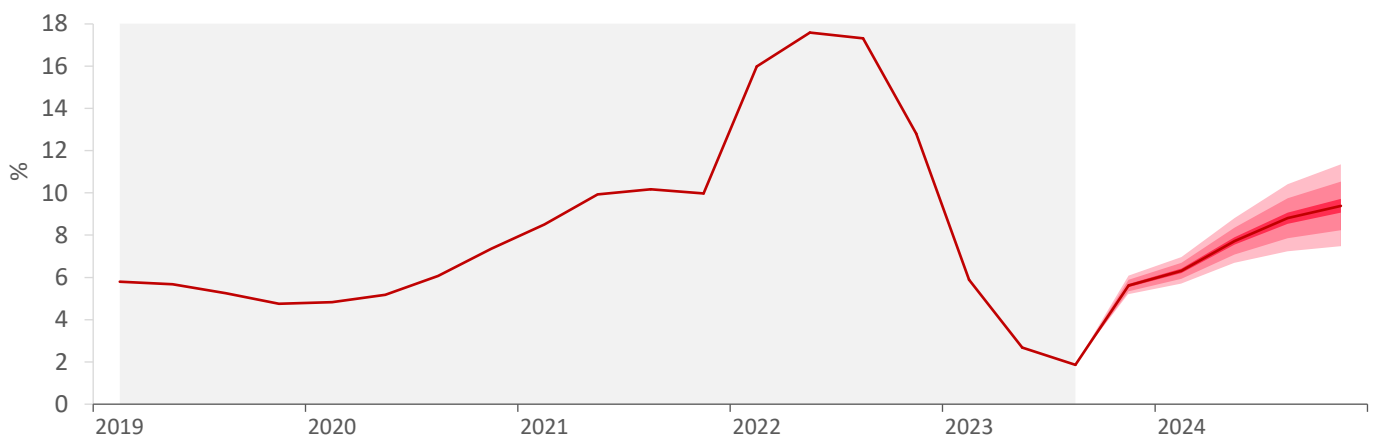


Риски сильного ускорения роста цен в 2024 году усиливаются, несмотря на сохранение низкой инфляции в III квартале 2023 года

Годовая инфляция в сентябре обновила исторический минимум на уровне 2,0% г/г, а аннуализированный квартальный прирост потребительских цен (с устранением сезонности) оставался низким – 5,3% кв/кв в июле – сентябре 2023 г. Тотальный ценовой контроль продолжал препятствовать трансформации увеличившегося инфляционного давления со стороны внутреннего спроса и заработных плат в фактический рост цен.

В условиях перегрева экономики и усиления внешнего ценового давления инфляция в Беларуси ускорится в IV квартале – до 5–6% г/г на конец 2023 г. Эффекты избыточно стимулирующей внутренней экономической политики увеличатся в 2024 г. – инфляция прогнозируется в размере 8–10% г/г по итогам 2024 г. (рис 1). Для недопущения разрастания макроэкономических дисбалансов целесообразно переходить к постепенному смягчению политики ценового регулирования и ужесточению денежно-кредитных условий в IV квартале 2023 г.

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



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

Примечание: на рисунке представлен сезонно сглаженный показатель. Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры Х13 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. Подробнее см. в WP BEROC по. 82 «Квартальная модель прогнозирования для Беларуси: методологические аспекты и практическое применение».

Ни BEROC, ни лица, его представляющие, не могут быть ответственными за использование информации, содержащейся в данном бюллетене. Несмотря на всю тщательность подготовки материала, ни BEROC, ни лица, его представляющие, 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. BEROC не несет ответственности за потери и/или убытки любого рода, связанные с использованием информации, представленной в бюллетене.

1 Динамика инфляционных процессов

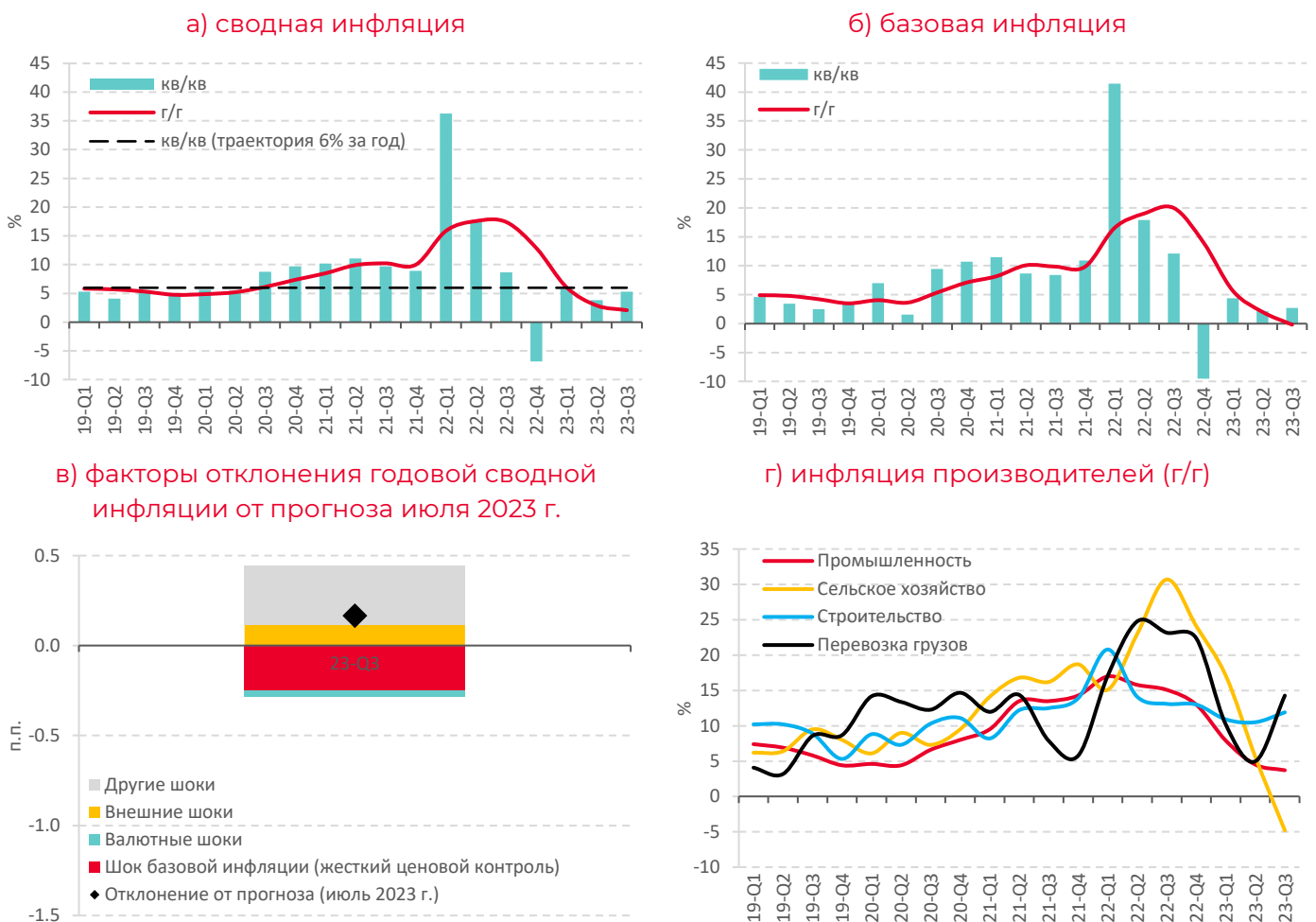
Инфляция в III квартале 2023 г. оставалась ниже траектории 6% в пересчете на год

За III квартал 2023 г. потребительские цены выросли на 5,3% в аннуализированном представлении с устранением сезонности (далее – % кв/кв).ⁱ Квартальный рост цен увеличился в сравнении с предыдущим периодом (рис 2.а), однако повышение произошло за счет административно регулируемых и волатильных компонент потребительской корзины. Так как квартальный рост цен в III квартале 2023 г. оставался существенно ниже показателя аналогичного периода прошлого года, годовая инфляция (по индексу потребительских цен; ИПЦ) переписала исторический минимум и достигла 2,0% в сентябре 2023 г. (далее – % г/г).ⁱⁱ

Годовая инфляция отклонилась на ≈0,2 п.п. вверх от траектории июльского прогноза

Отклонение от прогноза главным образом связано с более сильным, чем ожидалось в июле, ускорением небазовой инфляции, в том числе за счет существенного роста волатильных цен на плодоовощную продукцию (вклад других шоков на рис 2.в). Сохранение же тотального ценового контроля со стороны правительства продолжило сдерживать инфляцию в несколько большей мере, чем прогнозировалось в июле 2023 г.

Рис 2. Динамика потребительской инфляции и инфляции производителей



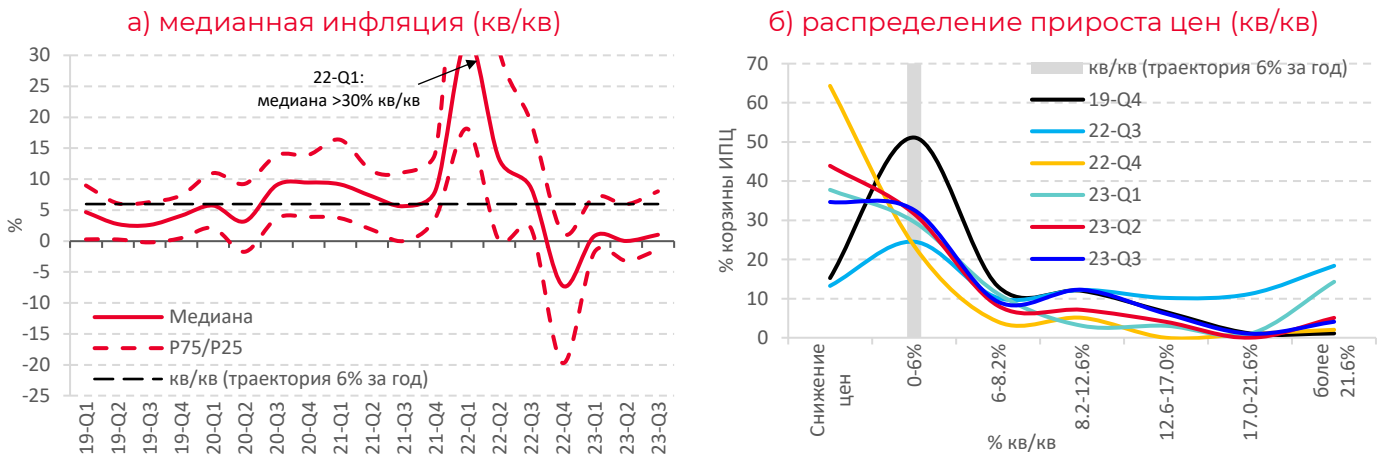
Источник: расчеты BEROC на основе данных Белстата, QPM BEROC.

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.

Базовая и медианная инфляция оставались чрезвычайно низкими в III квартале 2023 г.

Базовая инфляция в III квартале 2023 г. составила 2,7% кв/кв, а медианная – 1,0% кв/кв (рис 2.б; рис 3.а). Распределение изменений цен компонент потребительской корзины оставалось нетипичным для Беларуси, однако доля подешевевших позиций уменьшилась с ≈44% в II квартале до ≈35% в III квартале 2023 г. (рис 3.б). Динамика базовой и медианной инфляции по-прежнему искажалась строгим ценовым регулированием – эти показатели в сложившихся условиях не являются индикаторами устойчивого ценового давления.

Рис 3. Динамика медианной инфляции и распределение прироста относительных цен



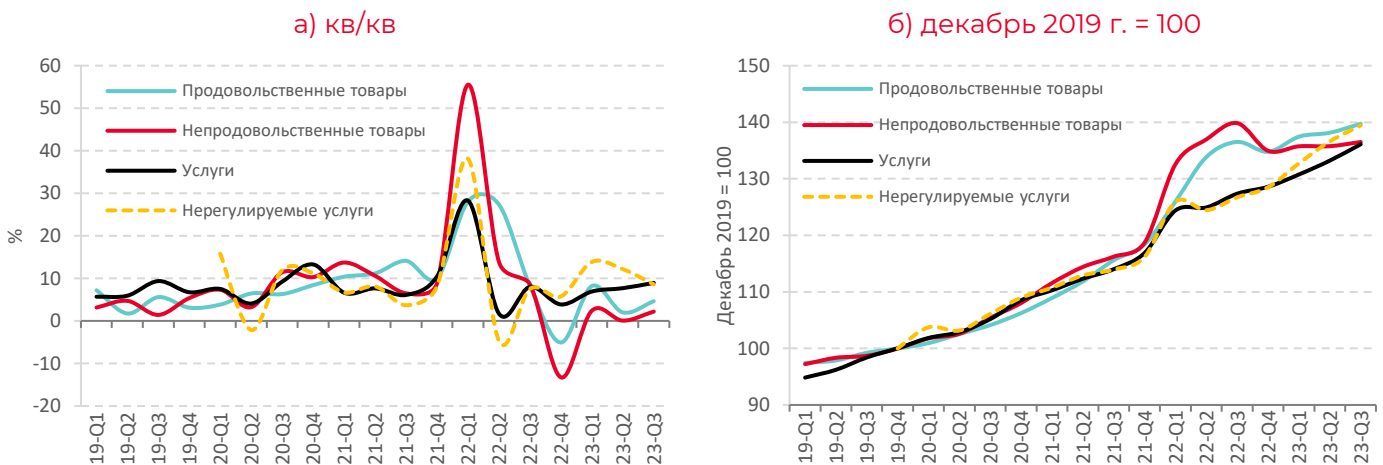
Источник: расчеты BEROC на основе данных Белстата.

Примечание: медианная инфляция и распределение прироста цен рассчитаны по данным 98 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 перцентилья, а на 25% товаров – медленнее 25-го перцентилья).

Подавленный рост цен на непроизводительные товары ограничивал инфляцию

Цены на непроизводительные товары увеличились на 2,2% кв/кв в III квартале 2023 г. (рис 4.а). При этом половина укрупненных позиций подешевела (рис 5.б), несмотря на повышение проинфляционного давления со стороны расширявшегося внутреннего спроса и напряженной ситуации на рынке труда. Жесткий ценовой контроль со стороны правительства продолжил ограничивать возможности производителей и ритейлеров по переносу издержек в цены.

Рис 4. Динамика инфляции и цен укрупненных компонент ИПЦ (с устранением сезонности)



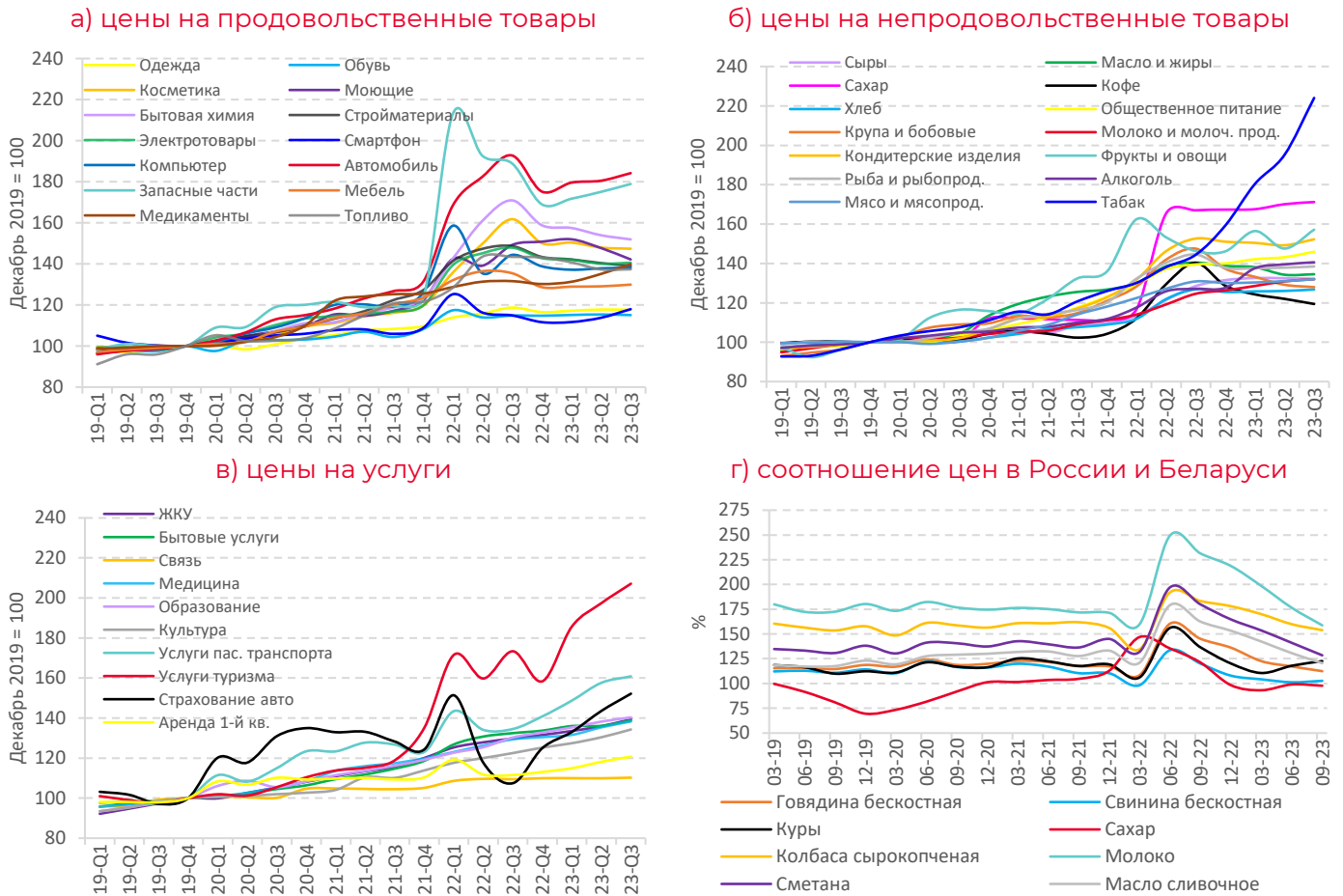
Источник: расчеты BEROC на основе данных Белстата.

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

Продовольственная инфляция ускорилась за счет волатильных и регулируемых правительством позиций

Цены на продовольственные товары выросли на 4,7% кв/кв в III квартале (рис 4.a). Определяющий вклад внесло ускорение прироста цен на плодоовощную продукцию (~29% кв/кв), что может быть связано с менее качественным урожаем отдельных овощей и фруктов в 2023 г. в сравнении с прошлым годом. Значимое влияние также оказало удорожание табачных изделий (более 70% кв/кв) на фоне поднятия ставок акцизов и повышение цен на общественное питание (почти на 8% кв/кв), которое может объясняться высоким потребительским спросом (рис 5.a).

Рис 5. Динамика цен на отдельные позиции потребительской корзины (с устранением сезонности)



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

Примечание: 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.

Услуги продолжили дорожать фронтально (рис 5.в), оставаясь драйвером инфляции

Инфляция в сегменте услуг оценивается в 9% кв/кв в III квартале 2023 г. Прирост цен на нерегулируемые услуги – прокси устойчивого инфляционного давления – оставался высоким вблизи 9% кв/кв, но замедлился в сравнении с первой половиной 2023 г. (рис 4.a). Замедление рыночной сервисной инфляции преимущественно объясняется ослаблением ценовой динамики крайне волатильных компонент (авиаперелеты, железнодорожный транспорт международного сообщения, туризм) и санаторно-оздоровительных услуг. Вероятно, на снижение темпов роста цен отмеченных компонент повлияло сильное укрепление белорусского рубля к российскому в III квартале 2023 г.

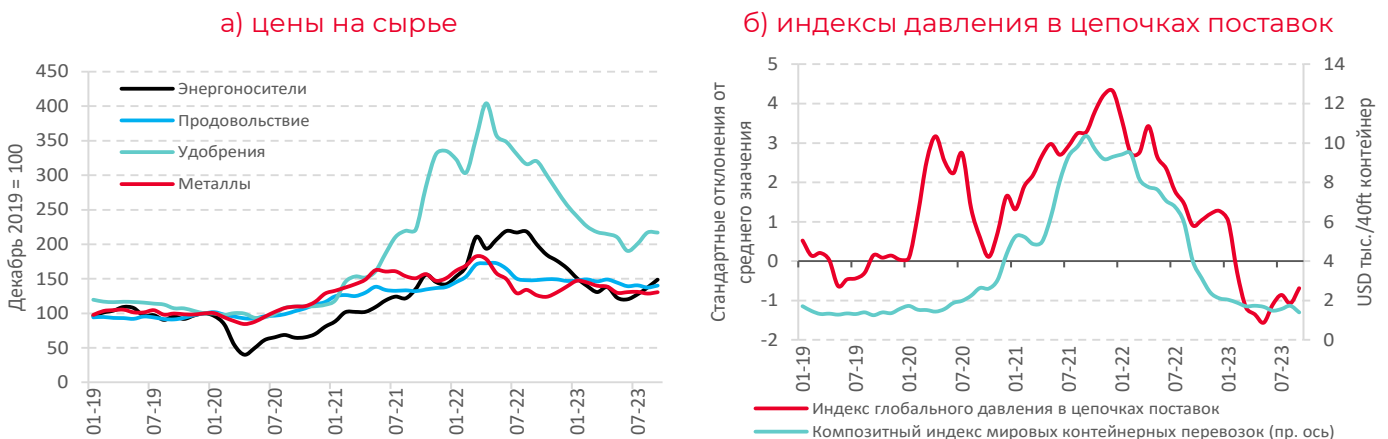
В целом инфляция в нерегулируемых услугах оставалась высокой в III квартале (рис 4.а). При этом уровень цен в рассматриваемом сегменте потребительской корзины существенно отклонился вверх от уровня цен на непродовольственные товары (рис 4.б). Такая динамика ценовых индексов может указывать на сохранение проинфляционного давления в белорусской экономике, трансформация которого в фактическую инфляцию в товарном сегменте подавлялась тотальным ценовым контролем. При этом увеличение масштаба расхождения в уровнях цен на нерегулируемые услуги и непродовольственные товары может сигнализировать о накоплении инфляционного навеса, который может вылиться в ускоренное подорожание товаров при смягчении госрегулирования.

2 Драйверы инфляции

Значимого инфляционного давления на белорусский рынок со стороны внешнего сектора не отмечено в III квартале 2023 г., однако риски его усиления повысились

Давление на цены со стороны спроса в мире уменьшилось в III квартале: согласно данным S&P Global PMI количество компаний, отметивших высокий спрос в качестве причины повышения цен, опустилось в сентябре до одного из самых низких значений с начала 2021 г. В условиях ослабления глобального спроса на товары давления на цены со стороны глобальных цепочек поставок в III квартале текущего года не наблюдалось (рис 6.б).

Рис 6. Мировые цены на сырье и ценовое давление в цепочках поставок



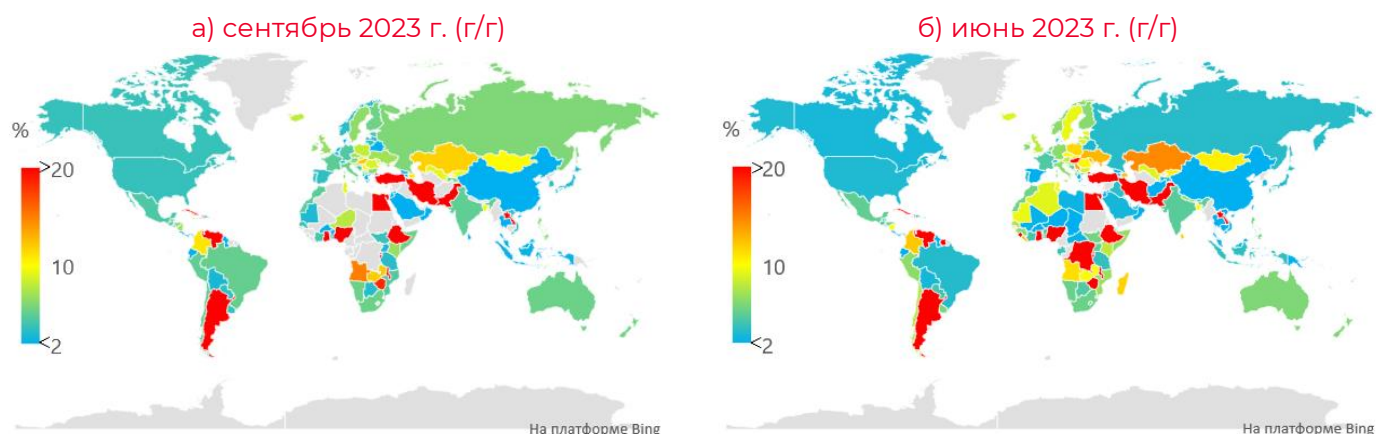
Источник: Всемирный банк, ФРБ Нью-Йорка, Drewry World Container Index, Drewry Supply Chain Advisors.

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

Со стороны предложения ценовое давление в мире в III квартале 2023 г. сохранялось. Вызванные пандемией изменения на рынке труда продолжают отражаться в повышенных издержках на оплату труда, особенно в развитых странах. Кроме того, сырьевые товары в среднем подорожали на 4,8% в III квартале 2023 г. по отношению к II кварталу 2023 г. (по расчету на основе долларového индекса Всемирного банка). Увеличение стоимости сырья стало следствием роста долларовых цен на энергоносители на 8,6% в III квартале, в то время как неэнергетические товары подешевели на 2,2% (рис 6.а).

Угроза разрастания военных действий на Ближнем Востоке усиливает риски повышения цен на энергоносители в краткосрочной перспективе. Прямое инфляционное влияние на белорусский рынок будет ограниченным в силу регулирования цен на топливо на внутреннем рынке и сохраняющихся выгод для белорусских нефтепереработчиков от наличия дисконта российской Urals к Brent. Вместе с тем возможны косвенные проинфляционные эффекты из-за поддержания повышенной инфляции в мире (рис 7).

Рис 7. Инфляция в мире



Источник: Trading Economics, национальные статистические ведомства.

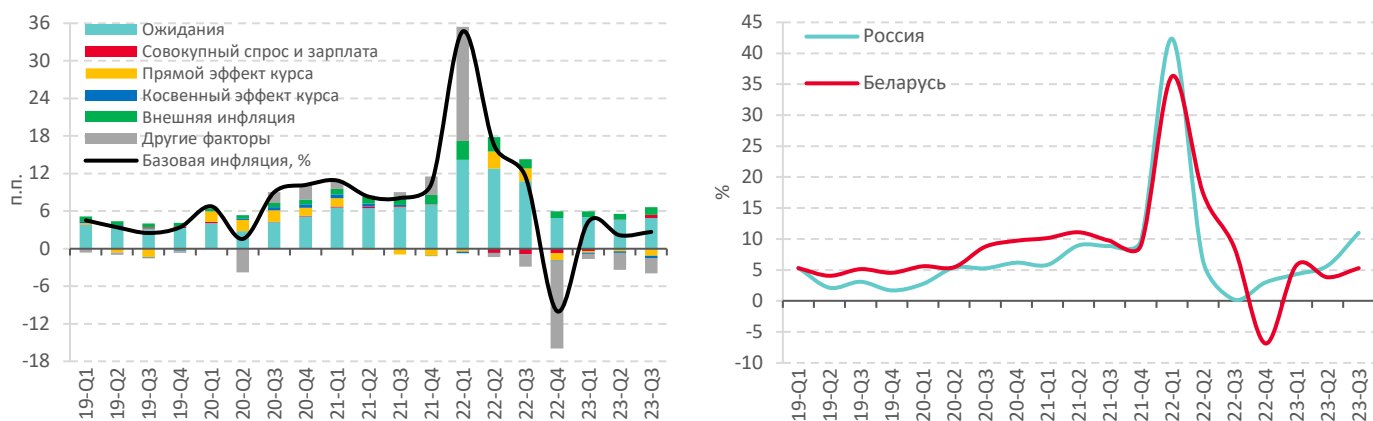
Примечание: г/г – темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу соответствующего квартала предыдущего года.

Рост цен в России существенно ускорился в III квартале и станет фактором инфляционного давления в Беларуси в IV квартале 2023 г.

Инфляция в России за III квартал 2023 г. оценивается около 11% кв/кв – почти в два раза выше в сравнении с предыдущим кварталом (рис 8.б). Дефицит работников, перегрев внутреннего спроса масштабным фискальным импульсом и ослабление российского рубля выступали главными факторами ценового давления в России. Отмеченные факторы продолжают влиять на инфляцию в России в IV квартале, что приведет к ее сохранению сильно повышенной относительно цели Банка России в 4%. Если в III квартале проинфляционное влияние со стороны России на белорусский рынок было во многом нейтрализовано укреплением белорусского рубля к российскому (рис 8.а), то в IV квартале внешнее ценовое давление усилится, так как локальный минимум курса RUB/BYN, скорее всего, был пройден в III квартале 2023 г.

Рис 8. Декомпозиция базовой инфляции в Беларуси и инфляция в России

а) декомпозиция базовой инфляции на основе QPM (кв/кв, логарифмированные данные) б) инфляция (кв/кв) в Беларуси и России



Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC, 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.

Тотальный ценовой контроль оставался главным ограничителем инфляции

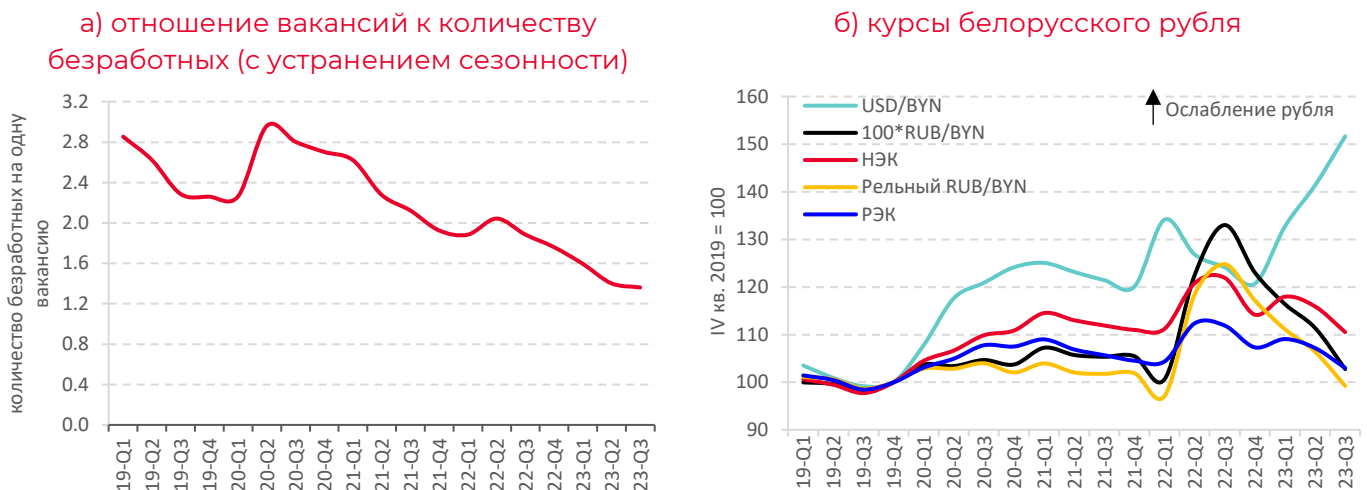
Результаты декомпозиции базовой инфляции на базе QPM показывают, что отрицательный вклад не объясняемых моделью факторов (в котором учитывается влияние госрегулирования цен) в аннуализированное значение базовой инфляции оставался значительным в III квартале 2023 г. (рис 8.а). Строгое регулирование по-прежнему в существенной мере подавляло перенос ценового давления в фактический рост цен, но способствовало накоплению инфляционного навеса.

Состояние валютного курса оценивается дезинфляционным в III квартале 2023 г.

В среднем за III квартал 2023 г. белорусский рубль в номинальном выражении (измеренный через показатель номинального эффективного курса) укрепился на 4,7% по сравнению с предыдущим кварталом (рис 9.б), а в терминах корзины иностранных валют – на 2,4%. Национальная валюта подорожала на 7,7% относительно российского рубля, в то время как ее стоимость по отношению к доллару, евро и китайскому юаню снизилась. Расчеты на базе QPM показывают, что валютный курс имел дезинфляционное прямое воздействие на инфляцию в Беларуси в III квартале текущего года (рис 8.а).

Косвенное проинфляционное влияние валютного курса на ценовую динамику, связанное с выравниваем соотношения цен на торгуемые товары внутри Беларуси и в странах – торговых партнерах, также отсутствовало в III квартале 2023 г. (рис 8.а). Белорусский рубль в среднем в III квартале оценивается переоцененным относительно равновесного уровня реального эффективного курса (рис 10.б), а соотношение цен на торгуемые товары в России и Беларуси опустилось ниже среднего уровня 2021 г. по большинству рассматриваемых позиций (рис 5.г).

Рис 9. Рынок труда и динамика курсов белорусского рубля



Источник: расчеты BEROC на основе данных Белстата, Министерства труда и соцзащиты, Нацбанка Беларуси.
Примечание: НЭК и РЭК – соответственно номинальный и реальный эффективный курс белорусского рубля.

Инфляционные ожидания в III квартале 2023 г. оставались заметно ниже прошлогодних значений

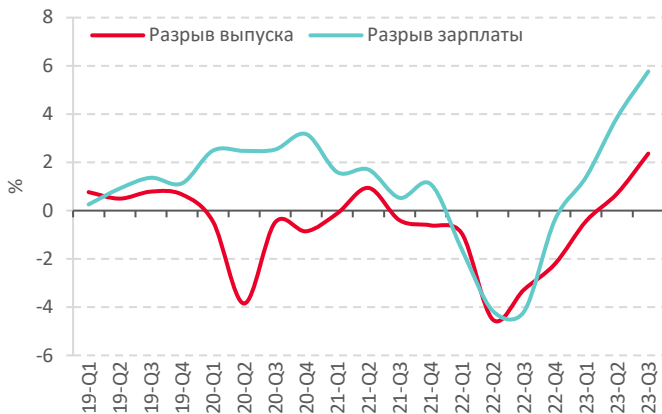
Оценки на основе опросов домашних хозяйств (BEROC) показывают, что ожидаемая населением инфляция через год в сентябре оставалась вблизи июньского показателя – заметно ниже прошлогоднего уровня. Схожие результаты получены и в рамках QPM: вклад ожиданий (оцененных внутри модели) в базовую инфляцию оставался ниже значений 2021–2022 г. (рис 8.а).

Проинфляционное давление со стороны внутреннего спроса усилилось в III квартале

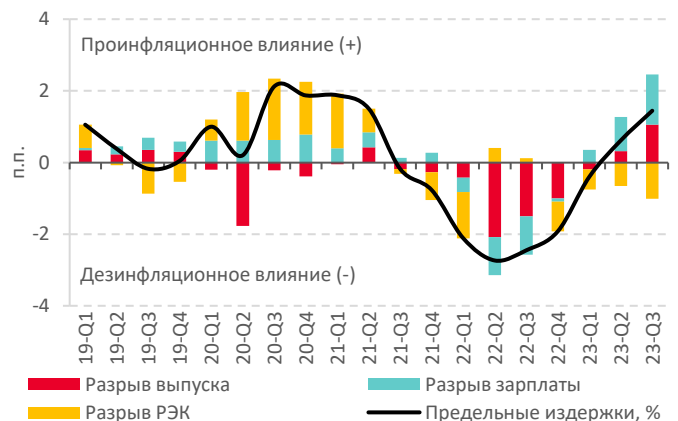
В III квартале 2023 г. ВВП, *по предварительным оценкам*, вырос на $\approx 1,6-1,8\%$ к предыдущему кварталу (с устранением сезонности). В результате положительный разрыв выпуска расширился и объем ВВП мог более чем на 2% превысить равновесный уровень (на основе QPM; *рис 10.а*). Расширение положительного разрыва выпуска указывает на перегрев белорусской экономики в среде избыточного монетарного и бюджетного стимулирования. В силу ограниченных возможностей производителей товаров и услуг в подстройке под усилившийся спрос формируется давление к повышению издержек производства и отпускных цен.ⁱⁱⁱ

Рис 10. Динамика индикаторов внутреннего инфляционного давления

а) разрывы выпуска и реальной зарплаты (на базе QPM)



б) прокси реальных предельных издержек (на базе QPM)



Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC для Беларуси.

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

Динамика заработной платы становится все более угрожающей для инфляции

Реальная зарплата продолжила активно расти в III квартале, а ее размер существенно превышал равновесный (или инфляционно-нейтральный) уровень (*рис 10.а*). Стремительный рост зарплат объясняется как влиянием дисбалансов на рынке труда (*рис 9.а*), так и, с высокой вероятностью, административным стимулированием (в том числе бюджетными методами). Уровень оплаты труда становится все более проинфляционным (*рис 10.б*), а его потенциальное негативное воздействие на цены при смягчении контроля над ними со стороны государства усилится в случае продолжительного поддержания масштабных монетарных и бюджетных стимулов.

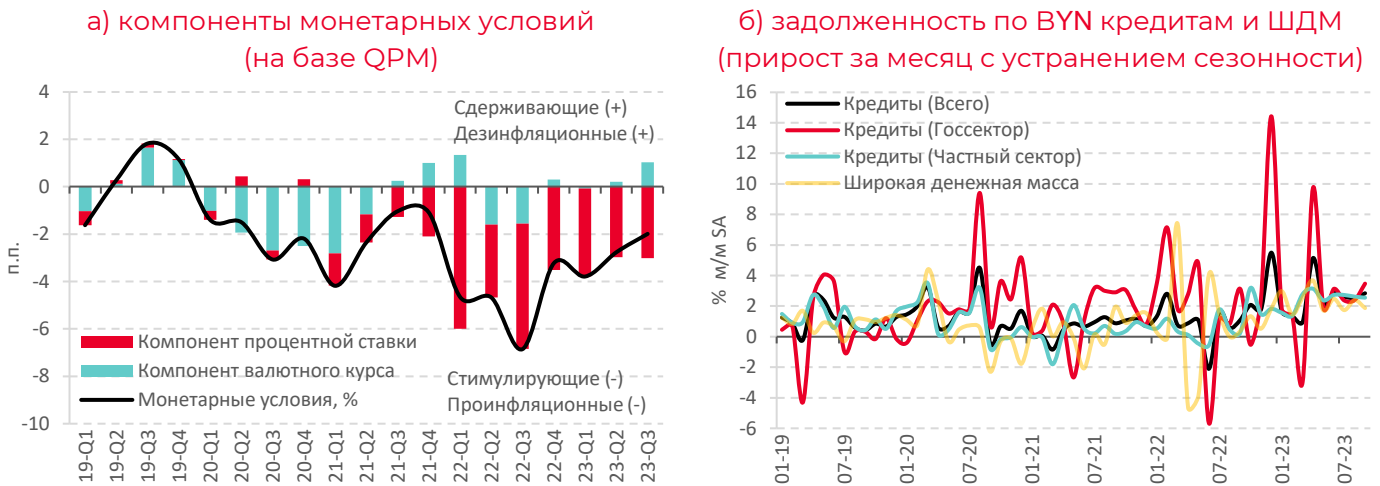
3 Монетарные условия

Монетарные условия сохраняли стимулирующий характер в III квартале 2023 г.

Нацбанк не изменял размер ставки рефинансирования и не регулировал ликвидность банков рыночными инструментами. Профицит ликвидности банковской системы оставался значительным, что поддерживало номинальную ставку рублевого межбанковского рынка вблизи 1–2%. Средние номинальные процентные ставки по срочным рублевым вкладам и рублевым рыночным кредитам в таких условиях оставались вблизи исторических минимумов.

Реальные процентные ставки кредитно-депозитного рынка в среднем оставались ниже своих равновесных уровней, оцененных на базе QPM (рис 11.a).^{iv} Мягкие денежно-кредитные условия поддерживали высокие темпы роста рублевого кредитования (рис 11.б). Следует отметить, что в III квартале появились признаки ослабления роста выдач новых кредитов в условиях перегрева экономики, но их объем по-прежнему оставался значительным. Рост денежной массы в III квартале продолжил опережать рост потенциального ВВП Беларуси, что является дополнительным признаком накопления инфляционного навеса. В структуре рублевой денежной массы доля наличных и текущих счетов в III квартале 2023 г. оставалась вблизи максимумов за двадцать лет – около 59%.

Рис 11. Монетарные условия



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

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

Белорусский рубль в III квартале 2023 г. был переоцененным относительно уровня равновесного реального эффективного курса (рис 11.a)

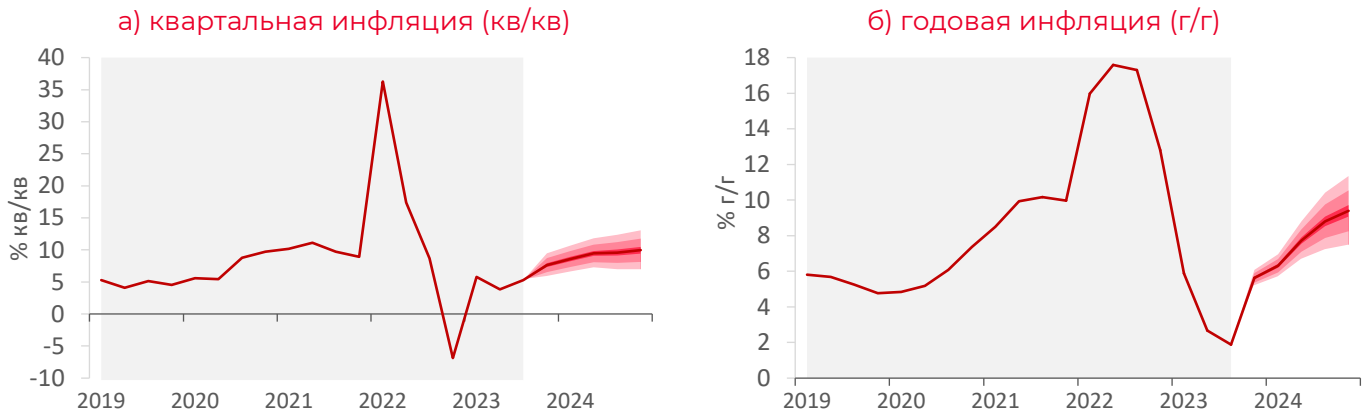
Переоцененность белорусского рубля сформировалась вследствие его существенного укрепления к российскому рублю. Это способствовало ограничению проинфляционных последствий ускорения роста цен в России для белорусского рынка. Вместе с тем конкурентные преимущества белорусских производителей на российском рынке продолжили ослабевать. Влияние переоцененного рубля на экспорт в III квартале 2023 г. не было выраженным, во многом из-за сохранения высокого спроса со стороны военно-промышленного комплекса России и действия настроенных схем поставок калийных удобрений и нефтепродуктов через территорию России.

4 Краткосрочный прогноз

Инфляция ускорится до 5–6% г/г к концу 2023 года

Перегретый внутренний спрос и существенное повышение заработных плат формируют условия для увеличения издержек, которые будут транслироваться в рост потребительских цен (рис 12.a). Дополнительное проинфляционное влияние в IV квартале текущего года окажет ускорение роста цен в России и ожидаемое ослабление белорусского рубля к корзине иностранных валют на фоне ухудшения состояния внешней торговли. Кроме того, в октябре-ноябре 2023 г. из расчета годовой инфляции выйдет шок снижения цен в октябре-ноябре 2022 г., что приведет к резкому повышению данного показателя (рис 12.б).

Рис 12. Прогноз инфляции в Беларуси



Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC 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.

В 2024 году инфляция ускорится до 8–10% г/г

При действующей системе ценового регулирования трансформация рыночных факторов в потребительские цены будет растянутой во времени. Наибольшие проинфляционные эффекты, сгенерированные избыточно стимулирующей внутренней экономической политикой в 2023 г., прогнозируются во второй половине 2024 г. Ценовое давление со стороны инфляции в России сохранится, но будет ослабевать во втором полугодии 2024 г. по мере замедления темпов роста цен в России. Вклад курса белорусского рубля в инфляцию останется положительным вследствие ослабления рубля к корзине валют.

Базовый сценарий основывается на допущении, что действующая система ценового регулирования продолжит функционировать в 2024 году

В то же время на фоне усиления давления на издержки производителей и вероятного ухудшения финансового положения ритейлеров госорганы могут более «охотно» идти на согласование повышения отпускных цен. В базовом сценарии предполагается, что быстрой реализации накопленного инфляционного навеса не произойдет в 2024 г.

Базовый сценарий прогноза предполагает, что монетарная политика продолжит ориентироваться на поддержку экономической активности, уделяя инфляционным рискам вторичное значение

Монетарные условия, при отсутствии сильных шоков, останутся стимулирующими в 2024 г. Вместе с тем в базовом сценарии предполагается, что на фоне ускорения инфляции Нацбанк будет стремиться задействовать имеющиеся в его распоряжении рычаги для недопущения еще большего смягчения денежно-кредитных условий в сравнении с 2023 г. Эти инструменты могут включать повышение нормативов обязательных резервов для банков, ужесточение пруденциальных норм для ограничения кредитования и, менее вероятно, возврат Нацбанка к активному регулированию ликвидности банковской системы. Из-за временной задержки между принятием мер в области монетарной политики и их максимальными эффектами на цены достижение целевого ориентира инфляции в 6% по итогам 2024 г. исключительно с помощью монетарных рычагов потребует существенного ужесточения денежно-кредитных условий уже в 2023 г., что представляется мало реалистичным.

5 Риски прогноза

Продолжительное сочетание избыточно мягкой монетарной политики и тотального ценового контроля приведет к накоплению масштабного инфляционного навеса

Если цены в 2024 г. останутся крайне негибкими в ответ на изменение экономических условий, а масштаб монетарного стимулирования деловой активности сохранится неизменным или расширится, то угроза макроэкономической и финансовой дестабилизации станет высоко вероятной. Определить период ее реализации затруднительно, однако негативные эффекты будут включать масштабный ценовой всплеск, резкое ужесточение денежно-кредитной политики и экономический спад, который может быть сопряжен с банковским кризисом. Примером подобного кризиса являются события 2011 г., однако существенным отличием от той ситуации является использование в настоящее время гибкого курсообразования. В среднем в III квартале 2023 г. белорусский рубль в терминах реального эффективного курса был переоценен, однако масштаб переоцененности был небольшим в отличие от конца 2010 – начала 2011 г. В связи с этим вероятность драматической девальвации национальной валюты представляется небольшой даже при реализации описанного выше риска.

Проинфляционные риски со стороны России сохраняют актуальность

Довольно существенной представляется угроза более сильных, чем предполагает базовый сценарий, негативных эффектов фискального стимулирования для ценовой стабильности в России и динамики курсов российского рубля. Реализация этого риска приведет к более масштабному ценовому давлению в Беларуси и ослаблению белорусского рубля в 2024 г.

Разрывы логистических цепочек могут иметь проинфляционные последствия

Как ужесточение подходов к поставкам со стороны стран – посредников, так и ухудшение финансового положения белорусских организаций могут привести к резким сбоям как импортных, так и экспортных потоков. Реализация этой угрозы, помимо прочего, приведет к усилению ценового давления в Беларуси.

Вероятность ускорения глобальной инфляции возросла

В последнее время повысилась угроза разрастания военных конфликтов в разных частях мира, несущих стагфляционные последствия для глобальной экономики. Для Беларуси реализация такого сценария чревата усилением внешнего инфляционного давления.

Риски более низкой инфляции в сравнении с базовым прогнозом связаны с продолжительным сохранением жесткого подхода к ценовому регулированию

Строгий контроль за ценами со стороны правительства может сохраниться в 2024 г., так как этот инструмент сейчас де-факто является единственным регулятором инфляции. В условиях перегрева экономики затягивание выхода из жесткого госрегулирования будет ассоциироваться со все большими потенциальными издержками в виде инфляционного всплеска и резкого ужесточения монетарной политики в будущем.

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](#). QPM, использованная при подготовке настоящего материала, разработана экспертами BEROС. См.: [«Квартальная модель прогнозирования для Беларуси: методологические аспекты и практическое применение»](#).

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 С марта 2023 г. фиксируются сильные расхождения в показателях годовой инфляции. Официальные значения годовой инфляции от Белстата составили 6,03% в марте, 4,73% в апреле, 3,70% в мае, 2,86% в июне, 2,69% в июле, 2,29% в августе и 2,04% в сентябре 2023 г. Расчетные значения на основе публикуемого Белстатом индекса потребительских цен (декабрь 1990 г. = 100) (и месячных темпов инфляции с двумя десятичными знаками) составили 5,84% в марте, 4,57% в апреле, 3,53% в мае, 2,68% в июне, 2,46% в июле, 2,08% в августе и 1,87% в сентябре 2023 г. Среднее расхождение между двумя индикаторами составило 0,185 п.п., в то время как с января 2020 г. по февраль 2023 г. расхождение не превышало 0,06 п.п. (абсолютное значение). Возможно, при расчете годовой инфляции Белстат стал применять отличные от опубликованных месячные темпы инфляции за 2022 г., однако пояснений от статистического органа не последовало.

ⁱⁱⁱ По данным Минэкономики Беларуси, загрузка производственных мощностей в промышленности в сентябре 2023 г. достигла максимального с 2013 г. уровня в 70%. Численность занятого в экономике населения, по данным Белстата, за январь – август 2023 г. сократилась на 1,6% г/г после снижения на 1,6% г/г в 2022 г. Отношение количества безработных (по данным Белстата) к числу вакансий (по данным Министерства труда и социальной защиты) в III квартале 2023 г. опустилось до 1,4 безработного на вакансию (с устранением сезонности). Для сравнения в 2022 г. показатель составлял в среднем 1,9, в 2021 г. – 2,2, в 2020 г. – 2,7, в 2019 г. – 2,5.

^{iv} Для корректного оценивания отклонения реальных процентных ставок от своих равновесных (нейтральных) уровней в QPM были внесены экспертные суждения в IV квартале 2022 г., I–III кварталах 2023 г. Это связано с тем, что введение новой системы ценового регулирования привело к ad-hoc снижению цен в IV квартале 2022 г., что существенно снизило рассчитываемые непосредственно в QPM рациональные инфляционные ожидания. Так как рациональные ожидания в модели используются для расчета реальных процентных ставок, то их резкое понижение привело к резкому повышению оценок реальных процентных ставок. Вместе с тем номинальные ставки по рублевым кредитам и вкладам в рассматриваемый период несколько раз переписали исторические минимумы, кредитование активно росло, а в структуре денежной массы доля «быстрых» денег достигла максимума за более чем двадцатилетний период. Для устранения влияния ad-hoc понижения цен на оценки монетарных условий было оценено влияние шока базовой инфляции на изменение рациональных инфляционных ожиданий в рассматриваемом периоде, и на масштаб этого влияния были скорректированы оценки отклонения реальных процентных ставок от своих равновесных (нейтральных) уровней.