

Июль 2024 г.

Рост ВВП Беларуси в II квартале 2024 года сильно превысил сбалансированные темпы, но его динамика в мае – июне ослабевала

За январь – июнь 2024 г. ВВП вырос на 5% г/г, а отдельно в июне – на $\approx 3,8\%$ г/г (рис 1.б). Сезонно скорректированный объем выпуска остался вблизи уровня мая после заметного прироста весной (рис 1.а). В целом в II квартале 2024 г. прирост ВВП ускорился до 5,5% г/г после 4,3% г/г в I квартале. Объем ВВП (с устранением сезонности) увеличился на $\approx 2,3\text{--}2,4\%$ к I кварталу 2024 г. и на $\approx 3,7\%$ превысил среднее значение 2021 г. (рис 2). Динамика выпуска в II квартале сильно превзошла сбалансированные темпы. Перегрев экономики увеличился более чем до 3,5% потенциального ВВП (по предварительной оценке).

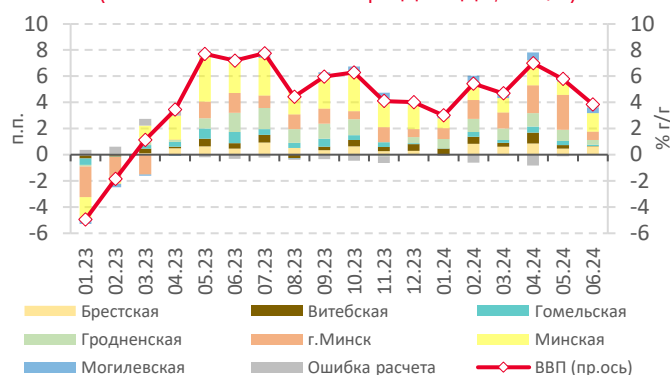
Рост ВВП в II квартале 2024 г. поддерживался высокими потребительскими расходами, возросшей инвестиционной активностью и повышенным спросом в России, в том числе в военно-промышленном комплексе. Дальнейшее расширение перегретой экономики быстрыми темпами все сильнее упирается в производственные ограничения и возросшую конкуренцию на российском рынке. В связи с этим наиболее вероятным сценарием на второе полугодие представляется стагнация. При реализации такого сценария прирост ВВП сложится вблизи 4% в целом по 2024 г. При этом для сохранения достигнутого рекордного объема выпуска может потребоваться интенсификация инвестиций в расширение мощностей и повышение производительности труда.

Рис 1. Динамика и структура роста ВВП Беларуси

а) объем ВВП в постоянных ценах на месячных данных (с устранением сезонности)



б) региональная структура годового роста ВВП (мес. к соотв. мес. пред. года, % г/г)



Примечание: оценки обновляются после уточнения данных. В составе энергетики учтено водоснабжение. Месячные данные по ВВП являются оценками и к ним следует подходить с осторожностью.

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

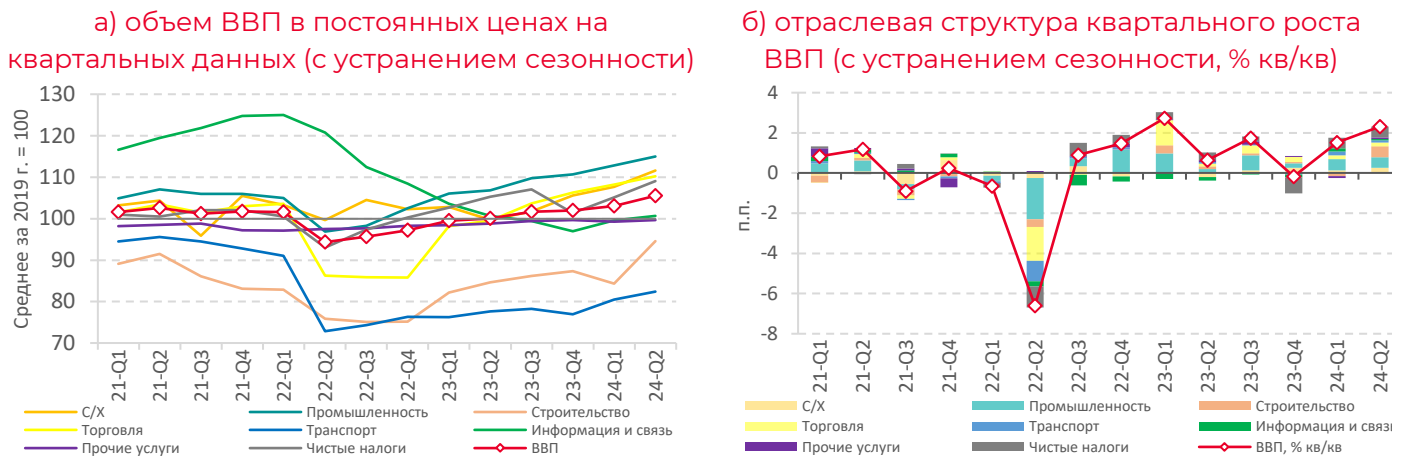
Ни BEROC, ни лица, его представляющие, не могут быть ответственными за использование информации, содержащейся в данном бюллетене. Несмотря на всю тщательность подготовки материала, ни BEROC, ни лица, его представляющие, не дают каких-либо гарантий и не принимают на себя какой-либо ответственности и обязательств 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.

Сельское хозяйство и строительство поддержали ВВП в июне и обеспечили ускорение его роста в целом по II кварталу 2024 г.: вклад сельского хозяйства в квартальный прирост ВВП оценивается ≈0,3 п.п., а строительства – ≈0,5 п.п. (рис 2.б)

Выпуск сельского хозяйства прибавил 17,6% г/г в июне. В целом в II квартале добавленная стоимость сектора (с устранением сезонности) увеличилась на ≈3,7% к уровню I квартала 2024 г. (рис 2.а). Сдвиг влево посевной и уборочной кампаний под влиянием погодных условий стал ключевым фактором роста сельхозпроизводства. Поддержку сектору также оказывал высокий внутренний и внешний потребительский спрос. Динамика выпуска сельского хозяйства в ближайшие месяцы будет волатильной из-за неравномерности сбора урожая в 2023 и 2024 гг. При этом влияние климатических особенностей текущего года на итоговый урожай является существенным фактором неопределенности.

Объем строительных работ в июне прибавил более 5% к уровню мая (рис 4.б), а в целом в II квартале добавленная стоимость сектора (с устранением сезонности) увеличилась на ≈12,1% к уровню I квартала 2024 г. (рис 2.а). Рост в июне и в II квартале частично являлся компенсационным после снижения кварталом ранее, но частично отражал возросшую инвестиционную активность. Инвестиции в основной капитал по итогам II квартала могли прибавить более 5% к уровню I квартала (с устранением сезонности). Так как их месячная динамика была «рваной» (рис 4.б), а объем оставался ниже среднего уровня 2021 г., все еще преждевременно судить об устойчивости роста инвестиций. Тем не менее, подстройка производителей под усилившийся спрос требует интенсификации инвестиционной активности для расширения мощностей и повышения производительности труда. Это особенно актуально в условиях возросшей конкуренции на российском рынке.

Рис 2. Динамика ВВП и добавленной стоимости отраслей в Беларуси



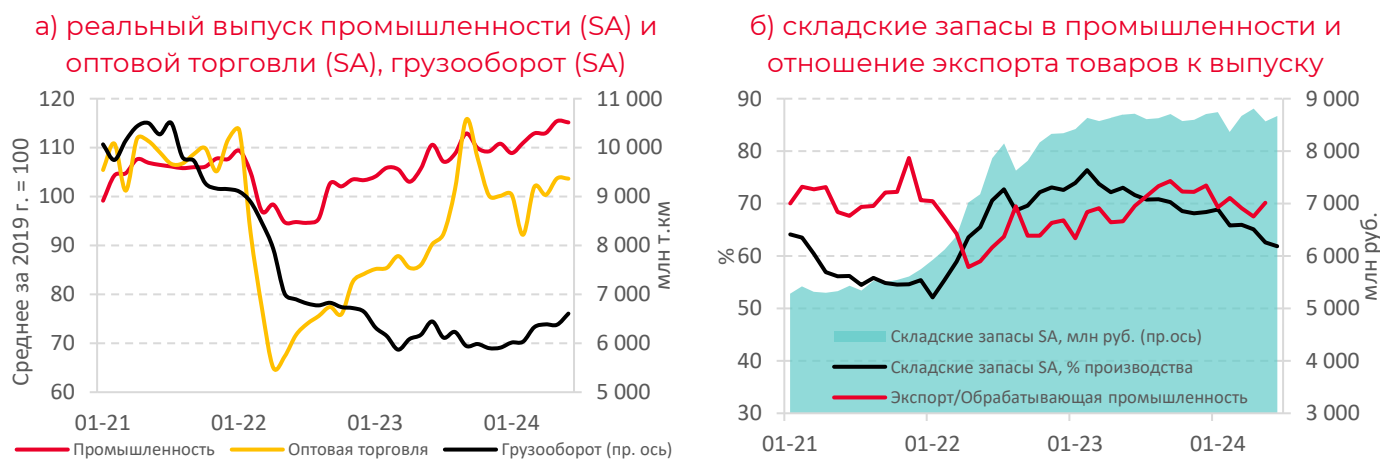
Примечание: с выходом новых данных динамика уточняется.

Промышленность сохранила высокие темпы роста в II квартале 2024 г. и обеспечила ≈0,5 п.п. квартального прироста ВВП (рис 2.б)

За II квартал сезонно скорректированная добавленная стоимость промышленности прибавила ≈1,9% к уровню I квартала, в том числе более 2% в обрабатывающих отраслях. Рост выпуска сопровождался заметным снижением запасов по отношению к объему производства (рис 3.б), что указывает на сохраняющийся высокий спрос на внутреннем и внешнем рынках. В последнем случае имел влияние сильный рост экономической активности в России, который мог преимущественно поддержать пищевой, машиностроительный (во многом связанный с ВПК) и металлургический комплексы и сопровождался наращиванием экспорта (рис 5).

Отдельно в июне выпуск промышленности (с устранением сезонности в реальном выражении) немного снизился после сильного роста в весенние месяцы (рис 3.а). Региональная динамика указывает на вероятную коррекцию вниз нефтепереработки, машиностроения и, возможно, металлургии после их роста в мае. **В среде полной загрузки производственных мощностей и высокой конкуренции на российском рынке дальнейший рост выпуска промышленности находится под большим вопросом.** Наиболее вероятным видится его замедление и переход к стагнационной динамике. Важно понимать, что даже такой сценарий предполагает необходимость инвестиций в повышение производительности, так как в противном случае даже поддержание выпуска на достигнутом уровне будет сопряжено с большими сложностями.

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.

Добавленная стоимость транспорта выросла на ≈2,4% в II квартале к I кварталу (с устранением сезонности), что добавило ≈0,1 п.п. к квартальному приросту ВВП (рис 2.б)

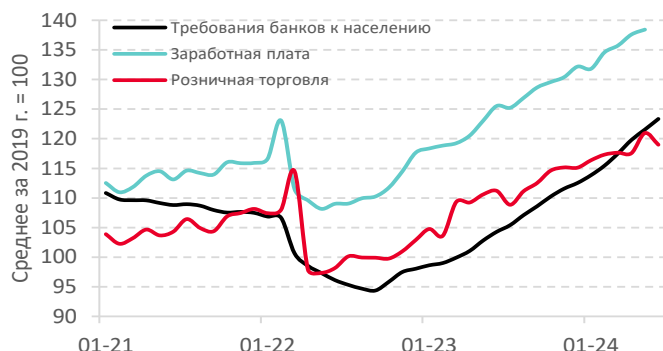
Отдельно в июне отмечен рост грузооборота (рис 3.а), в то время как пассажирские перевозки стагнировали. Вместе с тем в целом в II квартале увеличился как объем услуг грузового, так и пассажирского транспорта. Этому, вероятно, способствовало расширение внутреннего спроса и увеличение экспорта товаров (рис 5.а), которое привело к повышению спроса на услуги по его транспортировке. Несмотря на рост в II квартале, добавленная стоимость транспортного сектора оставалась более чем на 12% ниже среднего уровня 2021 г., а грузооборот в июне недотягивал более 33% до объема 2021 г. (рис 3.а).

IT-сектор показал слабый рост сезонно скорректированной добавленной стоимости в II квартале 2024 г. – примерно 1% к уровню I квартала 2024 г.

Сфера информации и связи два квартала демонстрирует сдержанное восстановление выпуска после двухлетнего спада: добавленная стоимость в II квартале оставалась на уровне середины 2019 г., почти 17% недотягивая до среднего показателя 2021 г. (рис 2.а). Даже такое ограниченное восстановление в IT-сфере и транспортном секторе способствовало увеличению экспорта услуг относительно ВВП и расширению профицита внешней торговли услугами до 4,2–4,3% ВВП (с устранением сезонности) в апреле – мае 2024 г. (рис 5.б). Такой масштаб профицита сильно недотягивает до показателей 2017–2021 гг. (в среднем 6% ВВП), что несет риски увеличения торгового дефицита товаров и услуг в случае пробуксовки процесса подстройки производителей под высокий спрос.

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.

Потребительский спрос в июне несколько скорректировался вниз после всплеска в мае (рис 4.а), но в целом в II квартале 2024 г. заметно усилился

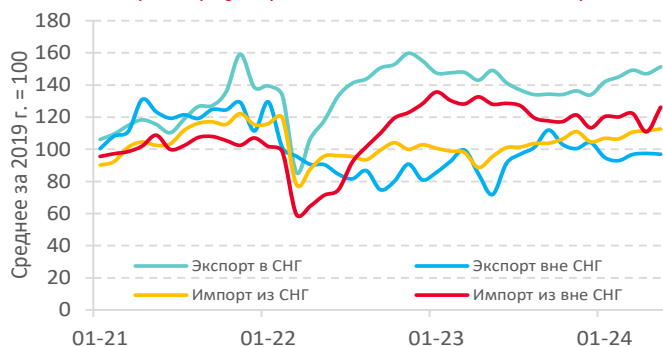
Расходы домохозяйств на товары и услуги в II квартале, по предварительной оценке, могли вырасти почти на 2% к уровню I квартала 2024 г. (с устранением сезонности) и более чем на 18% превысить средний уровень 2021 г. Расширение кредитования на фоне сохранявшихся нежесткими процентных ставок и льготных программ (рис 4.а), повышение зарплат в среде дефицита работников, высокий уровень потребительской уверенности и, вероятно, увеличение бюджетных расходов оставались факторами расширения спроса населения на товары и услуги. Усиление потребительского спроса и повышение экспорта товаров выразились в росте сезонно скорректированной добавленной стоимости торговли на $\approx 1,9\%$ в II квартале к I кварталу 2024 г. (рис 2.а).

В среде перегретой потребительской активности объем ВВП в II квартале уже более чем на 3,5% (по предварительным расчетам) превышал сбалансированный уровень

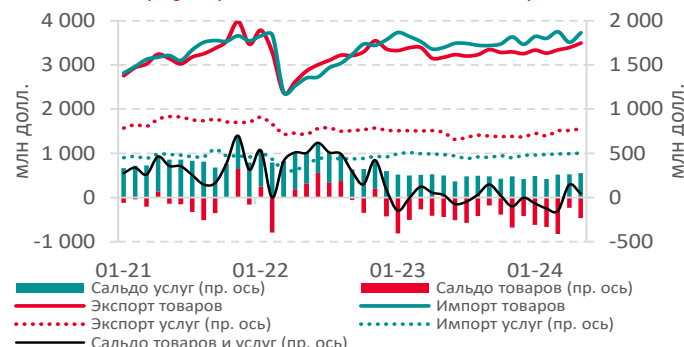
Масштаб перегрева достиг серьезного масштаба, а для подстройки стороны предложения под возросший спрос потребуются время и интенсификация инвестиций. В связи с этим для недопущения разрастания дисбалансов в экономике внутренняя экономическая политика должна становиться менее стимулирующей и даже умеренно жесткой. Это позволит «охладить» спрос и быстрее вернуть экономику к равновесному состоянию.

Рис 5. Динамика показателей внешней торговли

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



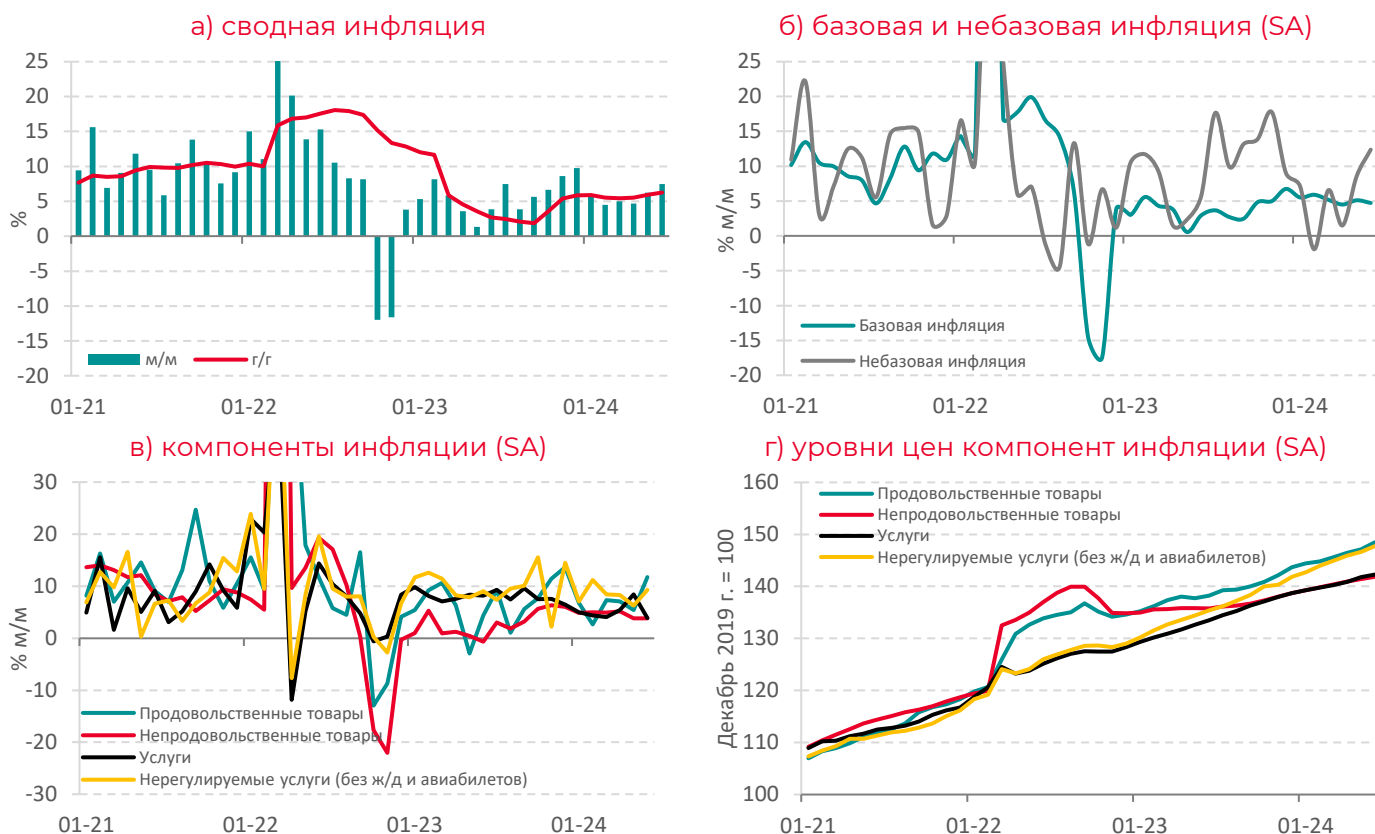
б) стоимостные объемы внешней торговли (с устранением сезонности)



Примечание: с выходом новых данных динамика уточняется.

Инфляция в июне выросла за счет волатильных цен плодоовощной продукции: годовой показатель составил 5,84% г/г после 5,72% г/г в мае, а аннуализированный прирост цен за месяц (с устранением сезонности) оценивается около 7,5% м/м (рис 6.а)

Рис 6. Динамика инфляции в Беларуси



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

Ускорение инфляции полностью объясняется динамикой ее небазового компонента (рис 6.б). В части небазовой инфляции отмечен существенный рост цен на плодоовощную продукцию – на $\approx 40\text{--}50\%$ м/м в аннуализированном представлении (с устранением сезонности). Темпы удорожания картофеля в июне оказались на десятки процентов больше сезонных, что связано со сложностями с поставками импортного овоща. Во многом из-за подорожания плодоовощной продукции в июне ускорилась инфляция в продовольственном сегменте (рис 6.в).

Базовая инфляция в июне оставалась низкой для сложившихся макроэкономических условий – ниже 5% м/м с устранением влияния сезонного фактора (рис 6.б). Аннуализированный сезонно скорректированный прирост цен непродовольственных товаров в мае-июне держался немного ниже 4% м/м (рис 6.в). Такой темп является крайне сдержанным и обусловлен практикой тотального ценового контроля, не позволяющей проинфляционным факторам свободно трансформироваться в рост цен на товары. В сфере нерегулируемых услуг (за исключением крайне волатильных международных ж/д и авиаперевозок) ценовое давление возросших издержек оставалось заметным: аннуализированный сезонно скорректированный прирост цен оценивается более 9% м/м в июне и около 8% м/м в среднем в II квартале 2024 г. (рис 6.в).

Инфляция в рыночных бытовых услугах в июне превышала 11% м/м и была близка к 10% м/м в среднем в II квартале, что подчеркивает высокое инфляционное давление в среде дефицита работников, сильного роста зарплат и перегретого потребительского спроса. Цены на нерегулируемые услуги все больше отдаляются от цен на непродовольственные товары, что сигнализирует о расширении инфляционного навеса (рис 6.г). Тем не менее, **годовая инфляция в июле сохранится около 6% г/г, а месячный прирост потребительских цен останется сдержанным в среде ценового регулирования.**

Нацбанк с опозданием, крайне ограниченно и не вполне последовательно отреагировал на возросшее инфляционное давление и проинфляционные риски

С 17 июля ставка по кредиту овернайт повышена на 0,5 п.п. до 11%, а с 1 августа норматив резервирования по привлеченным средствам банков в иностранной валюте увеличивается на 2 п.п. до 20%. От объяснения необходимости именно таких действий Нацбанк воздержался, что подчеркивает низкое качество коммуникационной политики. Решения приняты 12 июля в пятницу, что не типично для Нацбанка и указывает на их экстренный характер. Скорее всего, Нацбанк таким образом отреагировал не на усилившийся избыточный спрос в экономике, а на вышедшие 10 июля данные по инфляции в России. Так, аннуализированный сезонно скорректированный месячный прирост цен в России превысил 9% м/м в июне, а в июле с высокой вероятностью превысит 10% м/м. В таких условиях значительно возросли шансы повышения ключевой ставки Банка России до 18% 26 июля. Высокая инфляция в ключевом экономическом партнере и значительный дифференциал процентных ставок на рынках двух стран подогревают риски для инфляции и курсовой волатильности в Беларуси. Это, по-видимому, и стало триггером для решений в направлении ужесточения монетарных условий.

Повышение норматива резервирования позволит изъять около Br0,4–0,5 млрд избыточной ликвидности банковской системы

В последние месяцы профицит ликвидности составлял в среднем Br1–2 млрд. При этом банки в первой половине года размещали в депозитах овернайт в среднем немногим менее 60% профицита. Это может указывать на то, что часть свободных ресурсов необходима банкам для обеспечения бесперебойности функционирования и они не имеют стимулов к размещению их в кредиты. В таком случае **дополнительное изъятие Br0,4–0,5 млрд с середины августа приведет практически к нейтрализации избыточной ликвидности банков при условии отсутствия позитивных внешнеторговых шоков.** Это должно отразиться в увеличении с августа средней ставки межбанковского рынка (МБК) и в повышении процентных ставок по рыночным рублевым кредитам и вкладам.

Повышение ставки по кредитам овернайт без увеличения ставки по депозитам овернайт выглядит странным и указывает на сильное административное давление на Нацбанк именно в части последнего ориентира стоимости денег

Диапазон процентных ставок Нацбанка по постоянно доступным операциям регулирования ликвидности еще больше расширился – до 4–11%. Если Нацбанк продолжит не выходить на рынок с аукционными операциями, то ставка МБК останется крайне волатильной. Она будет находиться в диапазоне $\approx 4\text{--}7\%$ в первые две декады месяца (когда в системе будет избыток ликвидности), а в третьей декаде подниматься до $\approx 7\text{--}11\%$ (когда в системе будет дефицит).

В итоге **средняя ставка МБК может сдвинуться с 4–6% в первой половине года до ≈6–8% с августа-сентября. Средняя ставка по рыночным рублевым кредитам может прибавить до 0,2–0,4 п.п. в августе – сентябре и до 1–1,4 п.п. к концу года, а по срочным рублевым вкладам – до 0,6–1 п.п. и до 1,3–1,7 п.п. соответственно.** Вместе с тем, из-за крайне широкого коридора процентных ставок Нацбанка и высокой неопределенности внешних условий диапазон вероятных отклонений от представленных оценок является значительным. Принятые Нацбанком меры будут эффективны в части воздействия на ставки по кредитам только при соответствующем поднятии расчетных величин стандартного риска, задающих верхнюю планку стоимости рыночного кредитования.

При сохранении инфляции вблизи 6% г/г и стабильности инфляционных ожиданий прогнозируемое повышение процентных ставок будет означать сужение денежно-кредитных стимулов и постепенное приближение монетарных условий к нейтральному характеру

Это будет содействовать постепенному ослаблению темпов кредитования и роста спроса. Однако **для «охлаждения» перегретой экономики недостаточно приближения монетарных условий к нейтральному для деловой активности характеру.** Требуется перевод монетарной политики в состояние умеренной жесткости с соответствующим ограничением директивного кредитования и темпов расширения расходов бюджета.