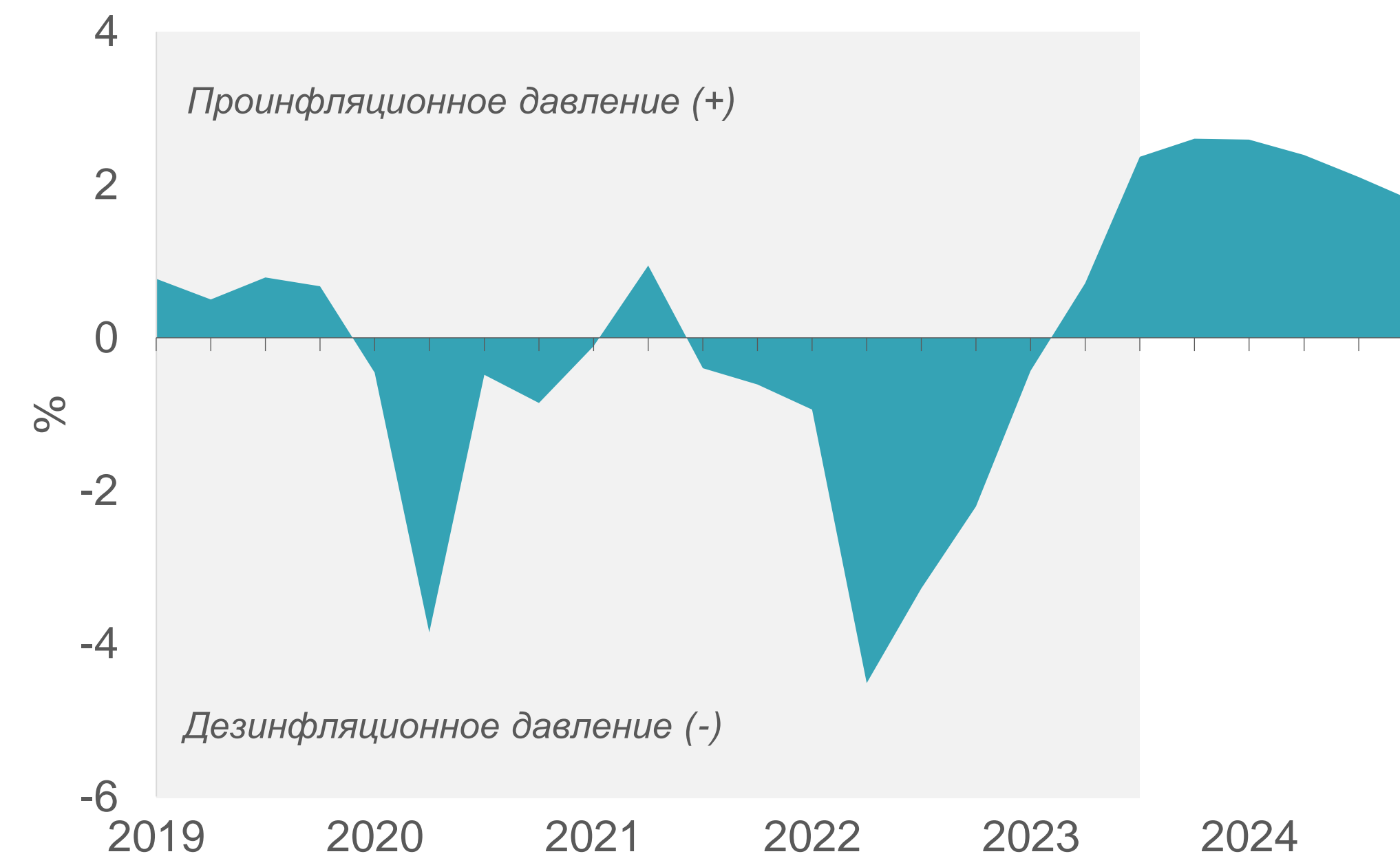
Прогноз прироста реального ВВП (г/г; на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

Примечание: г/г – темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу соответствующего квартала предыдущего года. Разрыв выпуска представляет собой отклонение реального ВВП от своего равновесного уровня. Диапазоны на рисунке соответствуют 15%, 50% и 75% доверительным интервалам.

Прогноз разрыва выпуска (на базе QPM)

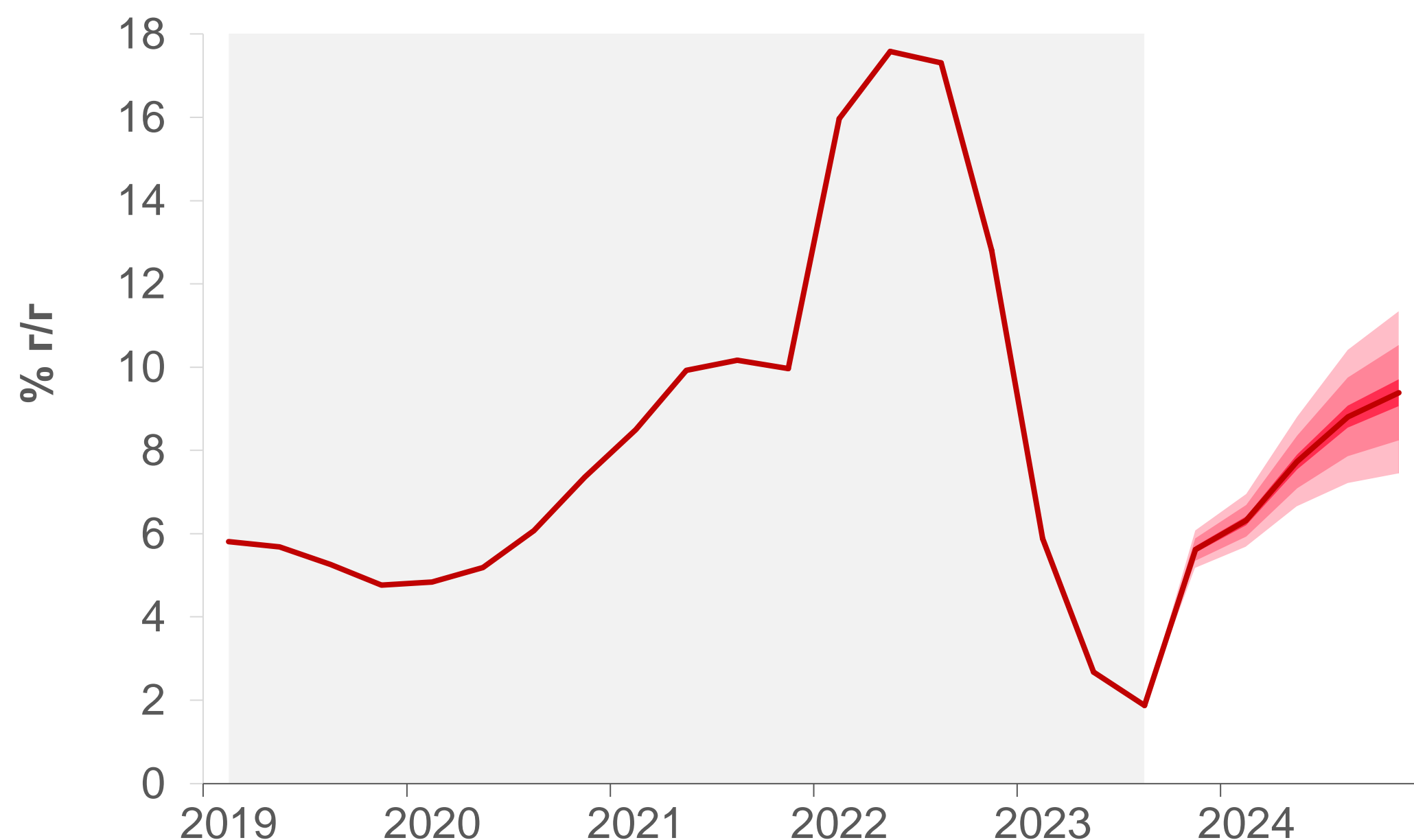


В среде стимулирующей внутренней экономической политики экономика в 2024 г. продолжит функционировать в состоянии избыточного спроса.

Динамика ВВП сильно замедлится из-за ослабших перспектив роста в условиях перегрева экономики, однако объем ВВП останется выше равновесного уровня (положительный разрыв выпуска).

Инфляция ускорится до 8–10% в 2024 году вследствие эффектов избыточно стимулирующей внутренней экономической политики

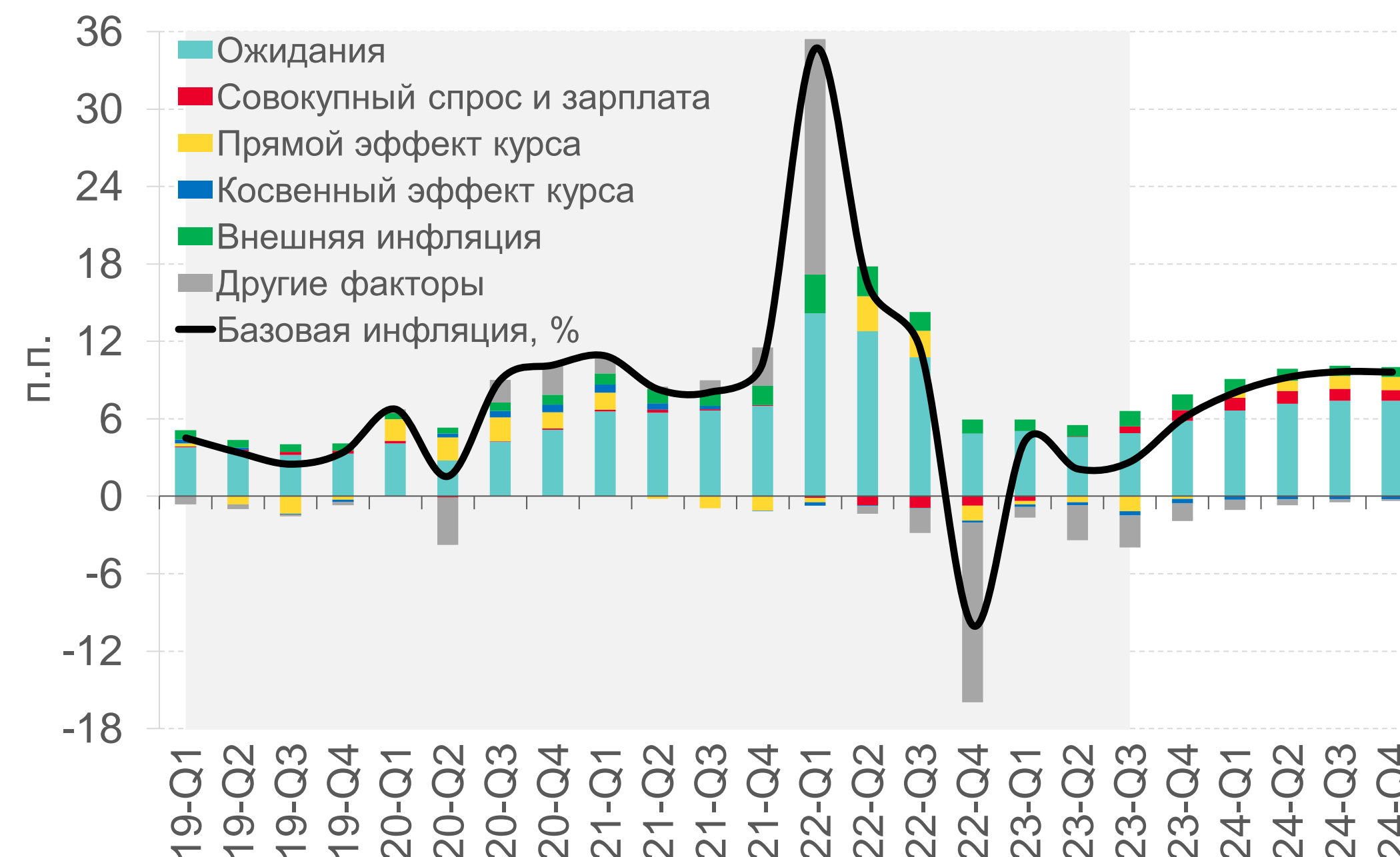
Прогноз годовой инфляции (г/г; на базе QPM)



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; на базе QPM)



Перегретый спрос и рост зарплат формируют условия для увеличения издержек. Вклад курса в инфляцию останется положительным вследствие ослабления рубля в терминах корзины валют.

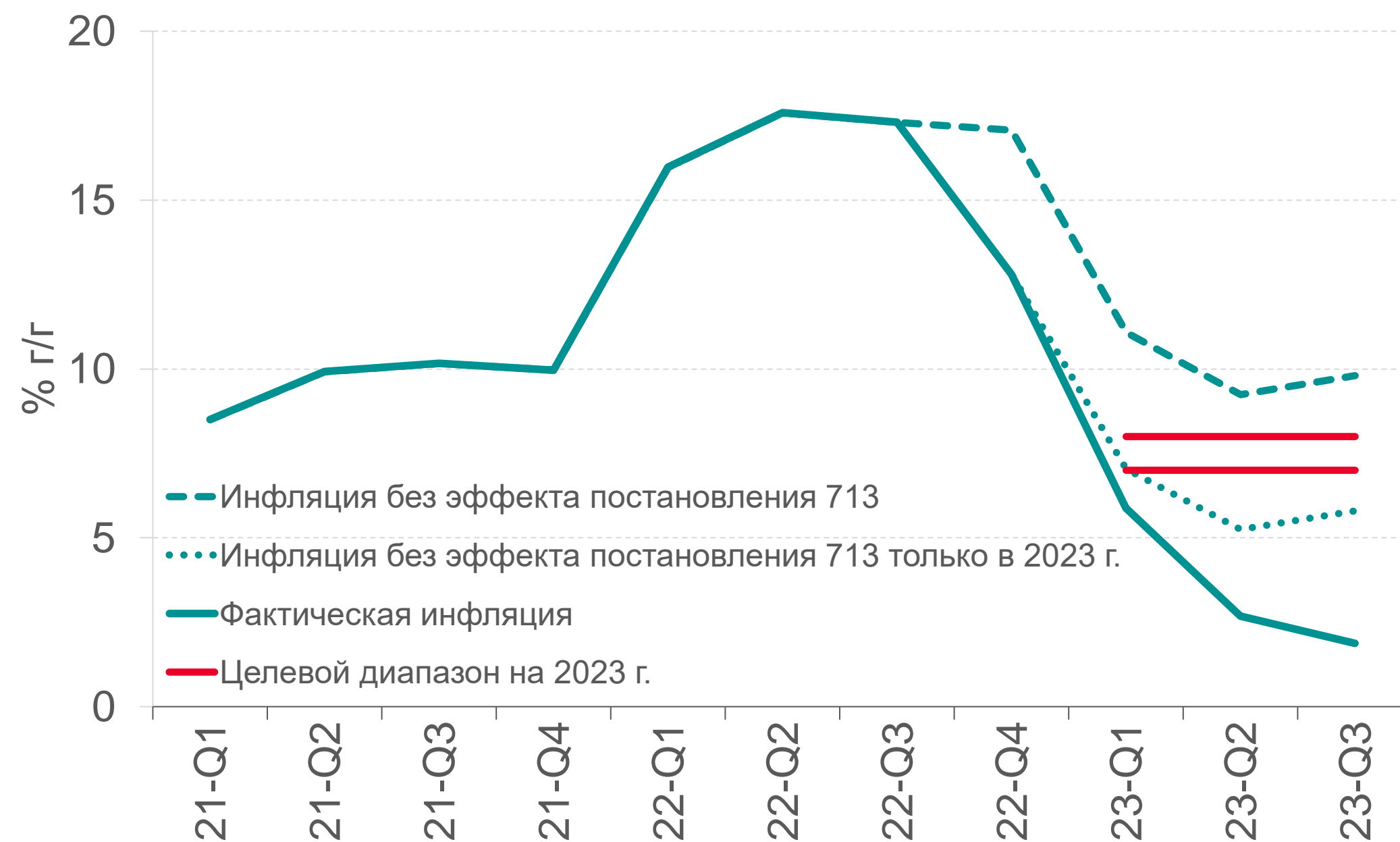
При действующей системе ценового контроля трансформация рыночных факторов в цены будет растянутой во времени.

Противоречивость дизайна макроэкономической политики и риски

- **Обеспечение макроэкономической стабильности вступает во все большие противоречия с целевыми установками властей:**
 - из-за временной задержки между принятием мер монетарной политики и их максимальными эффектами на цены достижение цели по инфляции в 6% в 2024 г. без директивного вмешательства выглядит проблематичным, даже если начать ужесточать политику в конце 2023 г.;
 - «сбитие» инфляционного давления может потребовать резкого и масштабного ужесточения монетарной политики, что будет болезненно для экономики и, скорее всего, неприемлемо для властей.
- **Сохранение тотального ценового контроля – ключевой риск более низкой инфляции в сравнении с базовым прогнозом в 2024 году:**
 - в перегретой экономике и в сочетании с избыточно мягкой монетарной политикой приведет к накоплению инфляционного навеса и разрастанию макроэкономических дисбалансов.
- **Риски, не связанные с внутренней экономической политикой:**
 - разрывы логистических цепочек экспорта/импорта;
 - проинфляционное давление со стороны России из-за чрезмерного бюджетного стимула;
 - ускорение глобальной инфляции и разрывы цепочек поставок в мире.

Инфляционный навес растет – ≈4-8% в III квартале, ... целесообразность ценового контроля сомнительна

Годовая инфляция (г/г)



Сценарные симуляции (на базе QPM)



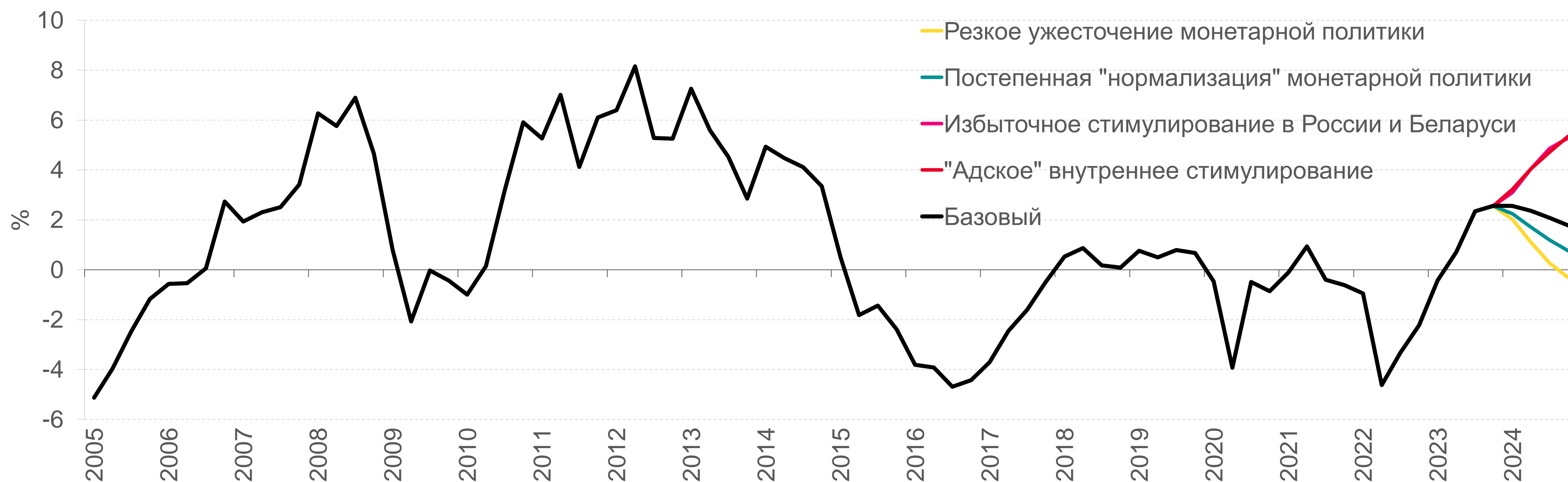
Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

Примечание: г/г – темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу соответствующего квартала предыдущего года. Разрыв выпуска представляет собой отклонение реального ВВП от своего равновесного уровня.

Попытка обеспечить прирост ВВП на 3,8% в 2024 г. в сочетании с тотальным ценовым контролем при ограниченном потенциале роста (≈1% в год) приведет к масштабному перегреву спроса и формированию сильного инфляционного и девальвационного давления.

Мягкая рецессия – благоприятный сценарий для белорусской экономики

Разрыв выпуска в рамках сценарных симуляций (на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

Примечание: разрыв выпуска представляет собой отклонение реального ВВП от своего равновесного уровня.

Постепенное ужесточение монетарной политики в сочетании со смягчением ценового контроля позволит вернуть ВВП на траекторию сбалансированного роста и с меньшими потерями выйти из накопленных дисбалансов.