

Центр экономических исследований "БЕРОК"
BEROC Economic Research Center



Инфляция и монетарная среда

Итоги III квартала 2024 года и краткосрочный прогноз

Анатолий Харитончик

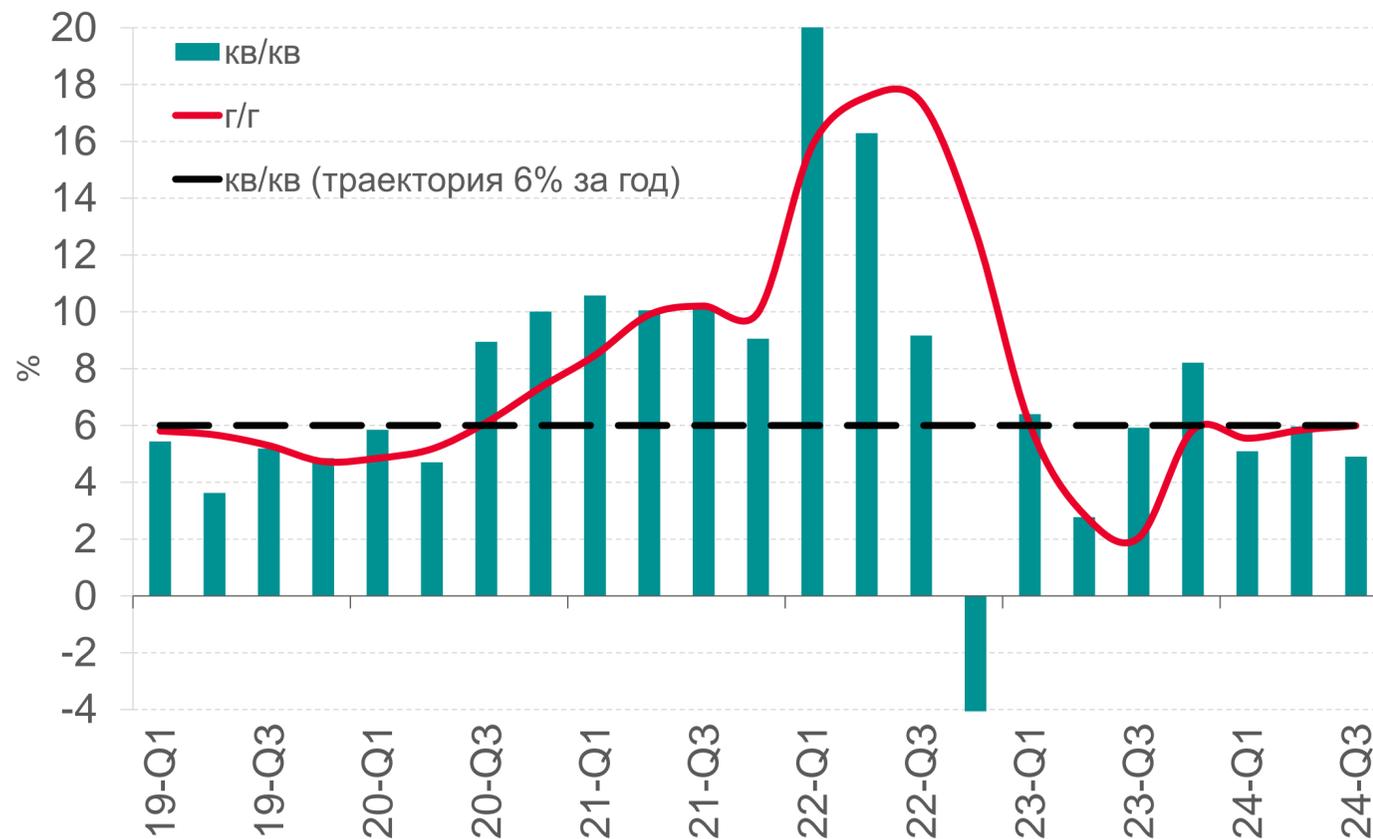
11 ноября 2024 г.

- **Экономика оставалась серьезно перегретой.** Положительный разрыв выпуска – 3,2% в III квартале 2024 г. **Дефицит на рынке труда прогрессировал** – 0,9 безработного на вакансию.
- **Экономические условия формировали среду для роста издержек и поддержания повышенного инфляционного давления, ...**
- ... но **благодаря тотальному ценовому контролю** и консервативному подходу властей к повышению регулируемых цен и тарифов **инфляция сохранялась сдержанной – 4,9% кв/кв в III квартале 2024 г.** (аннуализированный прирост за квартал со снятой сезонностью).
- Бюджетная политика сохраняла стимулирующий характер в III квартале 2024 г. **Монетарные условия стали близкими к нейтральным**, но не ограничительными из-за слабости Нацбанка.
- **Базовый сценарий:** сохранение, но постепенное сужение, бюджетного стимула в 2025 году, и поддержание Нацбанком процентных ставок вблизи нейтральных уровней. Экономика будет оставаться перегретой, а ее остывание, при отсутствии сильных шоков, будет постепенным. **Инфляционное давление сохранится повышенным – прирост цен ускорится с 5,5–6% в 2024 г. до 6–8% в 2025 г.**

Инфляция за III квартал 2024 г. – 4,9% кв/кв (аннуализированный прирост за квартал с устранением сезонности). Низкий темп прироста для сложившихся макроэкономических условий



Сводная инфляция (с устранением сезонности)



Базовая и небазовая инфляция (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на основе данных Белстата, Нацбанка Беларуси.

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

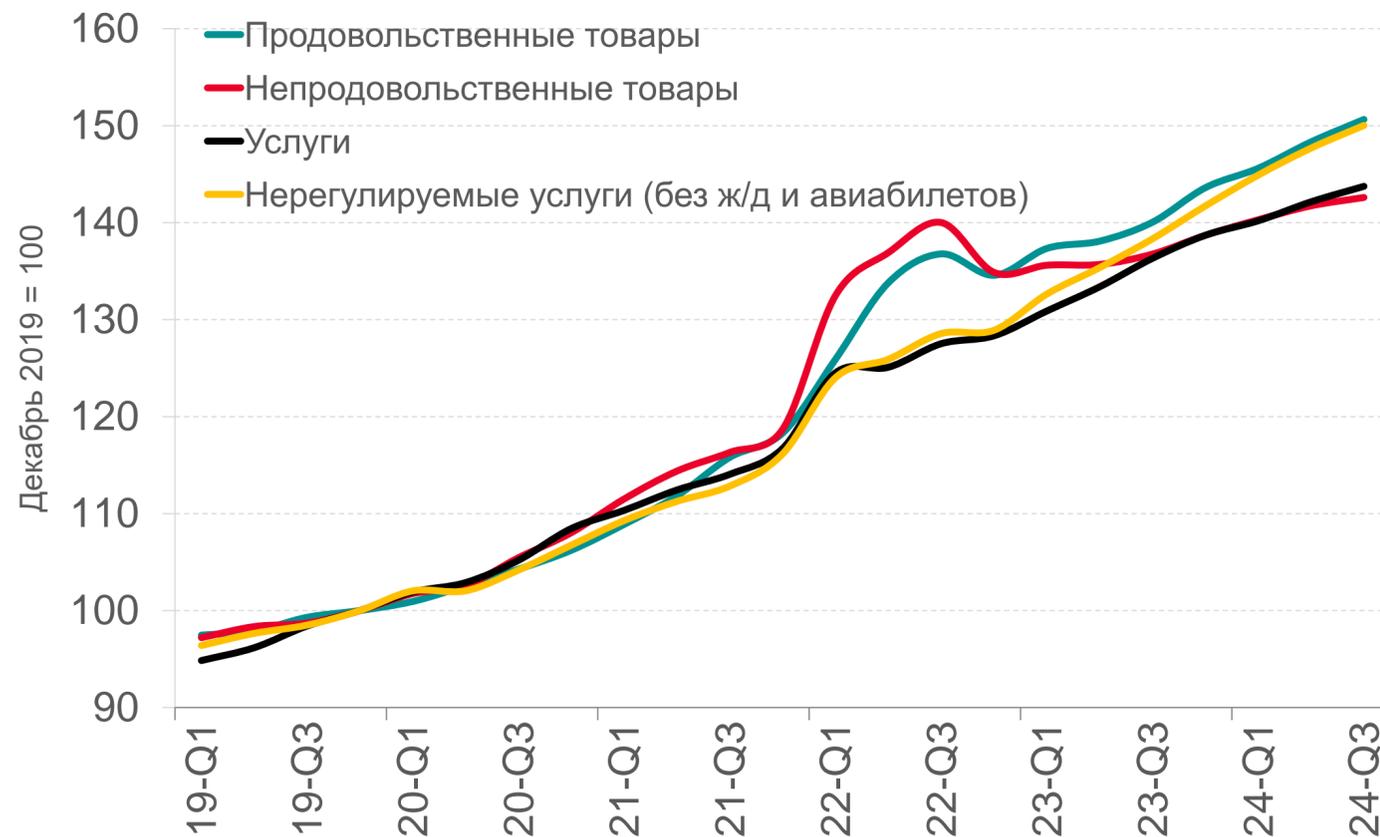
Замедление квартального роста цен связано со снижением небазовой инфляции:

- консервативный подход властей к повышению регулируемых цен. Их квартальный прирост снизился с 6,1% кв/кв в II кв. до 4,6% кв/кв в III кв.

Базовая инфляция в III кв. 2024 г. оставалась крайне сдержанной – 4,8% кв/кв.

Тотальный ценовой контроль замедлял и ограничивал перенос возросших издержек в потребительские цены, особенно на непродовольственные товары

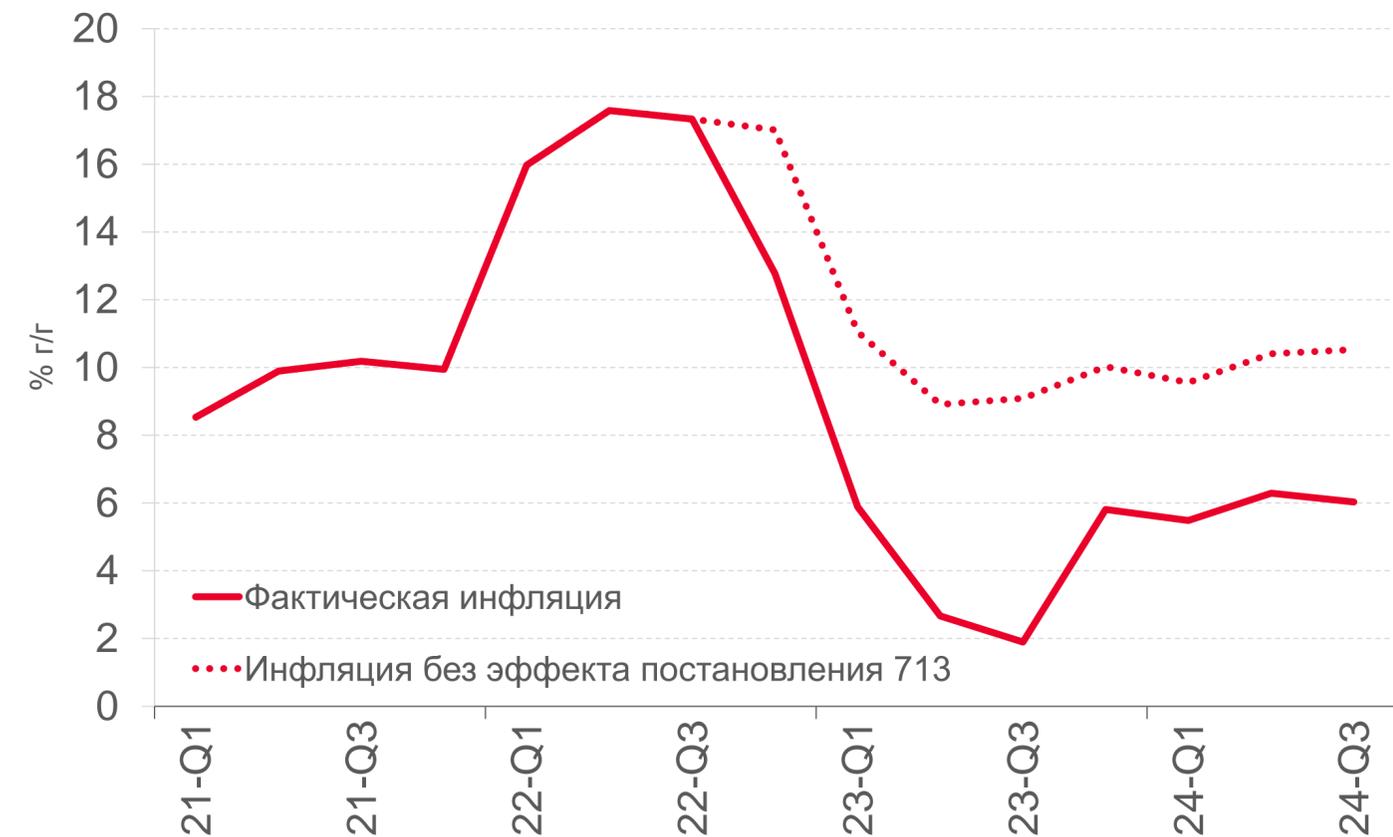
Уровень цен компонент ИПЦ (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на основе данных Белстата, QPM BEROC.

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

Влияние ценового контроля на инфляцию

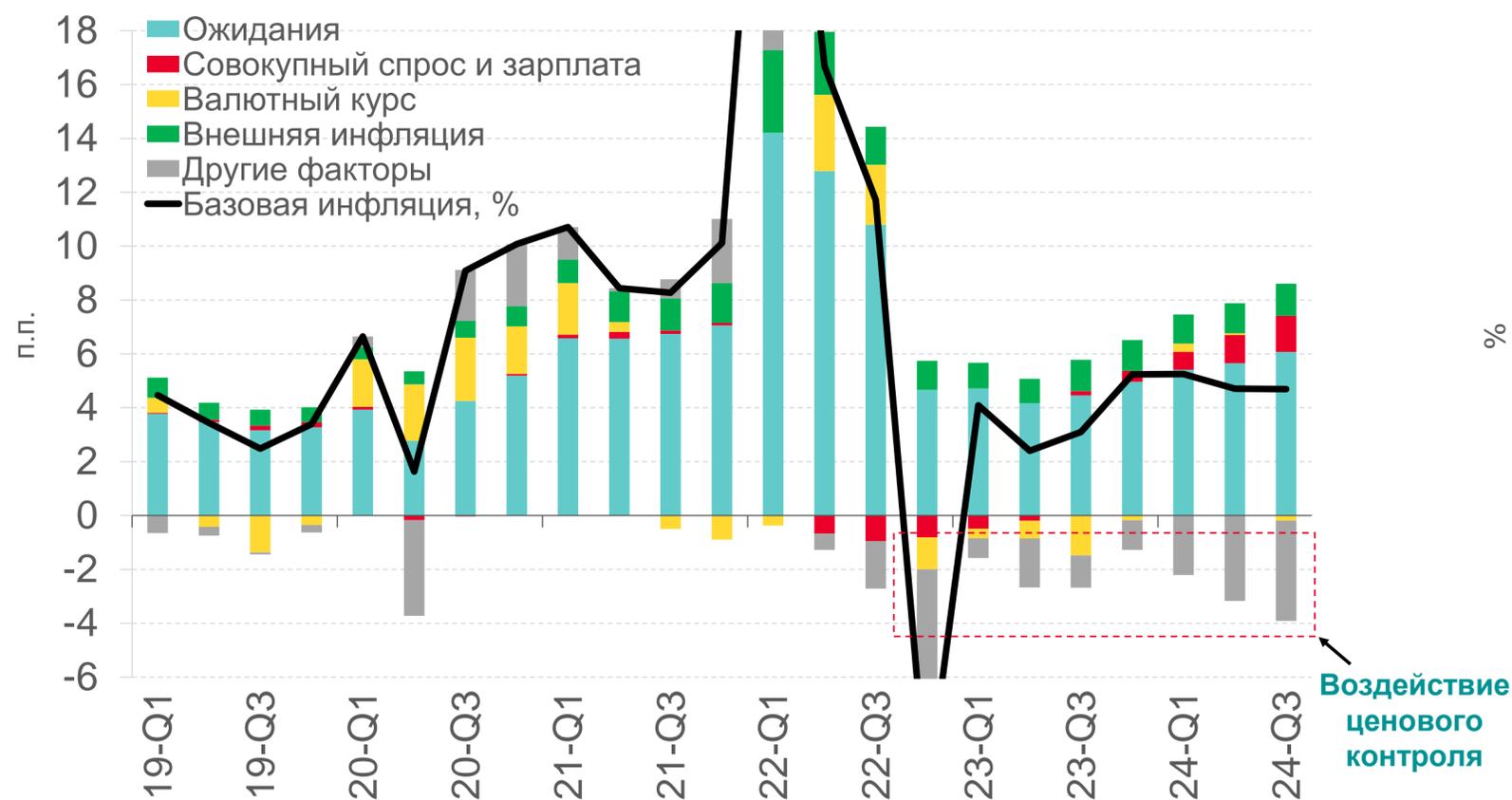


Инфляция нерегулируемых услуг (без ж/д и авиабилетов) – **≈6,5% кв/кв** в III кв. 2024 г., а без учета директивного изменения с 1 июля подходов к установлению стоимости медуслуг – **около 8% кв/кв**.

Уровень цен на нерегулируемые услуги в сентябре более чем на 5% превышал уровень цен на непродовольственные товары.

Избыточный спрос, дефицит работников и ускорение роста цен в России – ключевые проинфляционные факторы в III квартале 2024 года

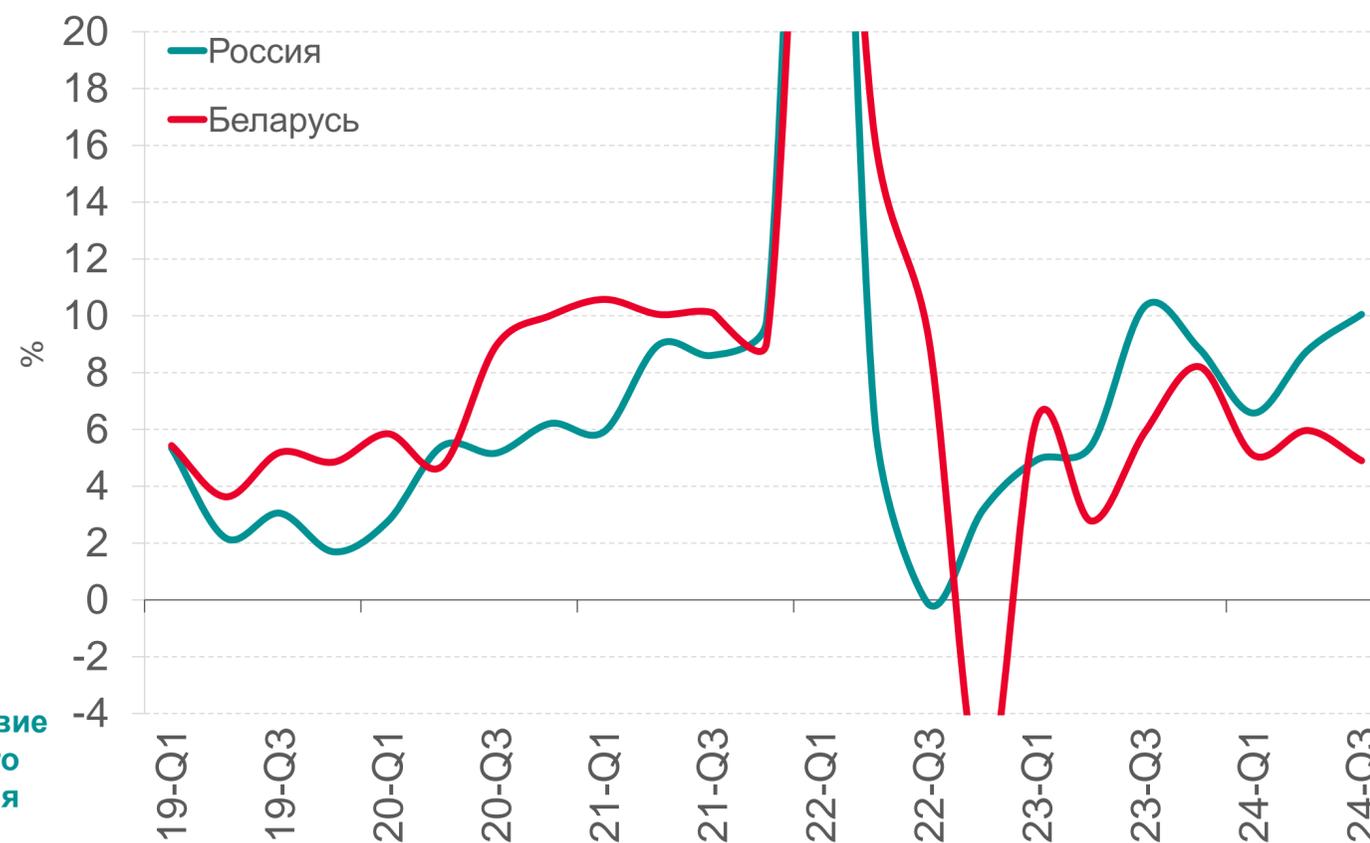
Декомпозиция базовой инфляции (кв/кв, логарифм. данные, на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM BEROC, данных Белстата, Росстата.

Примечание: г/г – темп прироста месяц к соответствующему месяцу предыдущего года; 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. При поступлении новых данных динамика индикаторов уточняется.

Инфляция в Беларуси и России (кв/кв)

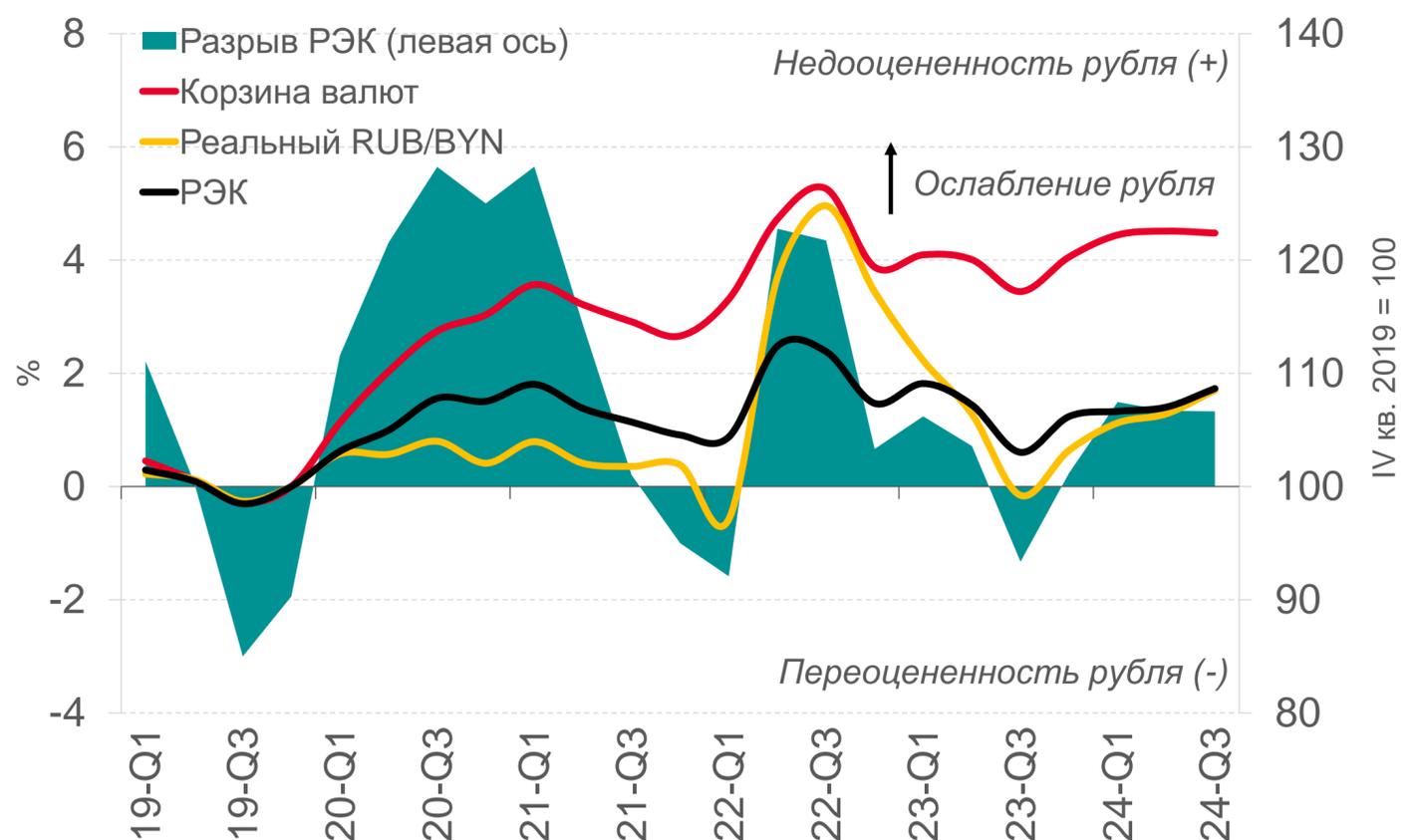


Инфляция в России – $\approx 10,1\%$ кв/кв в III кв. 2024 г.

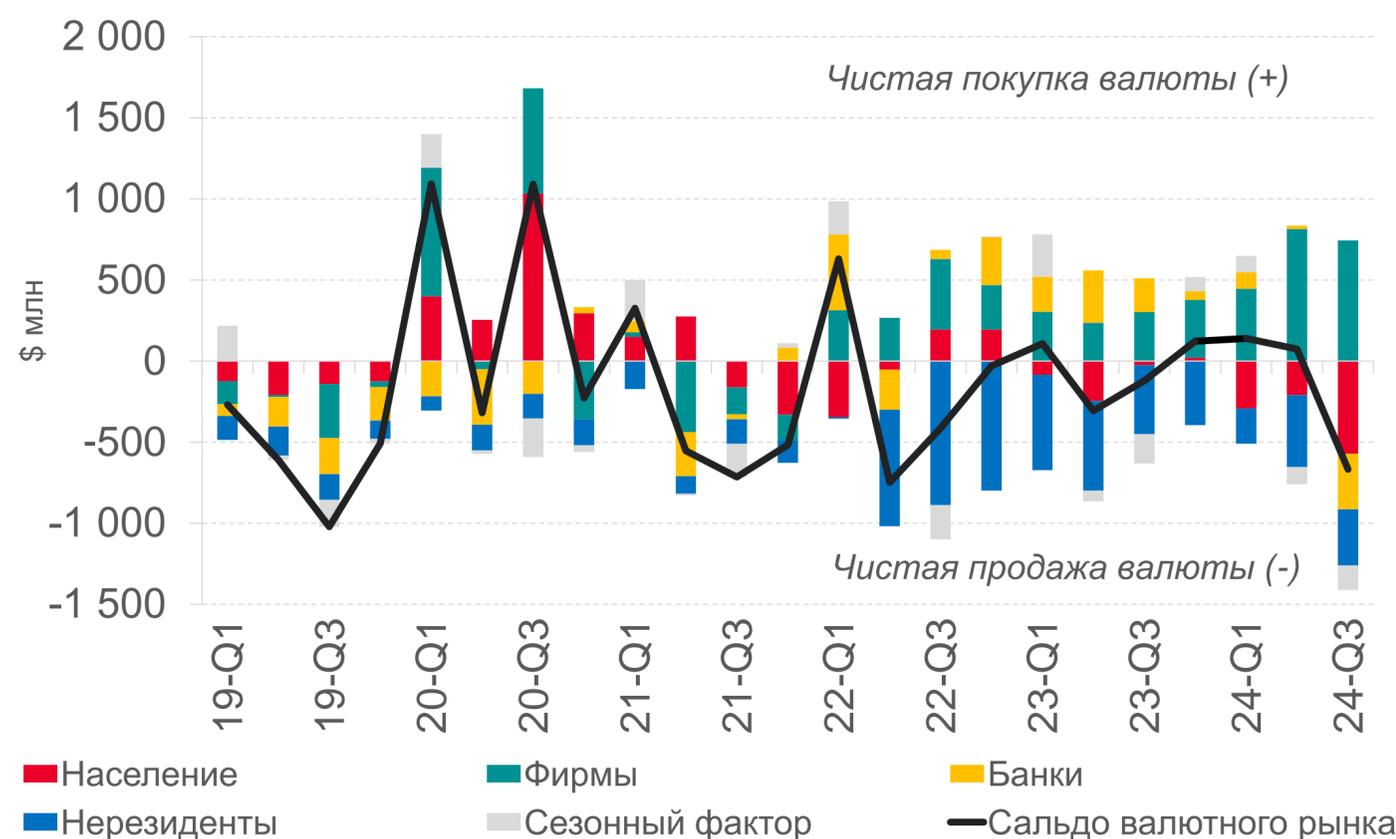
Рассинхронизация инфляции в Беларуси и России, в том числе из-за административного вмешательства в ценообразование в Беларуси, остается значимым фактором риска для ценовой стабильности на белорусском рынке.

Динамика валютного курса ограничивала проинфляционное влияние роста цен в России на белорусский рынок в III квартале 2024 года

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



Сальдо валютного рынка (сегменты – с устранением сезонности)



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

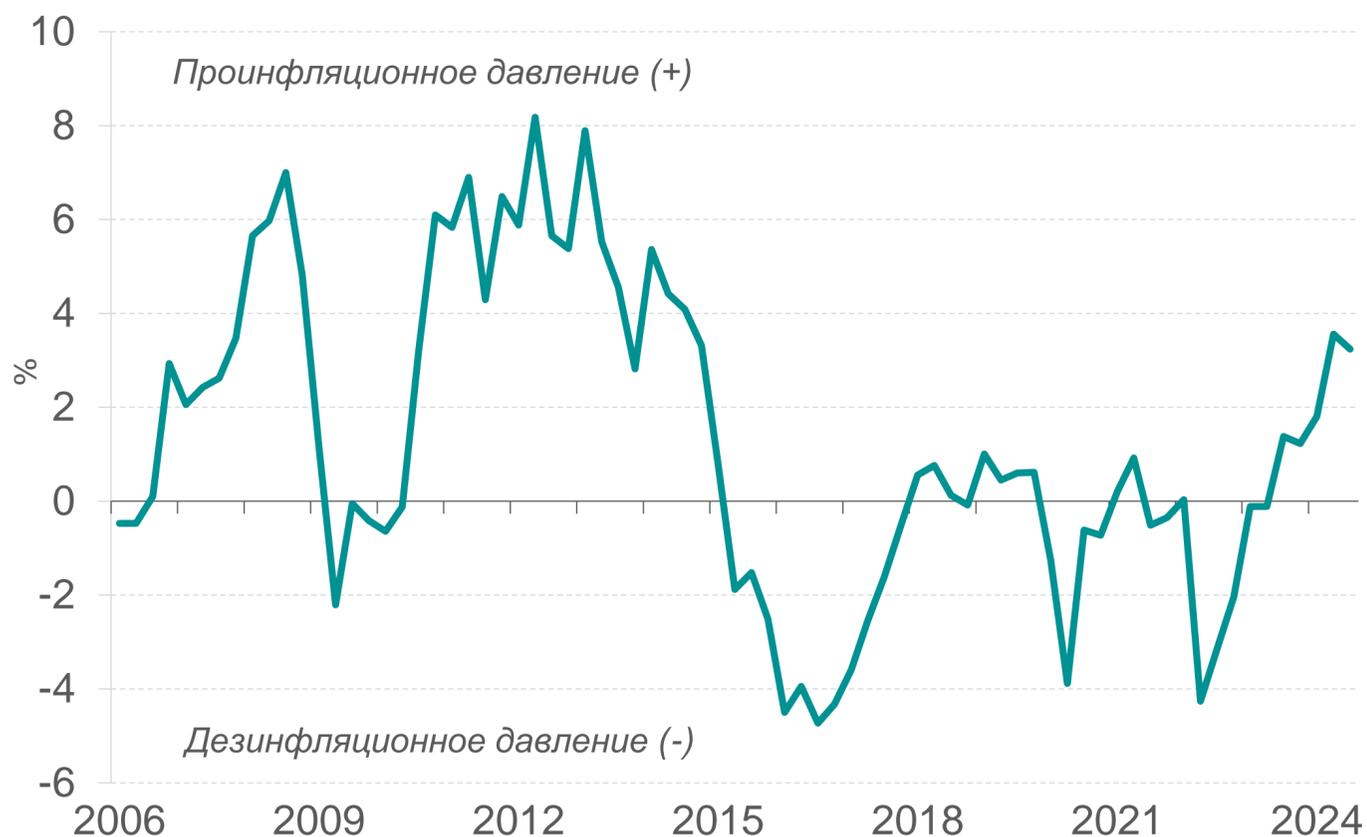
Примечание: РЭК – реальный эффективный курс белорусского рубля. Отклонение РЭК от равновесного уровня оценено на базе квартальной модели прогнозирования (QPM). Равновесный уровень РЭК представляет такой уровень РЭК, который не оказывает ни дополнительного проинфляционного, ни дезинфляционного влияния.

Чистое предложение иностранной валюты на рынке в III кв. 2024 г. стало рекордным за два года – более \$500 млн с устранением сезонности.

Курс белорусского рубля в III кв. 2024 г. близок к равновесному – национальная валюта недооценена примерно на 1,3% к равновесному уровню РЭК.

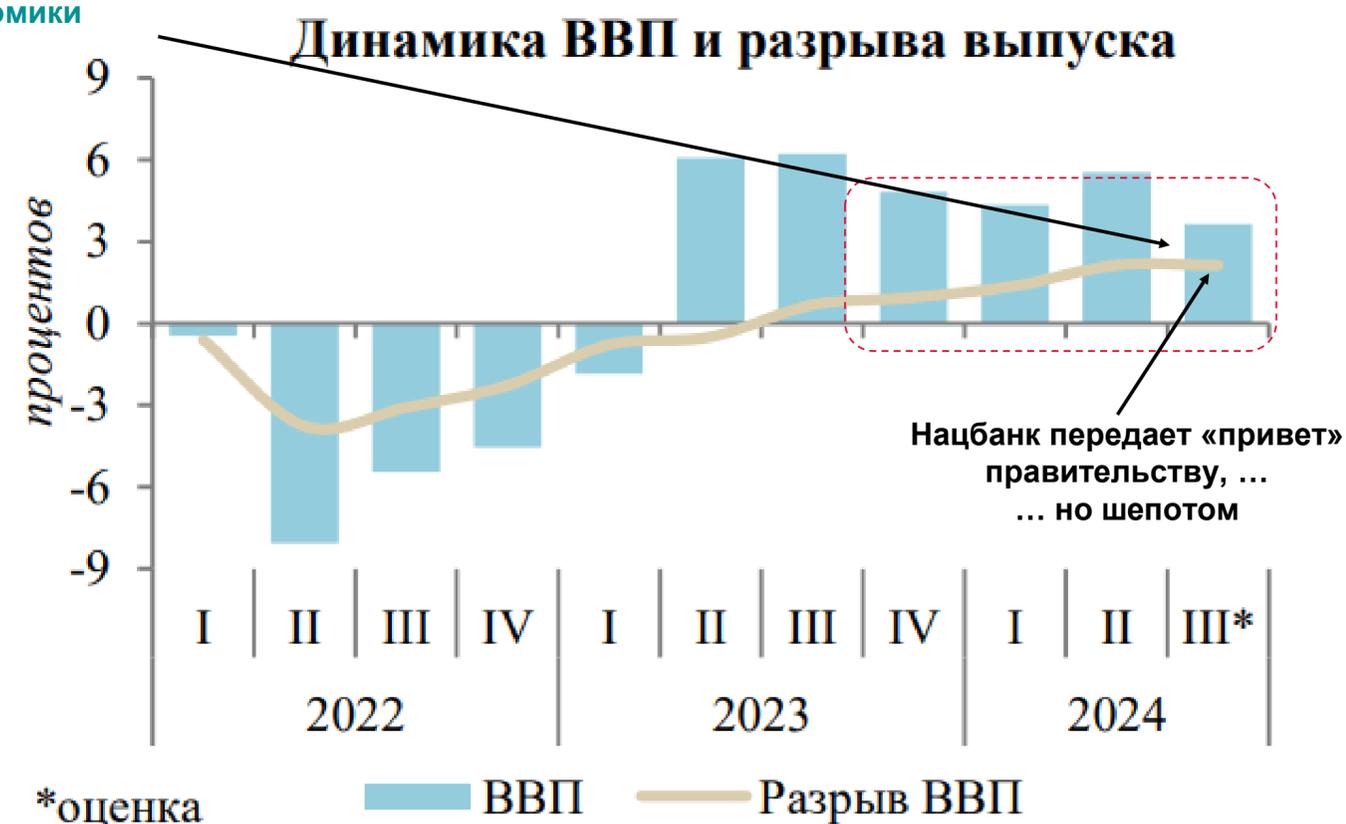
Экономика Беларуси оставалась перегретой, давление избыточного спроса на издержки сохранялось значительным в III квартале 2024 года

Разрыв выпуска (на базе QPM BEROC)



Значимый
положительный разрыв
выпуска – перегрев
экономики

Разрыв выпуска (Нацбанк)



Источник: расчеты на основе QPM BEROC, данные Нацбанка.

Примечание: разрыв выпуска представляет собой отклонение реального ВВП от своего равновесного (инфляционно-нейтрального) уровня. При поступлении новых данных динамика индикатора уточняется.

Разрыв выпуска оценивается $\approx 3,2\%$ в III кв. 2024 г.

Масштаб перегрева экономики близок к рекордному с 2014 г. Это не означает, что экономика должна упасть, ...

... но означает, что расти высокими темпами сложно, а устойчивость к шокам сильно снизилась.

Проблема дефицита работников усугубилась, проинфляционное давление рынка труда еще больше усилилось в III квартале 2024 года

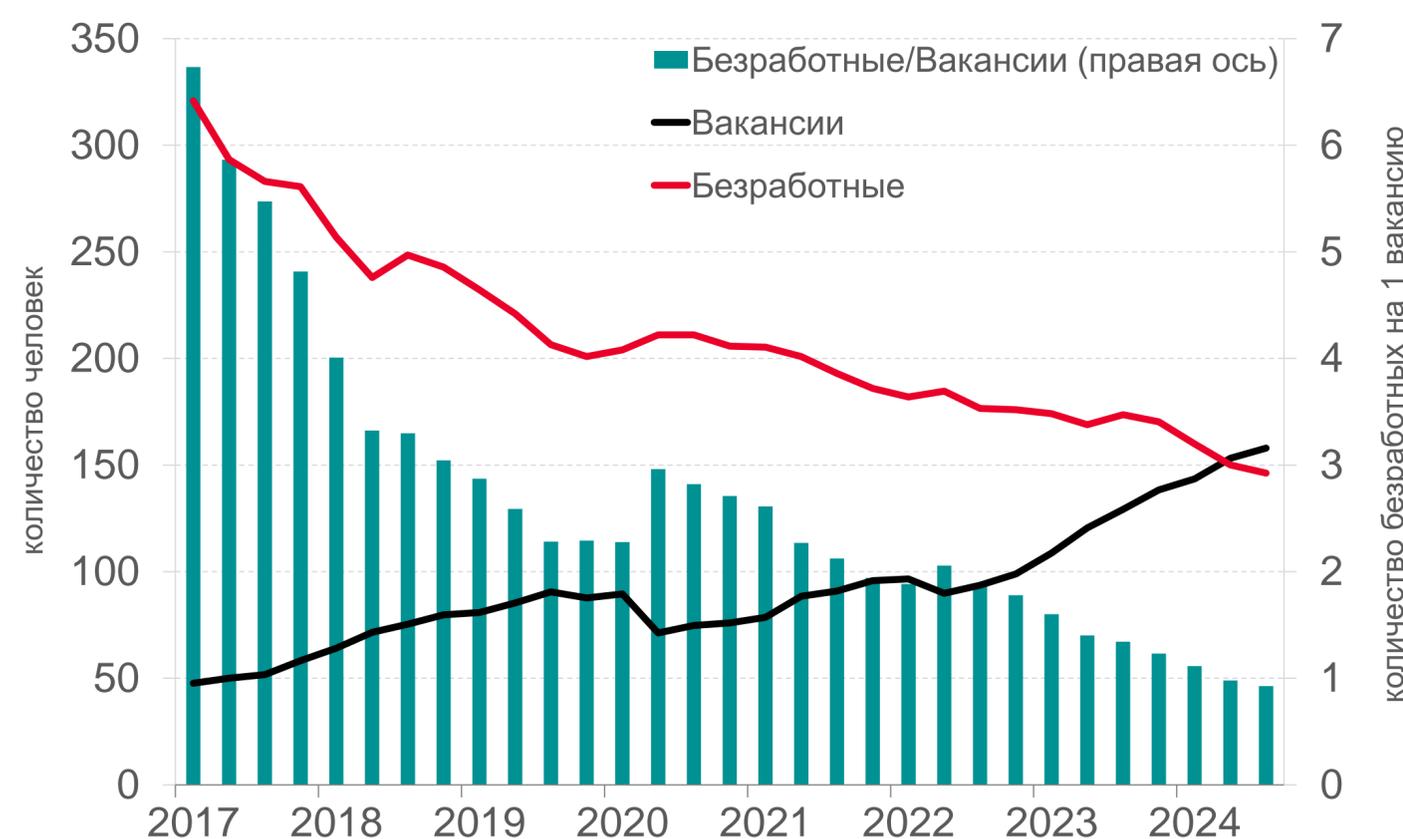
Разрыв реальной зарплаты и зарплата в USD (на базе QPM)



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка, Белстата, Минтруда и соцзащиты Беларуси, QPM BEROC.

Примечание: разрыв реальной зарплаты представляет собой отклонение реальной зарплаты от своего равновесного (инфляционно-нейтрального) уровня. При поступлении новых данных динамика индикаторов уточняется.

Безработные и вакансии (с устранением сезонности)



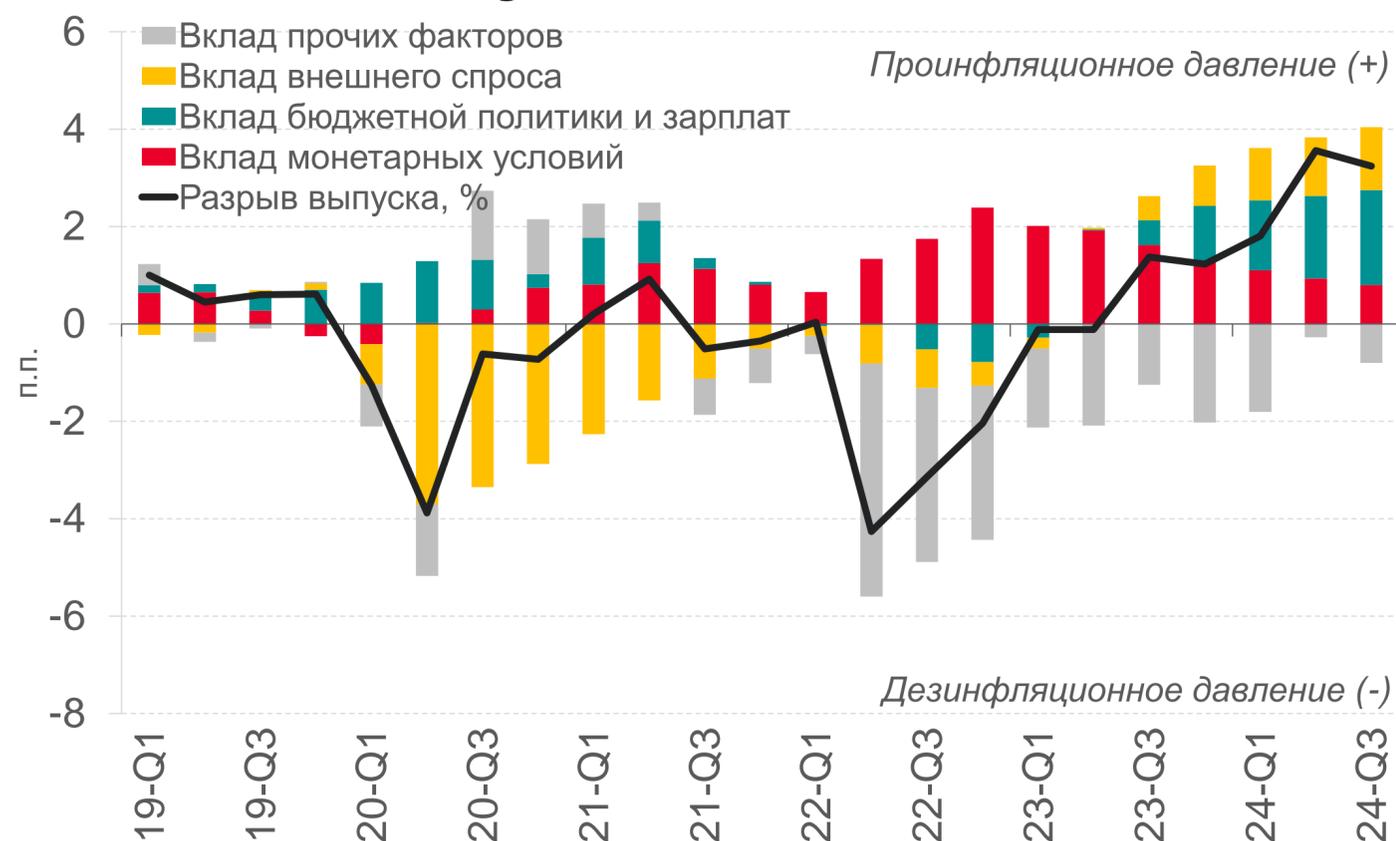
**Уровень безработицы рекордно низкий – 2,95%
рабочей силы в III кв. 2024 г. со снятой сезонностью.**

**Отношение безработных к вакансиям – немногим
более 0,9 (с устранением сезонности).**

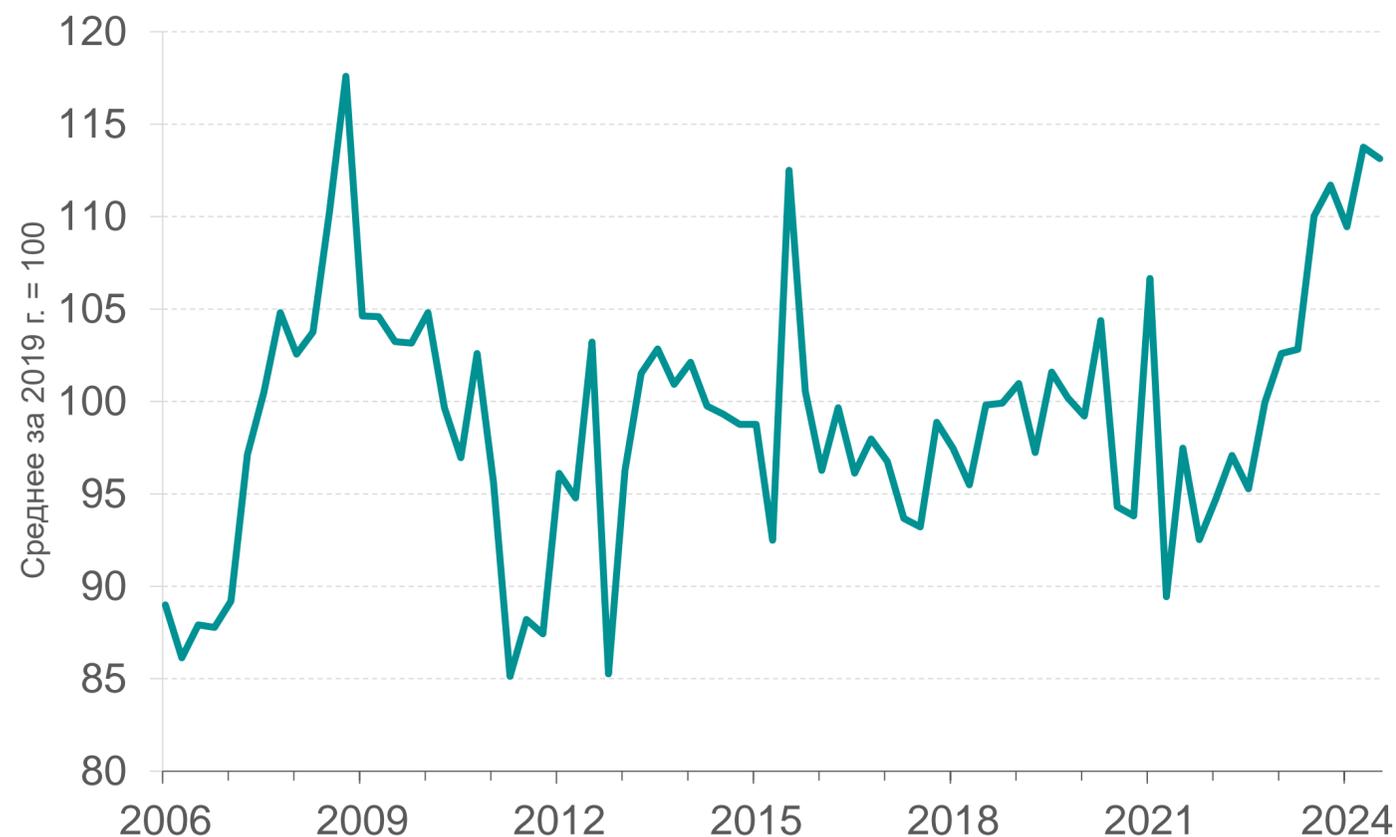
**Реальная зарплата более чем на 9% превысила
сбалансированный уровень в III кв. 2024 г.**

Бюджетная политика и высокий рост зарплат – главные факторы поддержания избыточного спроса в экономике Беларуси

Вклады факторов в разрыв выпуска (на базе QPM)



Реальные расходы бюджета (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на основе данных Белстата, Минфина, ЕФСР, МВФ, 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. Расходы приведены для бюджета расширенного правительства Беларуси (на основе доступной публичной информации).

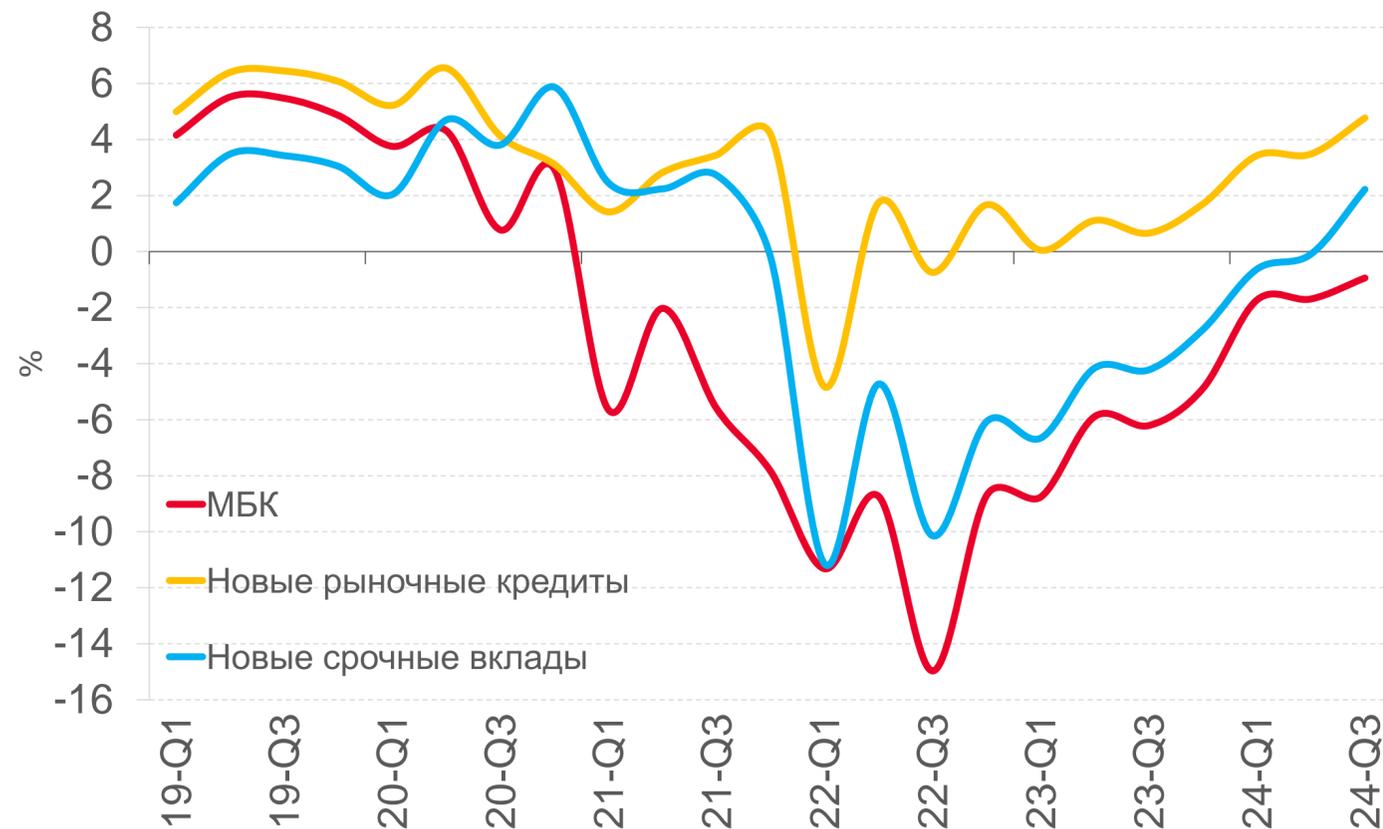
Объем бюджетных расходов в реальном выражении, по расчетам на основе доступной публичной информации, более чем на 15% превышал средний уровень 2021 г.

Вклад монетарных условий в разрыв выпуска снизился в III кв., но они все еще поддерживали избыточный спрос в экономике.

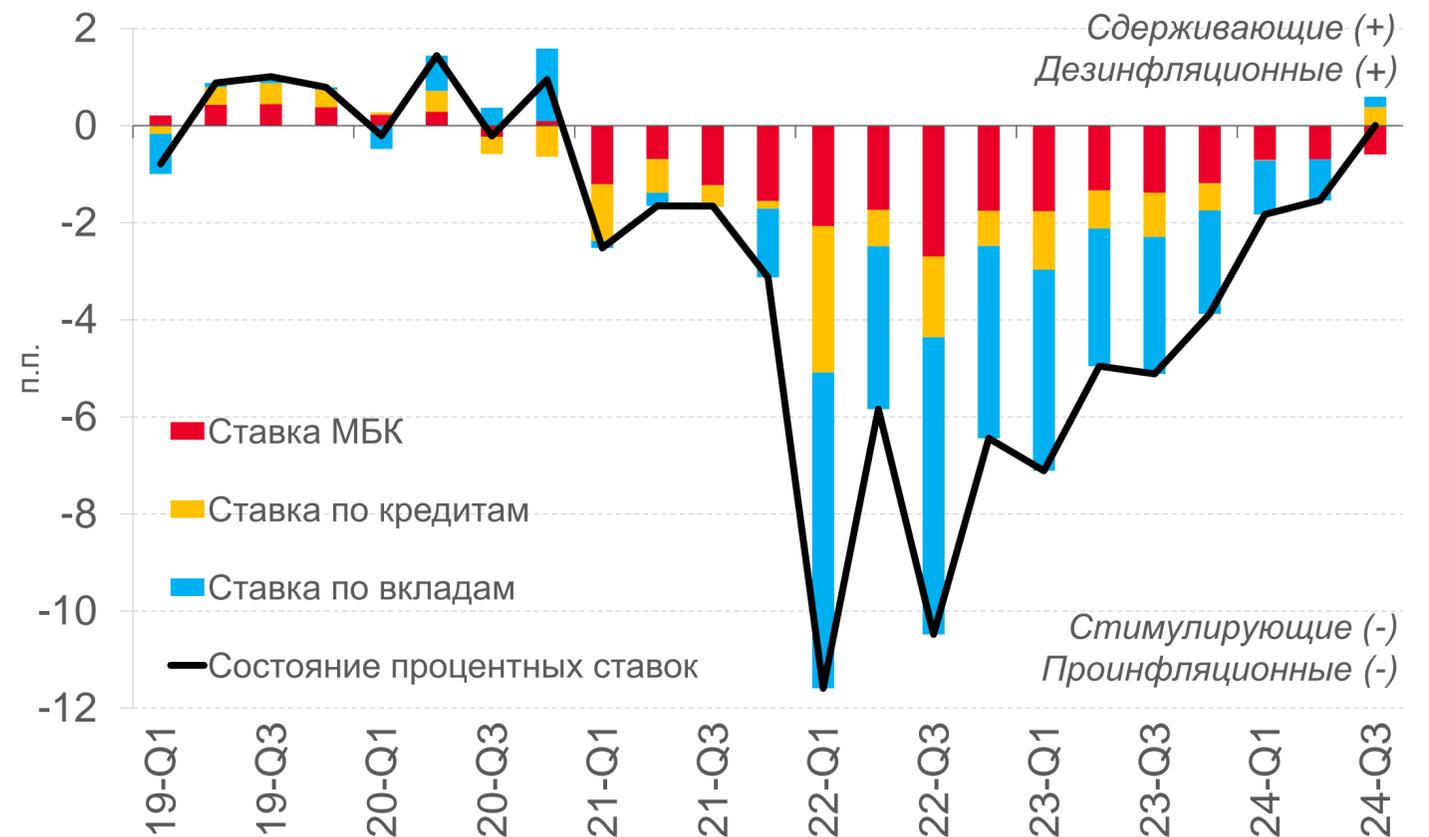
Процентные ставки по кредитам и вкладам – вблизи нейтральных уровней для экономической активности в III квартале 2024 года



Реальные процентные ставки (на базе QPM; в среднем за квартал)



Состояние рыночных процентных ставок (на базе QPM)



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

Примечание: состояние рыночных процентных ставок характеризует их отклонение от равновесных (инфляционно-нейтральных) уровней. Положительные значения указывают на сдерживающий экономическую активность и дезинфляционный характер, отрицательные – на стимулирующий и проинфляционный характер. При оценке реальных процентных ставок в IV квартале 2022 г. – IV квартале 2023 г. произведена их коррекция на эффект введения новой системы регулирования цен на рациональные инфляционные ожидания (рассчитываемые в рамках QPM).

Ставки по рыночным кредитам и вкладам все еще не были ограничительными и обеспечивали благоприятные условия для фирм и населения в части удовлетворения спроса на кредит.

Наращивание Нацбанком покупки гособлигаций на фоне высоких инфляционных рисков в среде перегрева экономики подчеркивает фискальное доминирование

Повышение нормы резервирования на 2 п.п. оказалось **неэффективным**

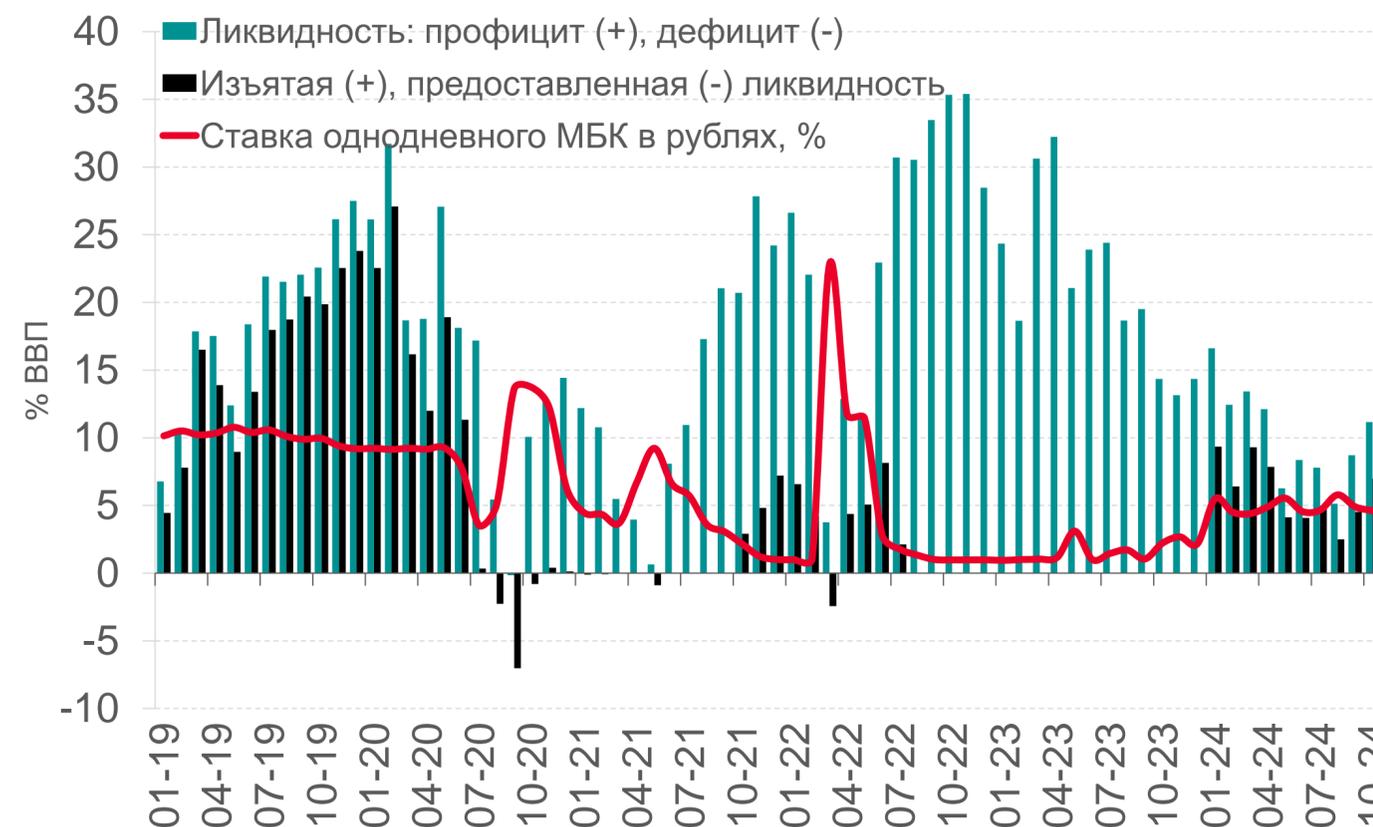
Ликвидность банковской системы (в среднем за месяц)

↑ ≈Br1,3 млрд
эмиссия рублей за счет покупки Нацбанком гособлигаций в III кв.



↑ ≈Br2,1 млрд
эмиссия рублей за счет покупки Нацбанком валюты на бирже в III кв.

↓ ≈Br0,5 млрд
изъятие ликвидности за счет повышения нормы резервирования



Ставка МБК должна была находиться не вблизи 5%, а около 9,5% в III кв. 2024 г. для ограничения рисков для макроэкономической стабильности.

Фискальное доминирование снижает эффективность монетарной политики. Увеличиваются риски снижения ставок по кредитам и вкладам в краткосрочной перспективе из-за избытка ликвидности в банках.

Спрос на кредит оставался повышенным в среде перегрева экономики и неограничительных условий банковского кредитования

Объем новых кредитов (с устранением сезонности)



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

Примечание: разрыв выпуска представляет собой отклонение реального ВВП от своего равновесного (инфляционно-нейтрального) уровня. При поступлении новых данных динамика индикатора уточняется.

Реальная денежная масса и требования банков к экономике (с устранением сезонности)



Объем выданных кредитов относительно ВВП – **≈77% в III кв. 2024 г. – новый пик.**

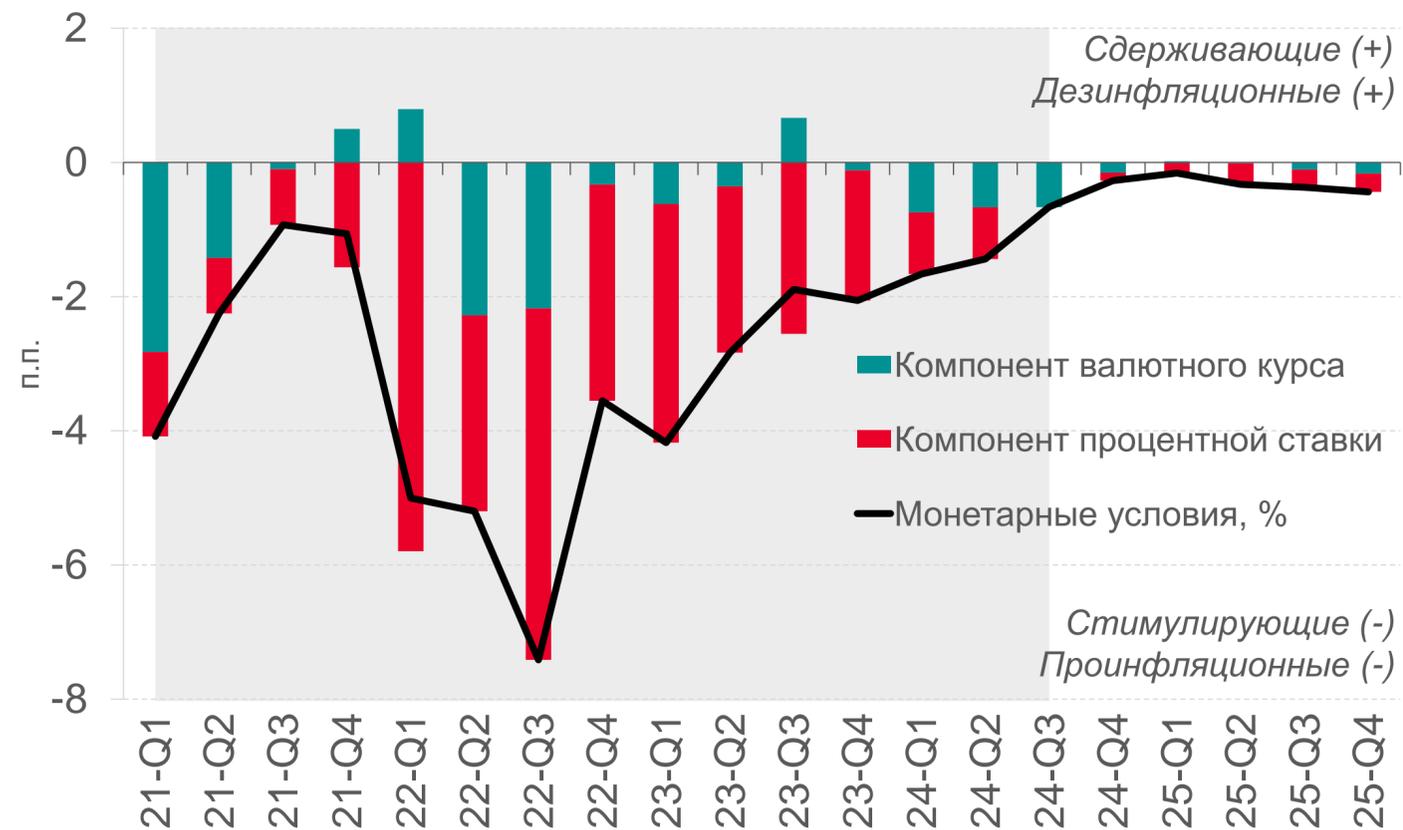
Динамика нового кредитования тесно коррелирует с разрывом выпуска и сигнализирует о перегреве экономики.

Рост денежной массы – выше роста ВВП восемь кварталов подряд.

Придание монетарной политике умеренной жесткости маловероятно из-за институциональной слабости

Нацбанк – ставки останутся вблизи нейтральных уровней

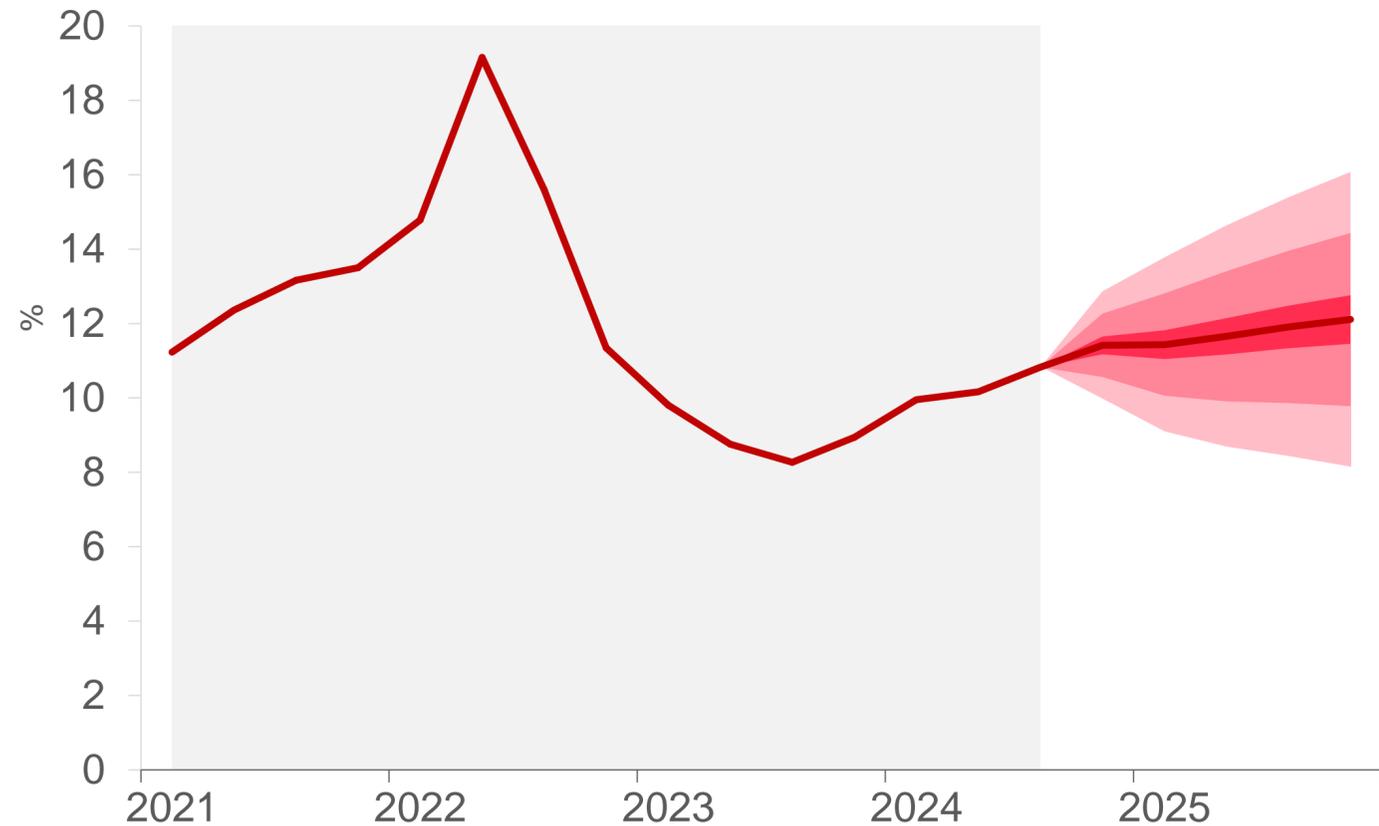
Прогноз монетарных условий (на базе QPM)



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)



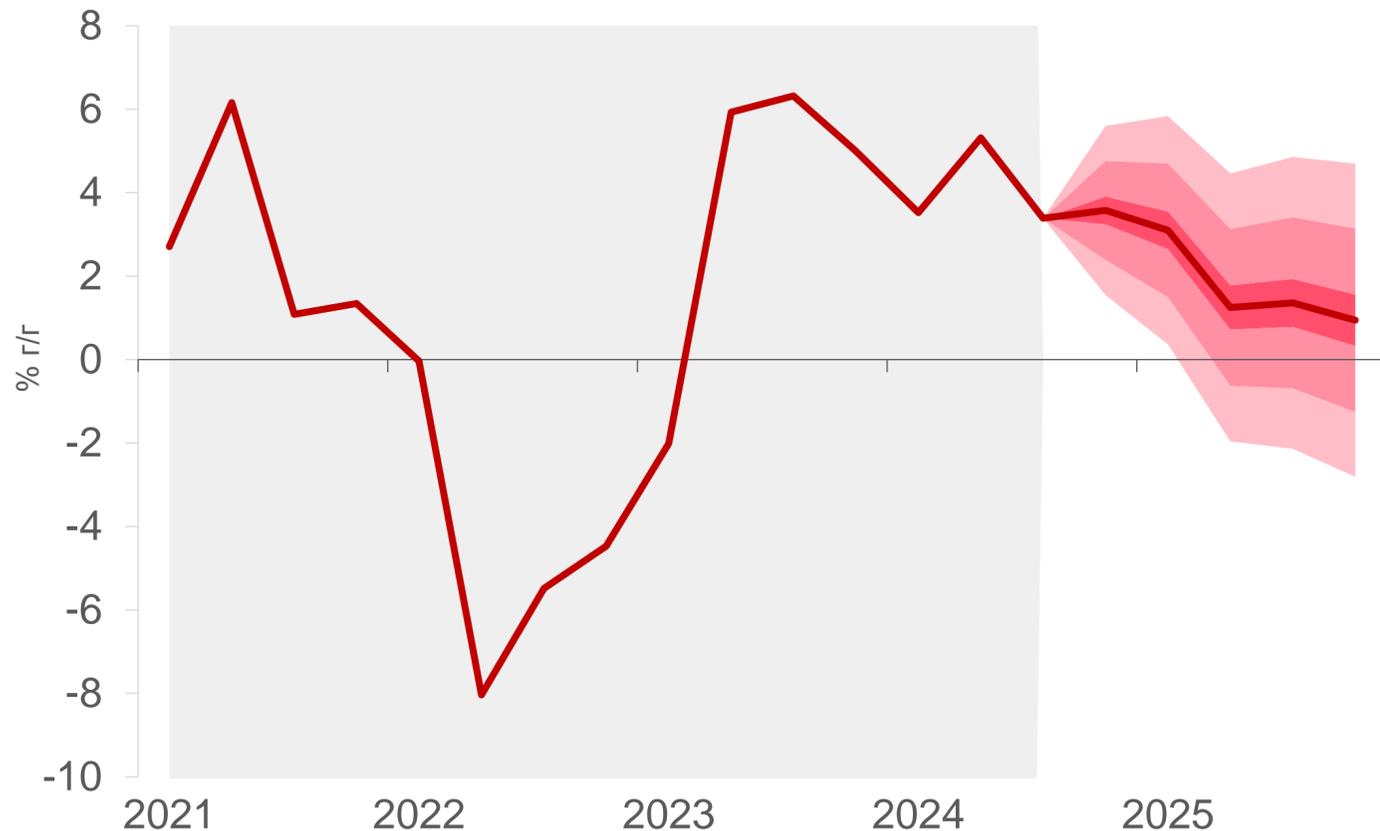
Нацбанк будет задействовать косвенные инструменты для поддержания ставок по кредитам и вкладам вблизи их нейтральных уровней.

Ставка рефинансирования сохранится вблизи 9,5% в 2025 г., но нельзя исключать ее повышения после завершения электоральной кампании.

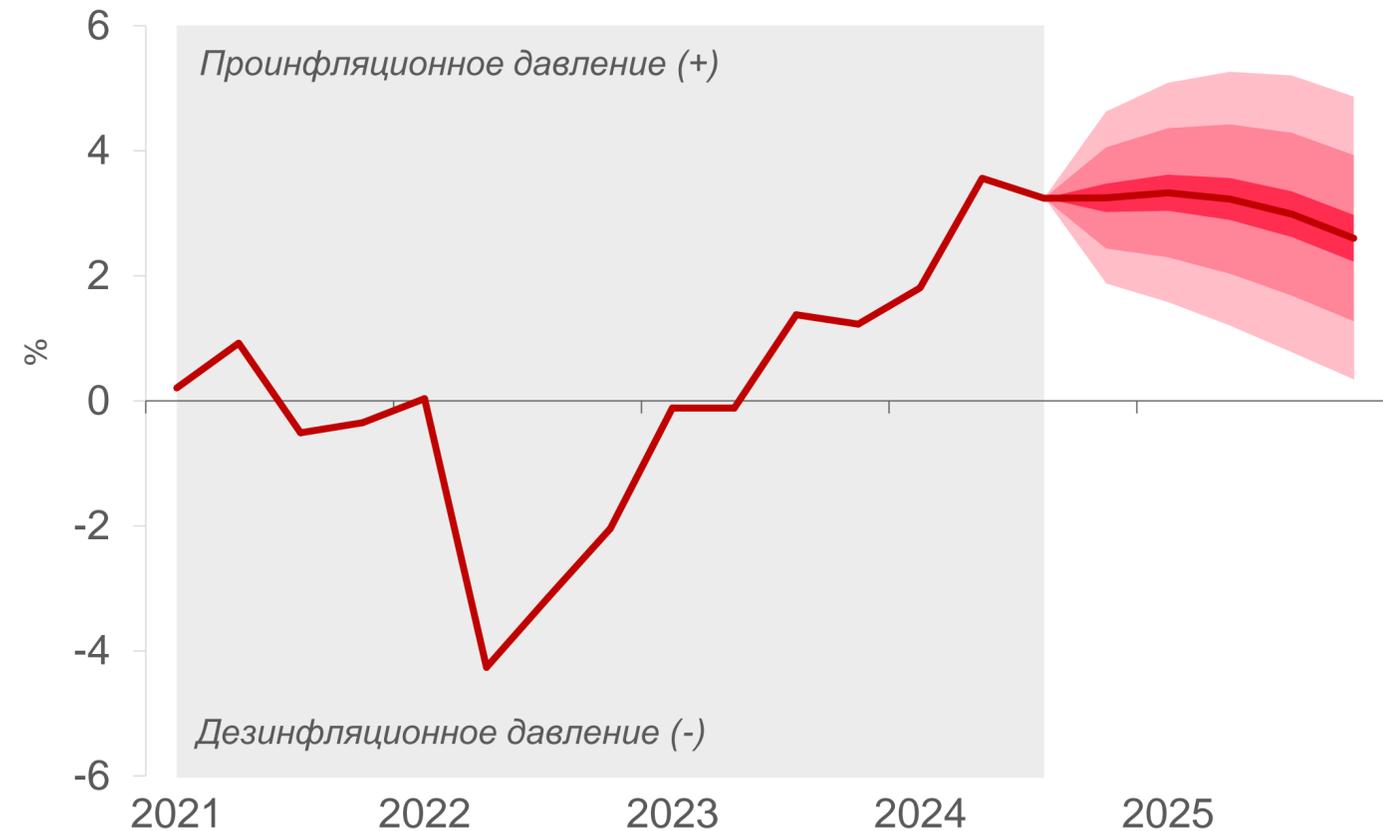
Нежесткие монетарные условия и бюджетный стимул будут тормозить «остывание» перегретой экономики, разрыв выпуска останется положительным



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



Прогноз разрыва выпуска (на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

Примечание: г/г – темп прироста квартал к соответствующему кварталу предыдущего года. Разрыв выпуска представляет собой отклонение реального ВВП от своего равновесного уровня. Диапазоны на рисунке соответствуют 15%, 50% и 75% доверительным интервалам.

Разрыв выпуска сократится с $\approx 3,2\%$ в III кв. 24 г. до $\approx 2,6\%$ в IV кв. 25 г. Этому соответствует замедление прироста ВВП с $\approx 4,3\%$ в 2024 г. до $\approx 1,5-2,5\%$ в 2025 г.

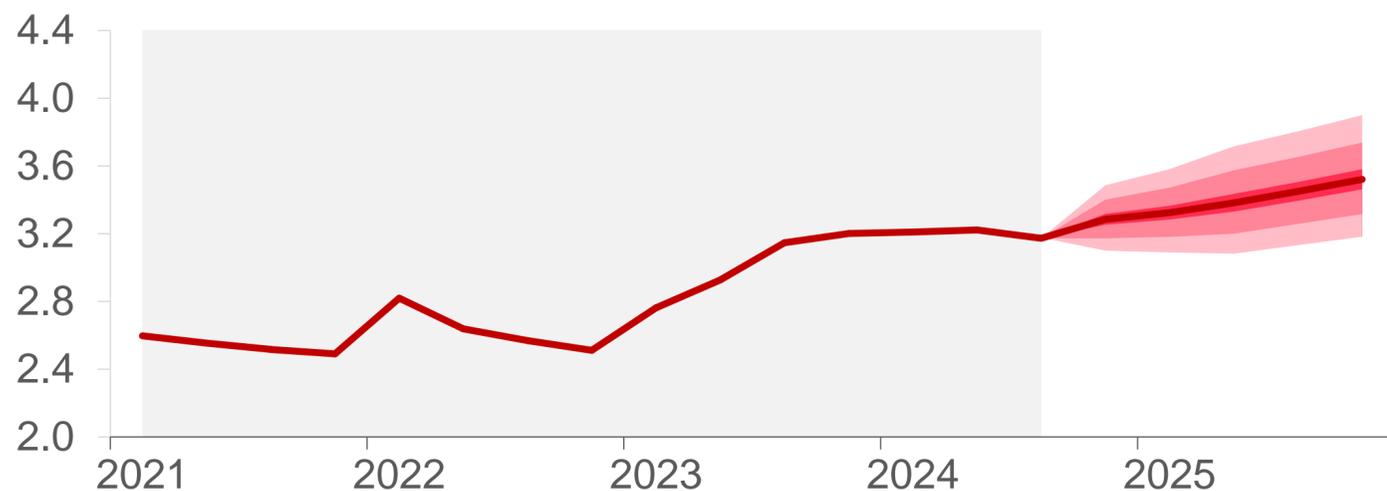
Мягкая экономическая политика будет поддерживать повышенное инфляционное давление, а не рост выпуска, возможности которого ограничены в среде дефицита кадров и рекордной загрузки мощностей.

Дефицит внешней торговли товарами и услугами – вблизи 0–2% ВВП в 2024–2025 гг., ...

... ослабление рубля на 4–6% в терминах корзины валют

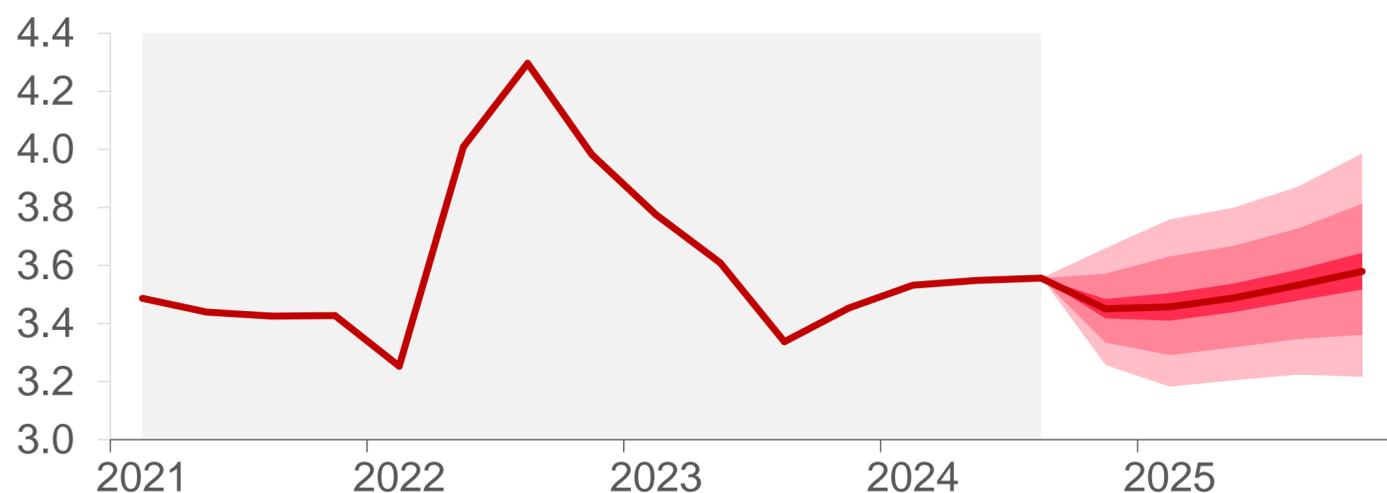
Прогноз курса USD/BYN

(в среднем за квартал; на базе QPM)



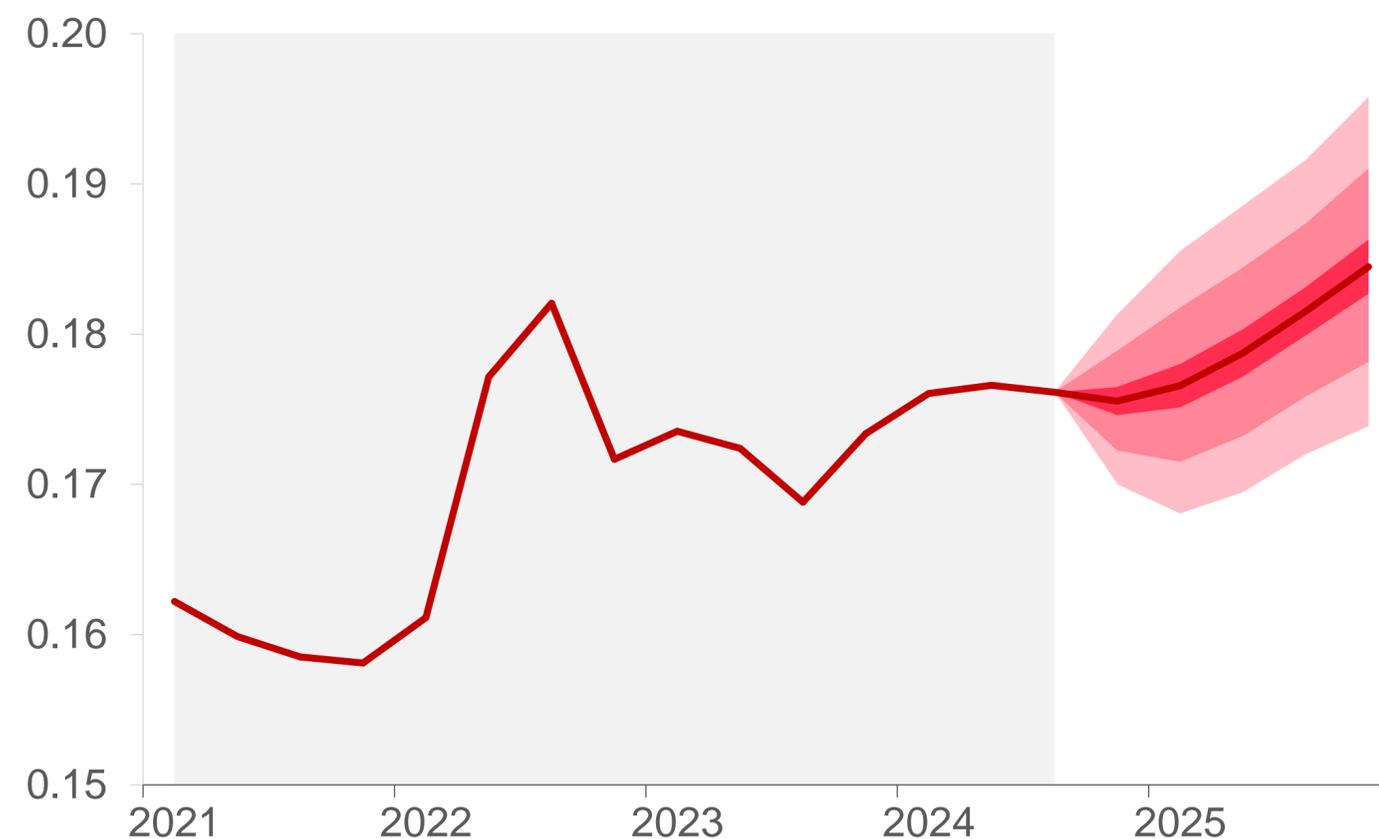
Прогноз курса 100*RUB/BYN

(в среднем за квартал; на базе QPM)



Прогноз стоимости корзины валют

(в среднем за квартал; на базе QPM)



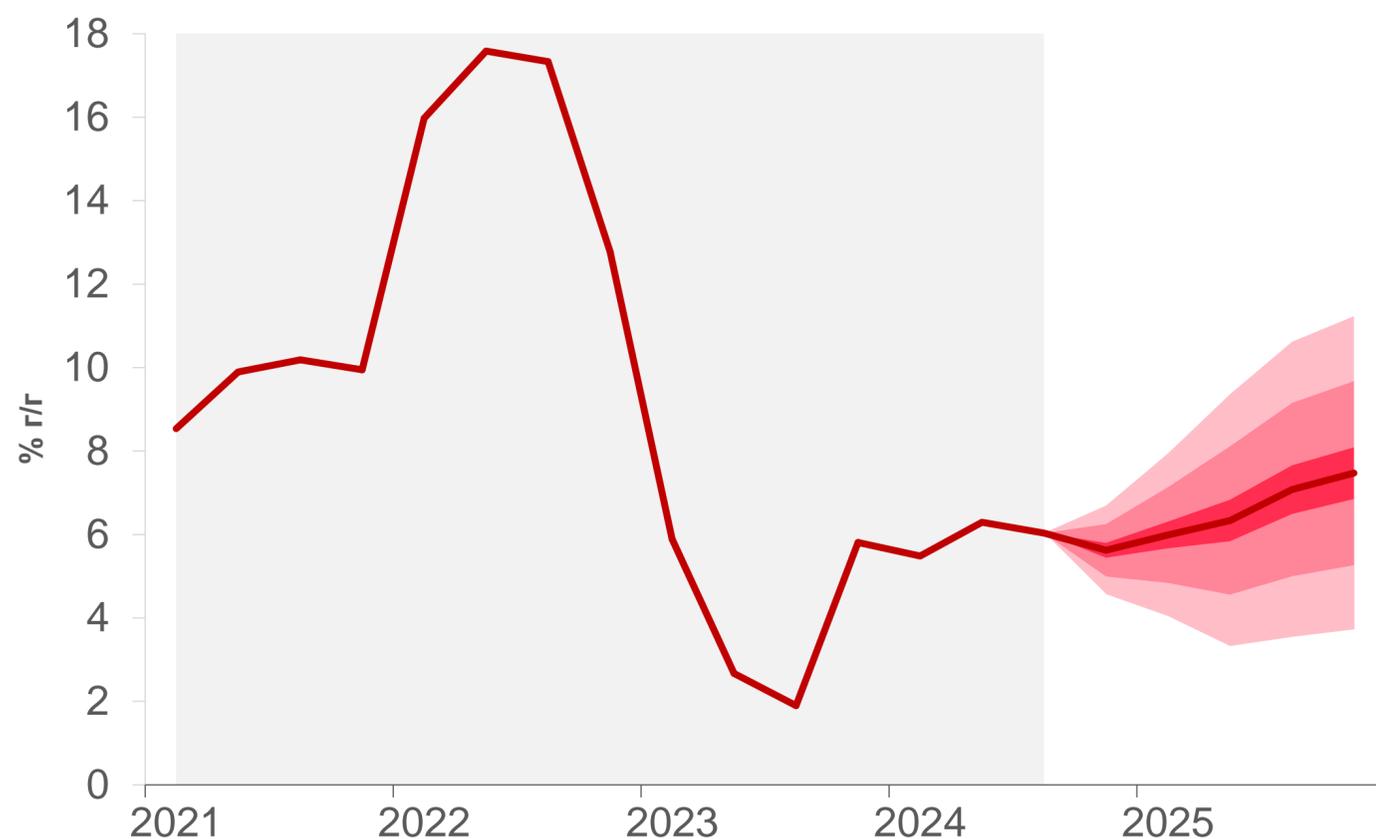
Новые существенные санкционные проявления и угроза разрывов логистических цепочек остаются факторами риска для курсовой динамики – их реализация приведет к неизбежности более значимого обесценения рубля, в том числе относительно российской валюты, чем предполагает базовый сценарий.

Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

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

Проинфляционные факторы будут превалировать в 2025 году, а инфляционный навес будет медленно просачиваться в цены

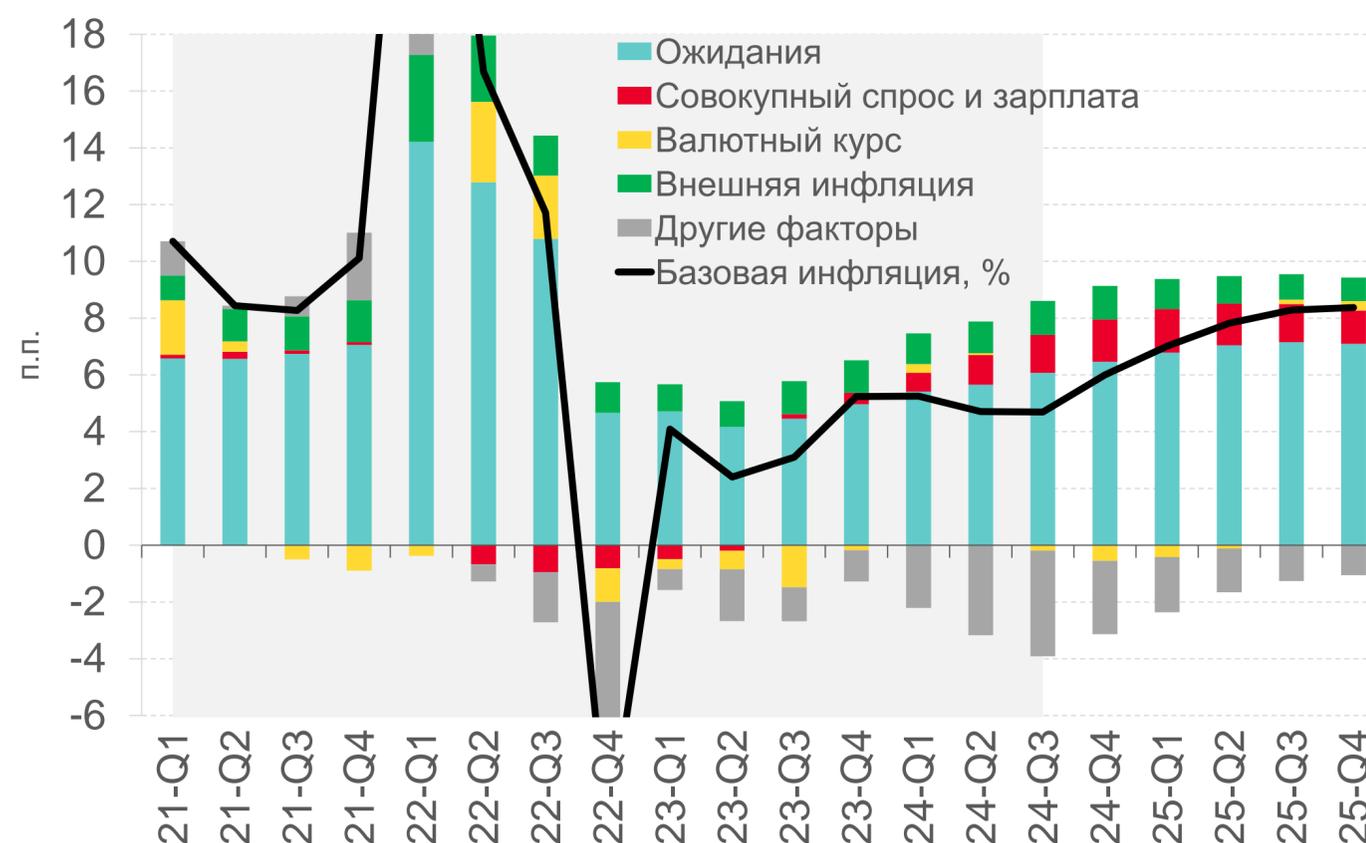
Прогноз годовой инфляции (г/г; на базе QPM)



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)



Избыточный спрос, дефицит кадров, повышенный рост цен в России и адаптация к новым санкционным проявлениям будут поддерживать повышенное проинфляционное давление.

Ценовой контроль – сдерживающий фактор.

Базовый прогноз – инфляция 5,5–6% г/г за 2024 г. и 6–8% г/г за 2025 г.

Риски отклонения от базового прогноза велики из-за «хрупкости» перегретой экономики Беларуси и неопределенности внешних условий

- **Чрезмерно продолжительное поддержание стимулирующей экономической политики** – ключевая угроза для ценовой стабильности в среднесрочной перспективе:
 - проинфляционный эффект усилится при пробуксовке процесса подстройки предложения под спрос;
 - рассинхронизация монетарной политики в Беларуси и России – значительно более высокие процентные ставки в России в сравнении с Беларусью – риски для белорусского валютного рынка как в части поддержания избыточного внутреннего спроса и импорта, так и в части повышения привлекательности вложений в активы, номинированные в российских рублях.
- **Угроза длительного сохранения повышенной инфляции в России.**
- **Смягчение ценового контроля может привести к более сильному повышению инфляции, чем предполагает базовый сценарий** из-за неопределенности оценки инфляционного навеса.
- **Угроза жесткой посадки белорусской экономики**, которая в силу серьезного перегрева стала «хрупкой», может иметь дезинфляционные последствия в среднесрочной перспективе.
- **Интенсификация инвестиций в повышение производительности труда** – подстройка стороны предложения под высокий спрос будет более быстрой. Это ограничит ценовое давление и приведет к более низкой инфляции в 2025 году в сравнении с прогнозом по базовому сценарию.