

Центр экономических исследований "БЕРОК"
BEROC Economic Research Center



Инфляция и монетарная среда

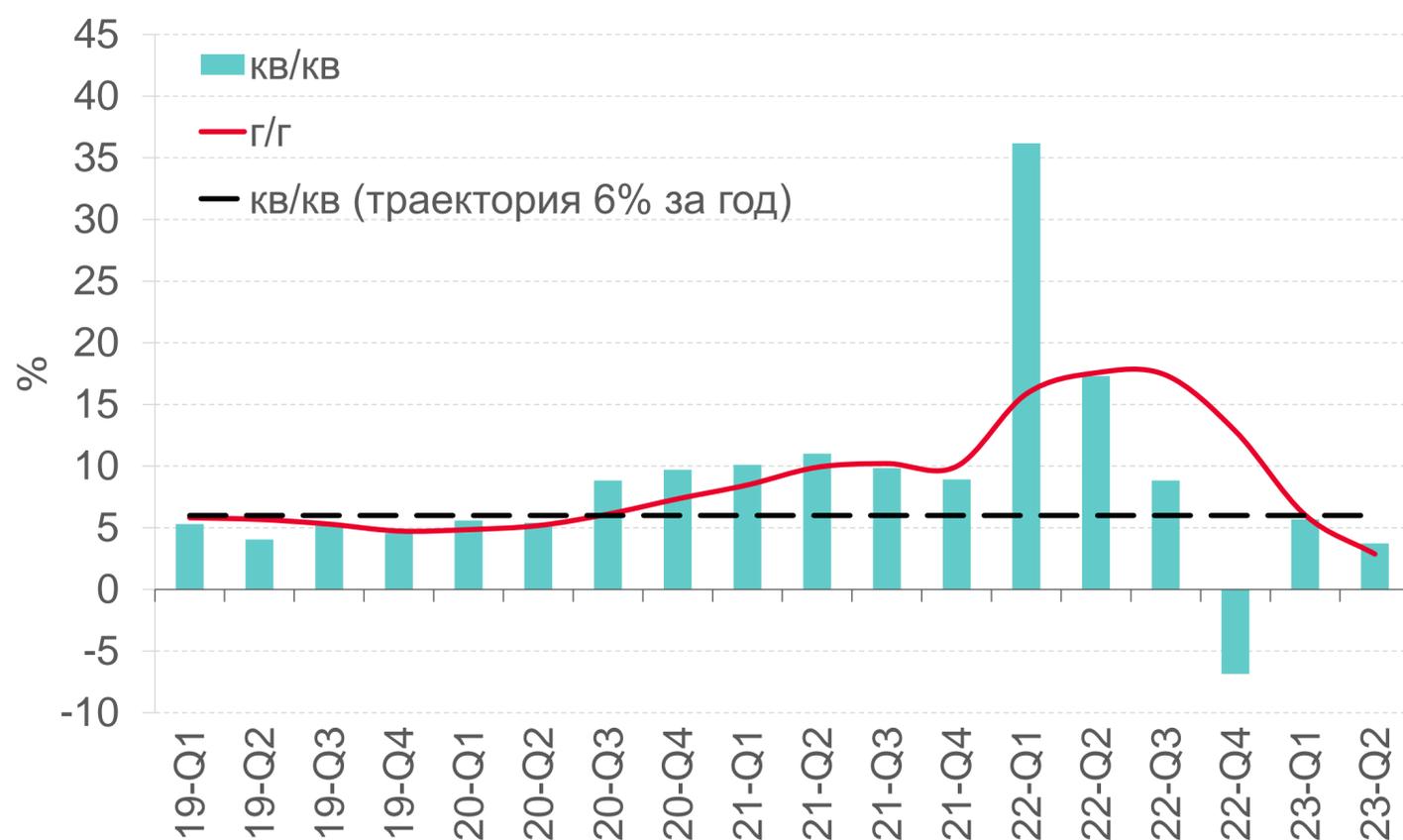
Итоги II квартала 2023 г. и краткосрочный прогноз

8 августа 2023 г.

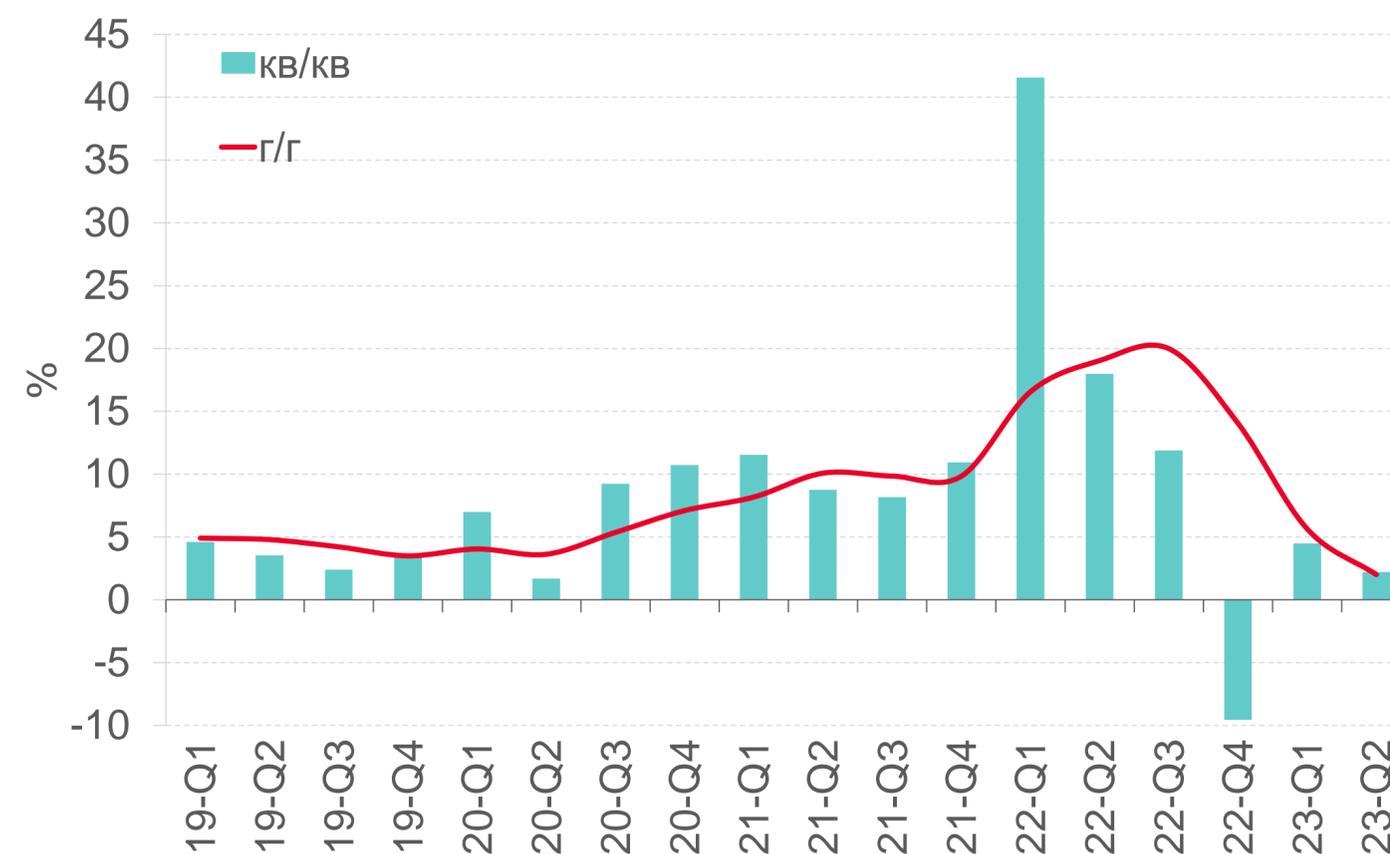
- Инфляция оставалась низкой в II квартале – тотальный ценовой контроль подавил усилившееся инфляционное давление со стороны внутреннего спроса и рынка труда
- Чрезмерно мягкая монетарная политика – фактор формирования положительного разрыва выпуска
- Проинфляционное давление имеет предпосылки к усилению вследствие избыточного монетарного стимулирования и дефицита работников
- Годовая инфляция начнет ускоряться с октября – до 5–7% по итогам 2023 г.
- Инфляция может повыситься до 7–10% в 2024 г. даже при постепенном возврате Нацбанка к нейтральной монетарной политике в течение 2024 г.
- Продолжительное сочетание тотального ценового контроля и чрезмерно мягкой денежно-кредитной политики будет вести к накоплению инфляционного навеса. Это чревато большими потенциальными издержками в форме ценового всплеска и резкого ужесточения монетарной политики в 2024 г.

Инфляция в II квартале 2023 г. оставалась низкой в условиях строгого ценового контроля

Сводная инфляция



Базовая инфляция



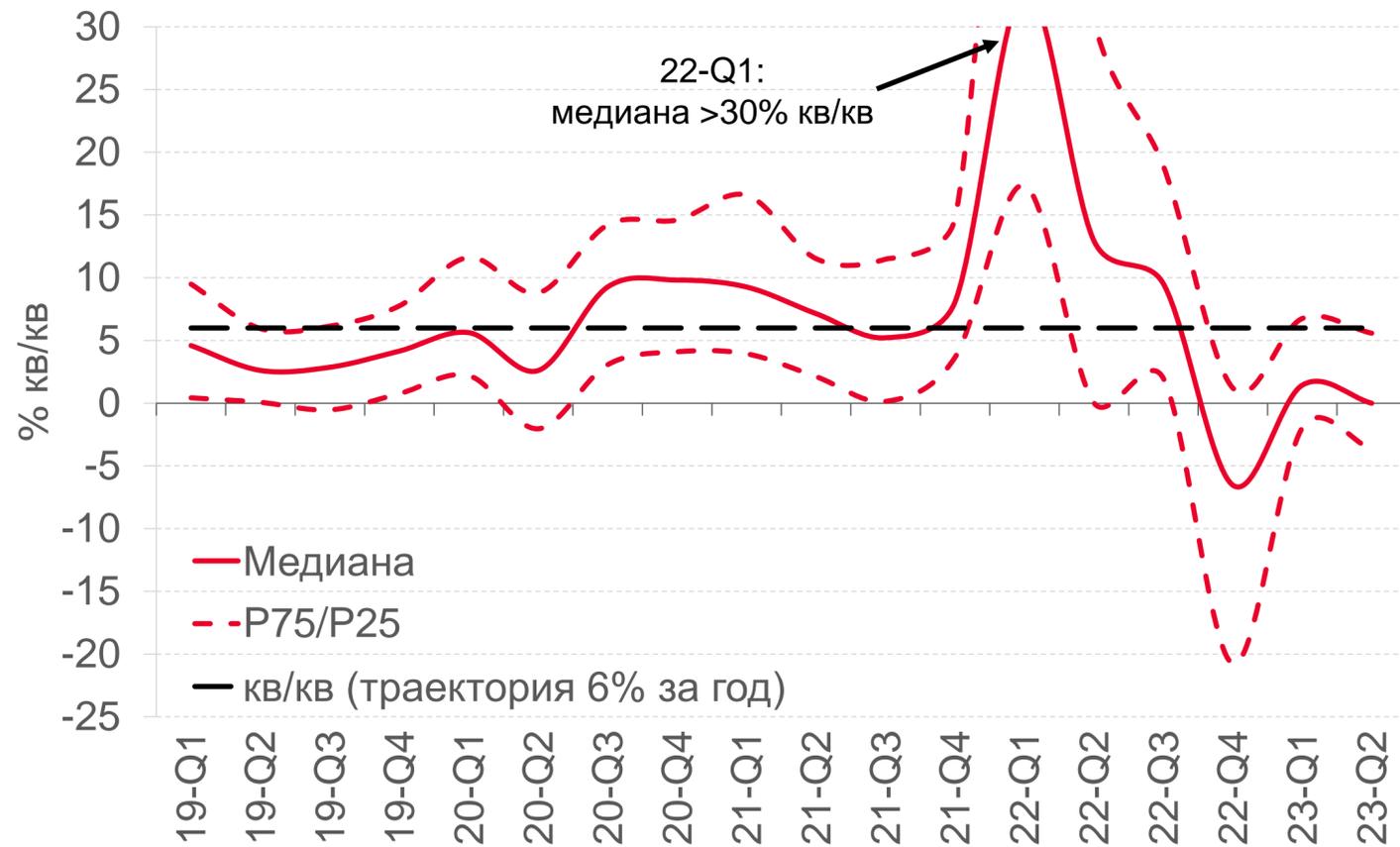
Источник: расчеты BEROC на основе данных Белстата, QPM BEROC.

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.

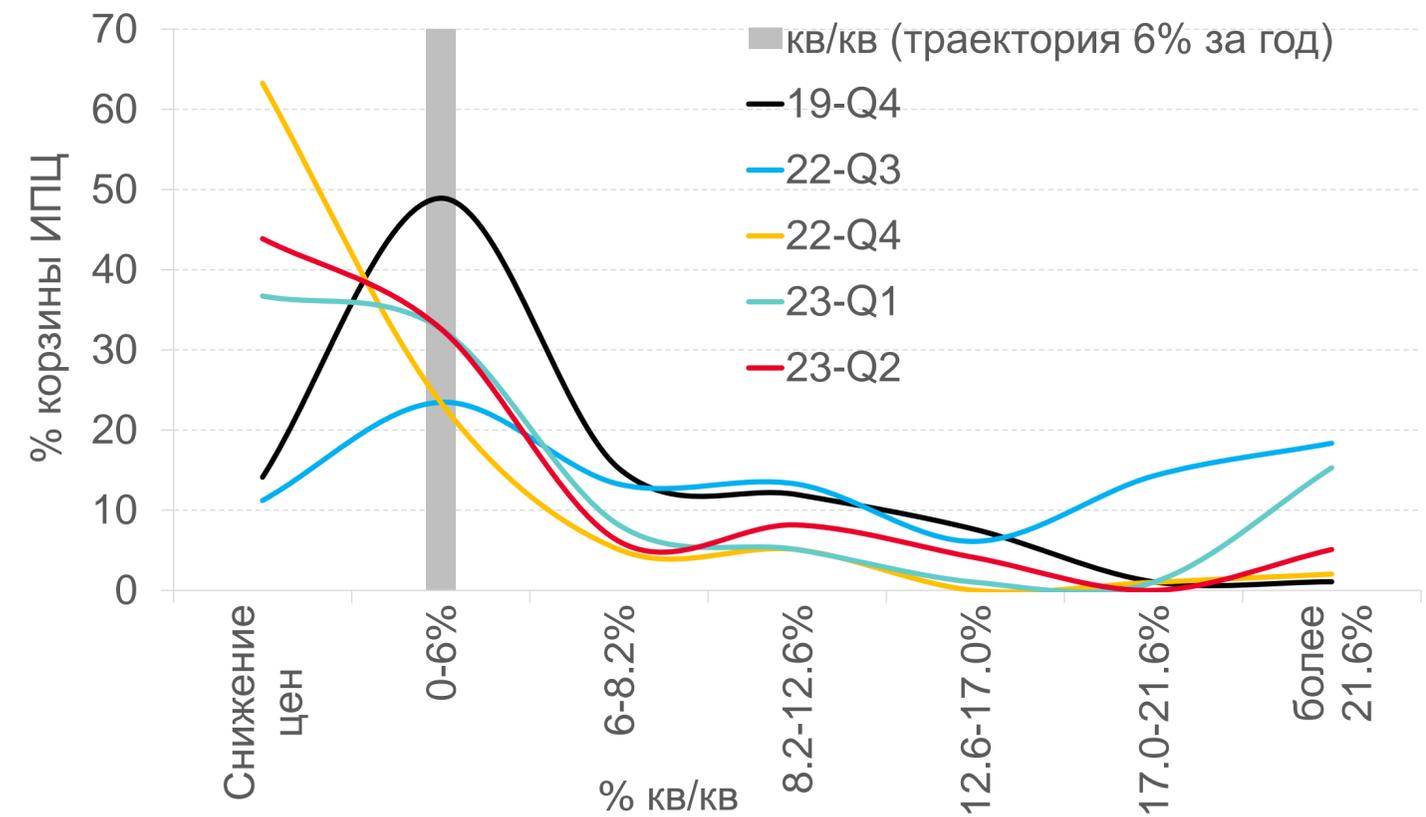
Базовая инфляция теряет статус индикатора устойчивой динамики цен в среде их тотального госрегулирования

Распределение изменений цен компонент ИПЦ – ВЕРОС неестественно для Беларуси

Медианная инфляция (кв/кв)



Распределение прироста цен (кв/кв)



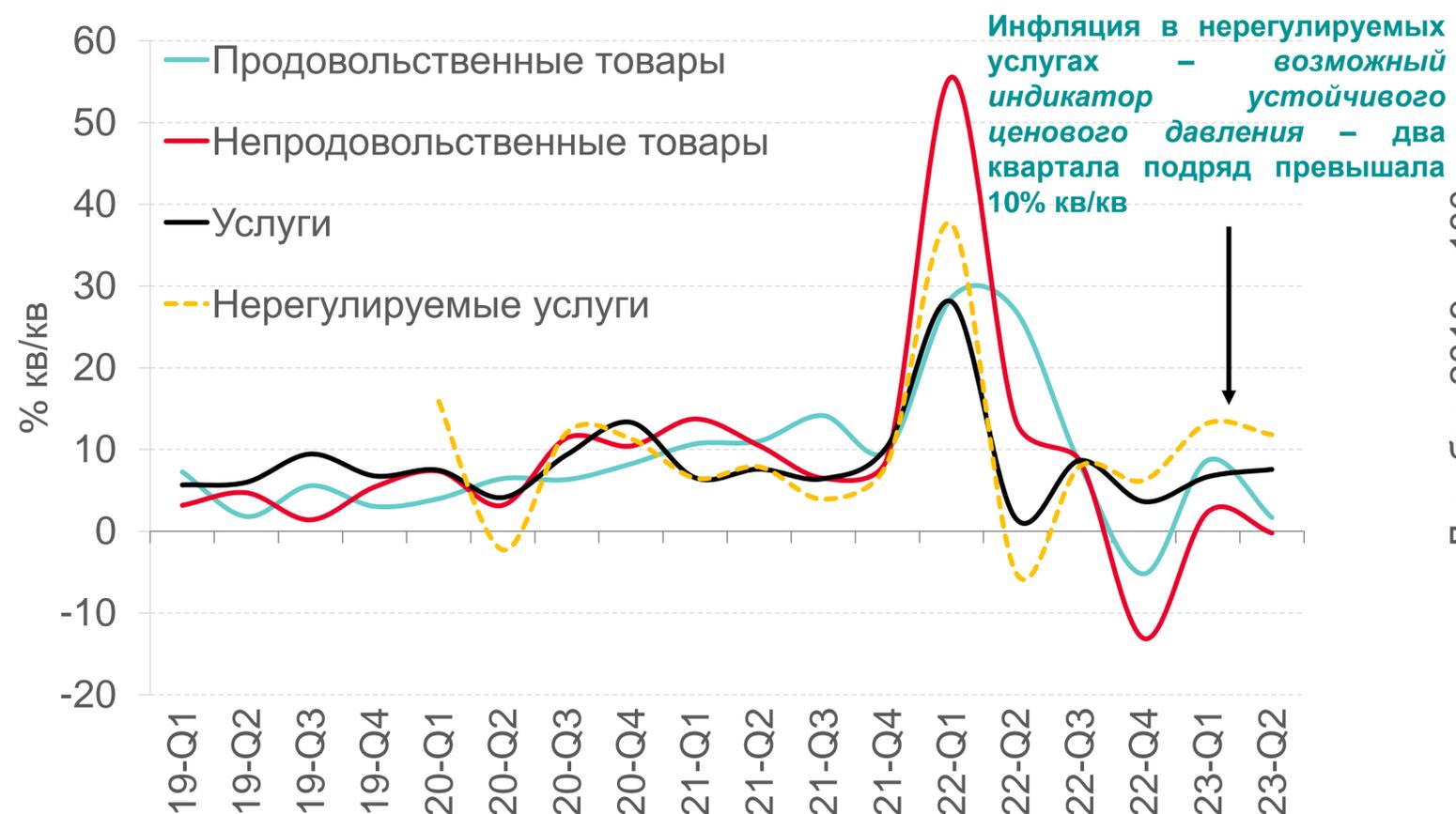
Источник: расчеты ВЕРОС на основе данных Белстата.

Примечание: кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности. Медианная инфляция и распределение прироста цен рассчитаны по данным 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 перцентиля, а на 25% товаров – медленнее 25-го перцентиля).

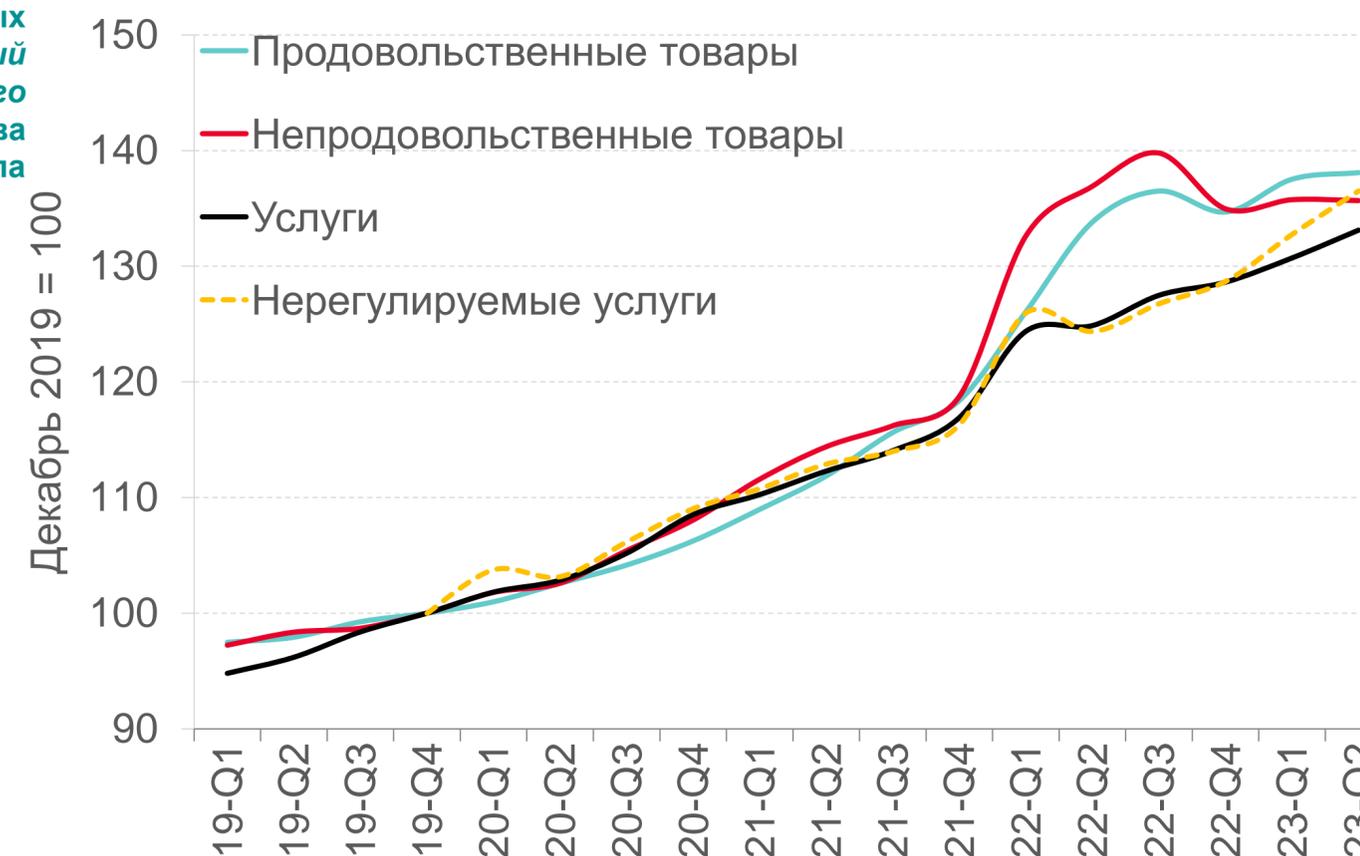
Медианная инфляция и распределение прироста цен искажены ценовым контролем

Низкий рост цен на товары сдерживал инфляцию. Услуги – быстро дорожали

Инфляция компонент ИПЦ (кв/кв)



Уровень цен компонент ИПЦ (с устранением сезонности)



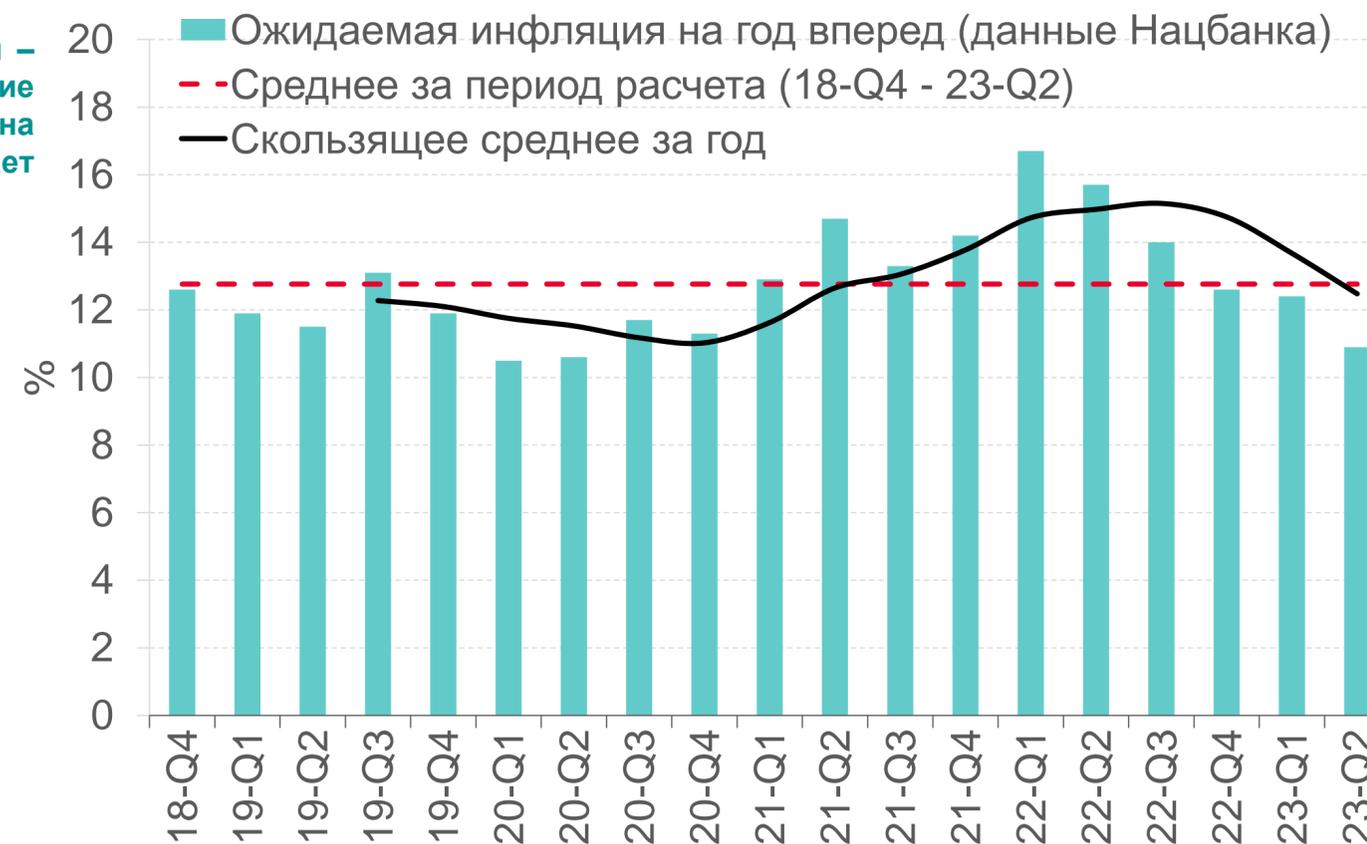
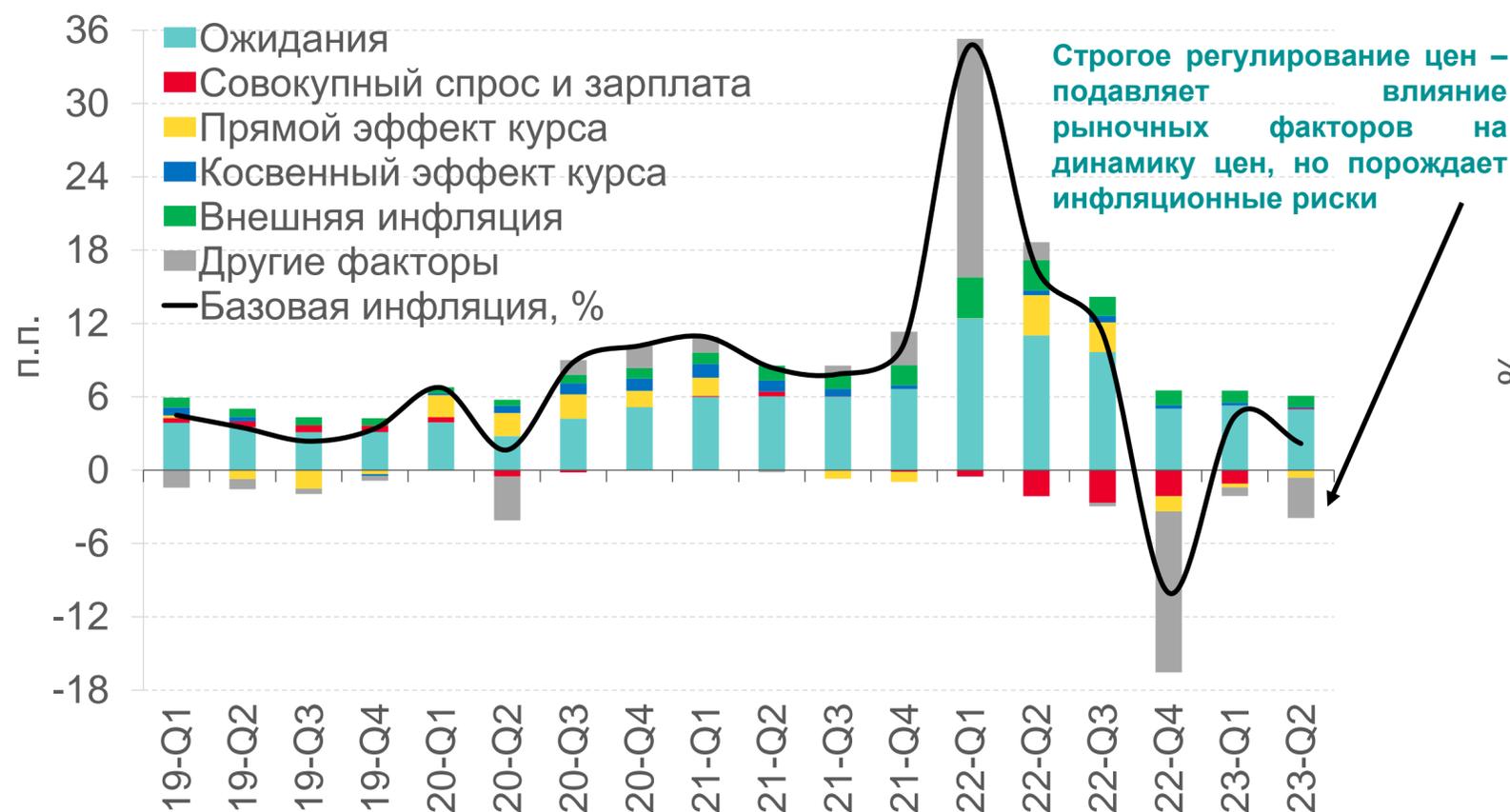
Источник: расчеты BEROC на основе данных Белстата.

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

Выравнивание относительных цен на товары и нерегулируемые услуги завершилось в июне 2023 г.

Сохранение строгого госконтроля за ценами – ключевой фактор низкой инфляции

Декомпозиция базовой инфляции на основе QPM (кв/кв, логарифм. данные) Ожидаемая населением инфляция на год (данные Нацбанка)



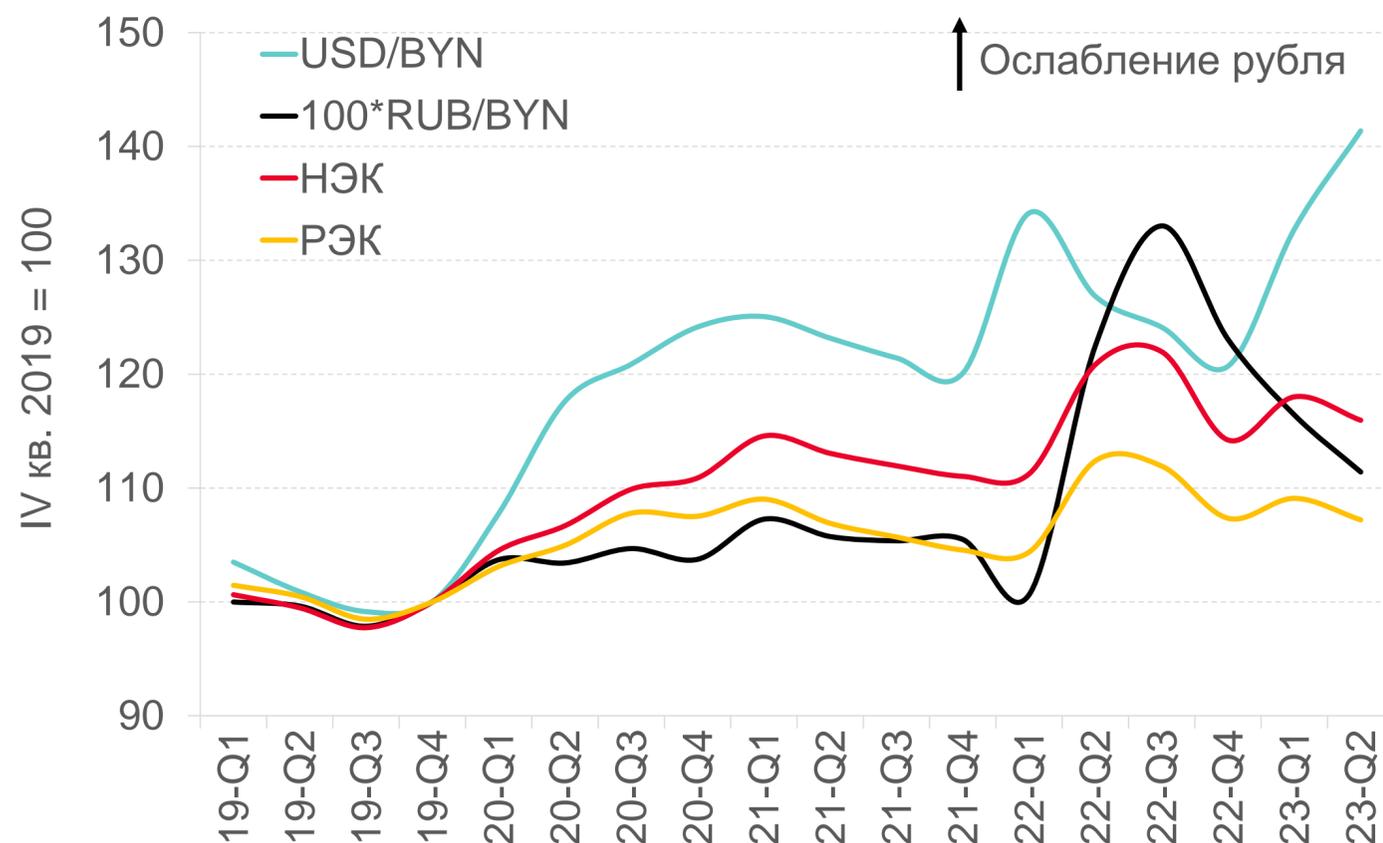
Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси, QPM BEROC.

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.

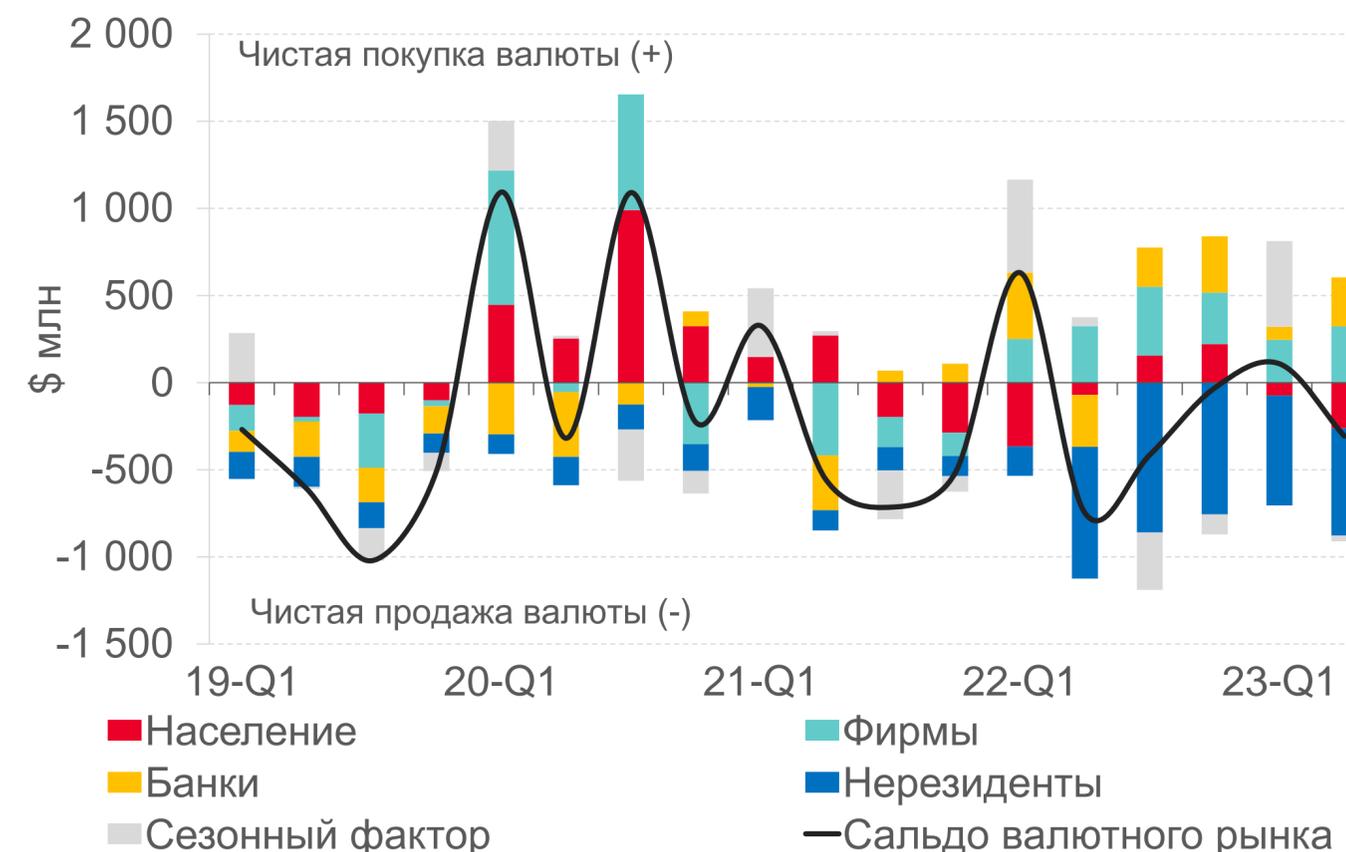
Инфляционные ожидания в II квартале были сдержанными, но ослабление белорусского рубля к доллару и евро может привести к их повышению

Валютный курс не оказывал значимого инфляционного влияния в II квартале 2023 г.

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



Сальдо валютного рынка (сегменты – с устранением сезонности)



Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси.

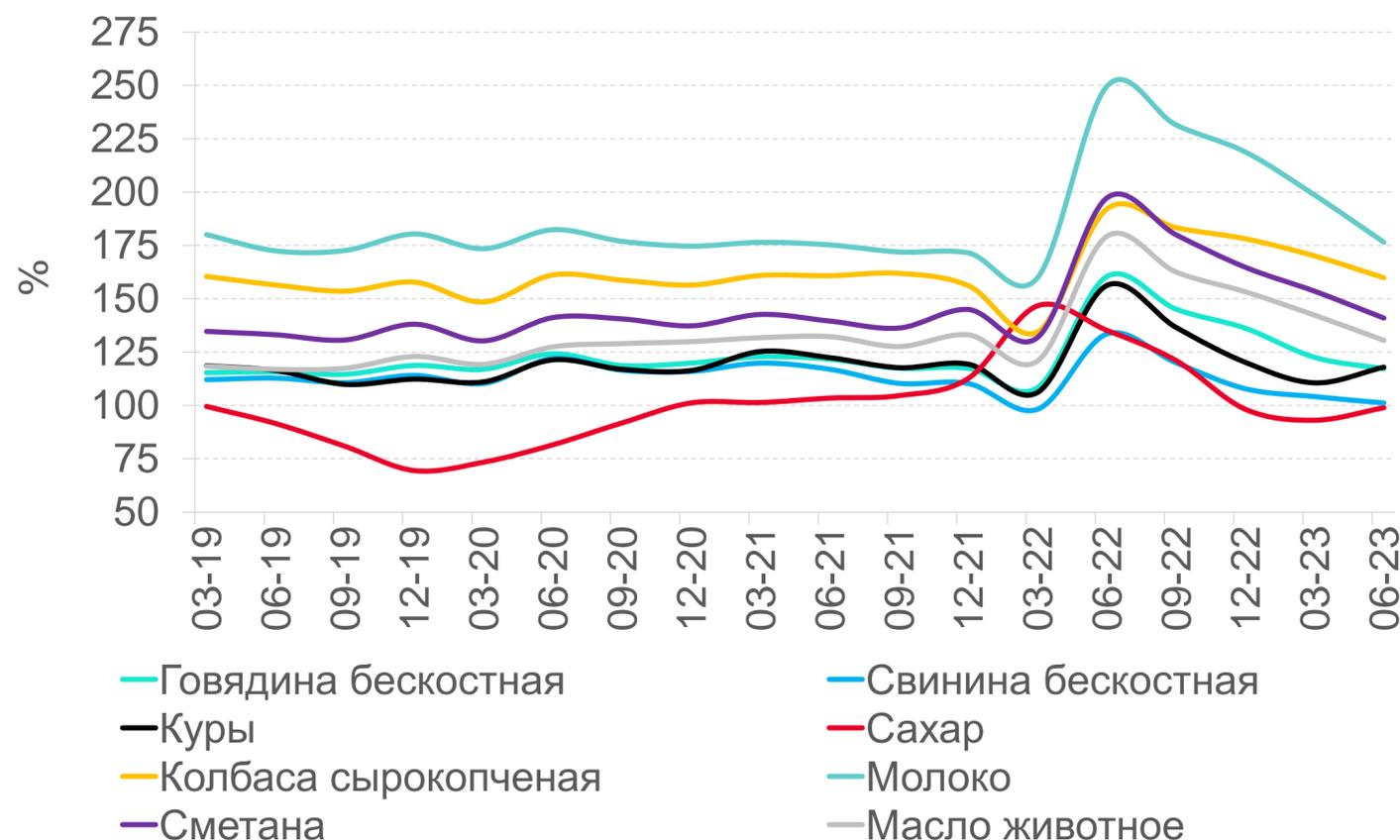
Примечание: НЭК и РЭК – соответственно номинальный и реальный эффективный курс белорусского рубля. Сальдо операций отдельных сегментов валютного рынка представлено с устранением сезонности.

Чистое предложение валюты – фактор укрепления рубля.

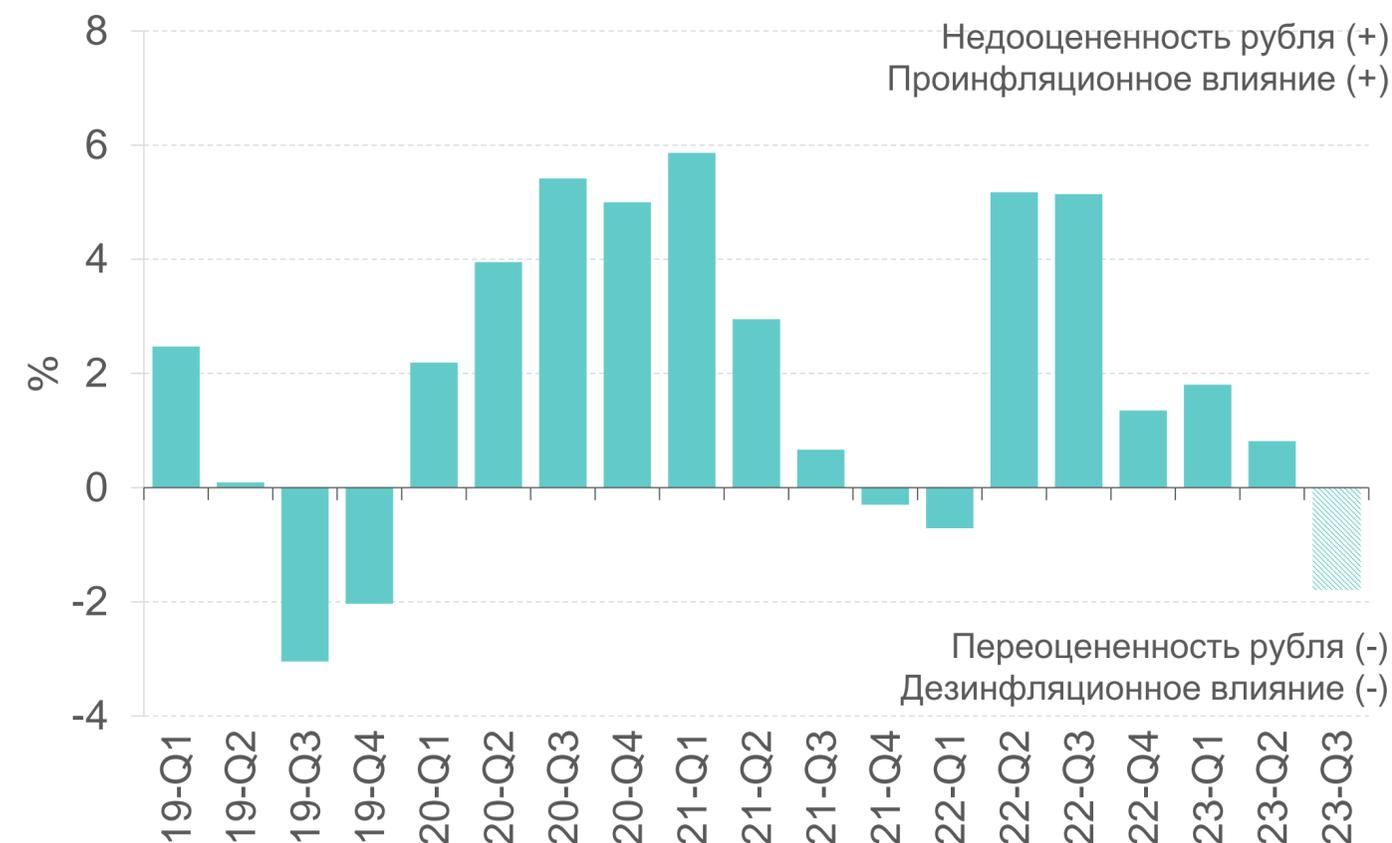
Нацбанк (вместе с Минфином) купил \$307 млн (в эквиваленте) в II квартале

Рубль входит в зону переоцененности из-за укрепления к российской валюте

Соотношение цен в России и Беларуси



Отклонение РЭК от равновесного уровня (на базе QPM)



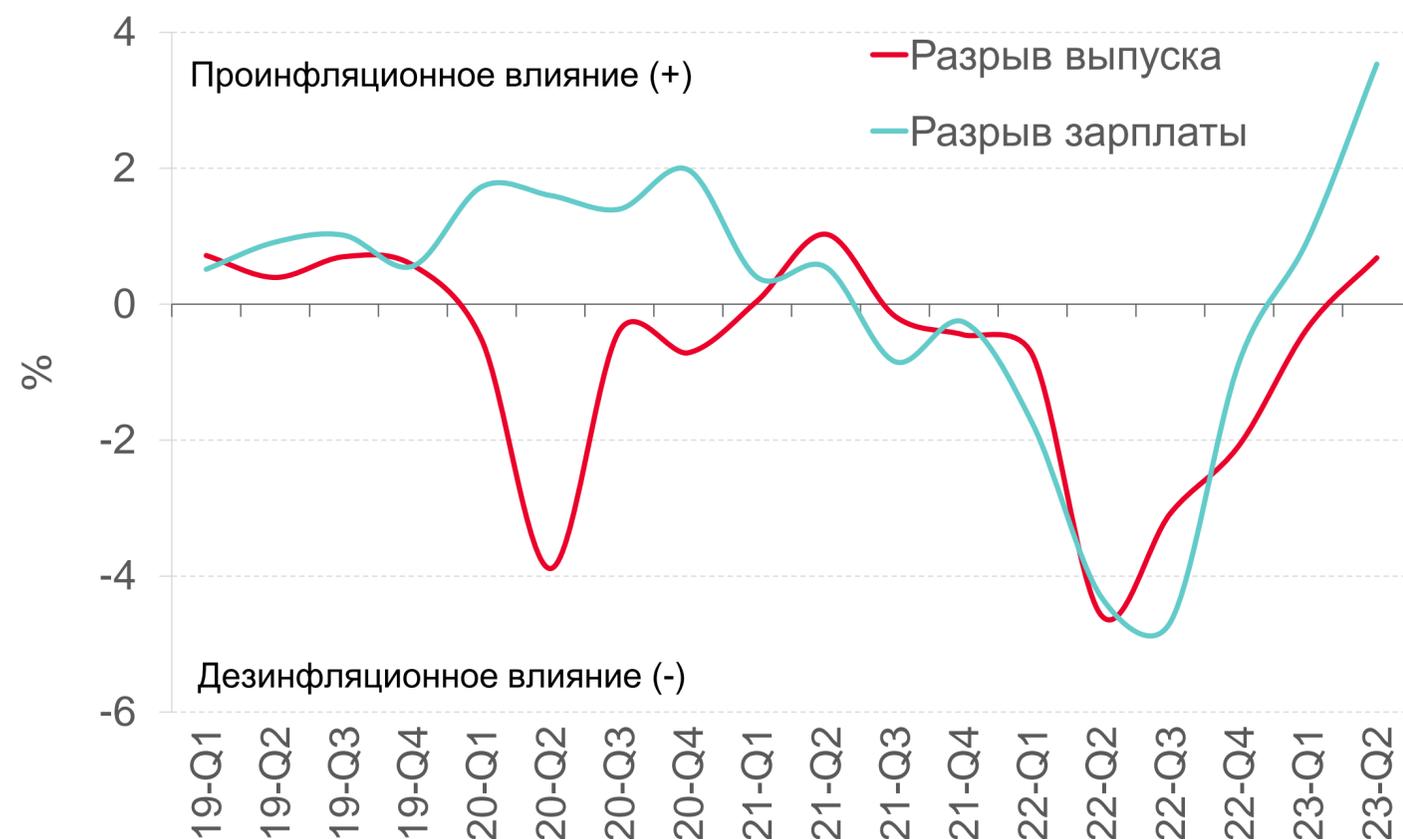
Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата, Росстата, QPM BEROC.

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. 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.

Валютный курс перестал выступать значимым фактором поддержки конкурентоспособности белорусских производителей

Состояние внутреннего спроса и рынка труда – проинфляционные факторы

Разрыв выпуска и разрыв зарплаты (на базе QPM)



Вклад монетарных условий в разрыв выпуска (на базе QPM)



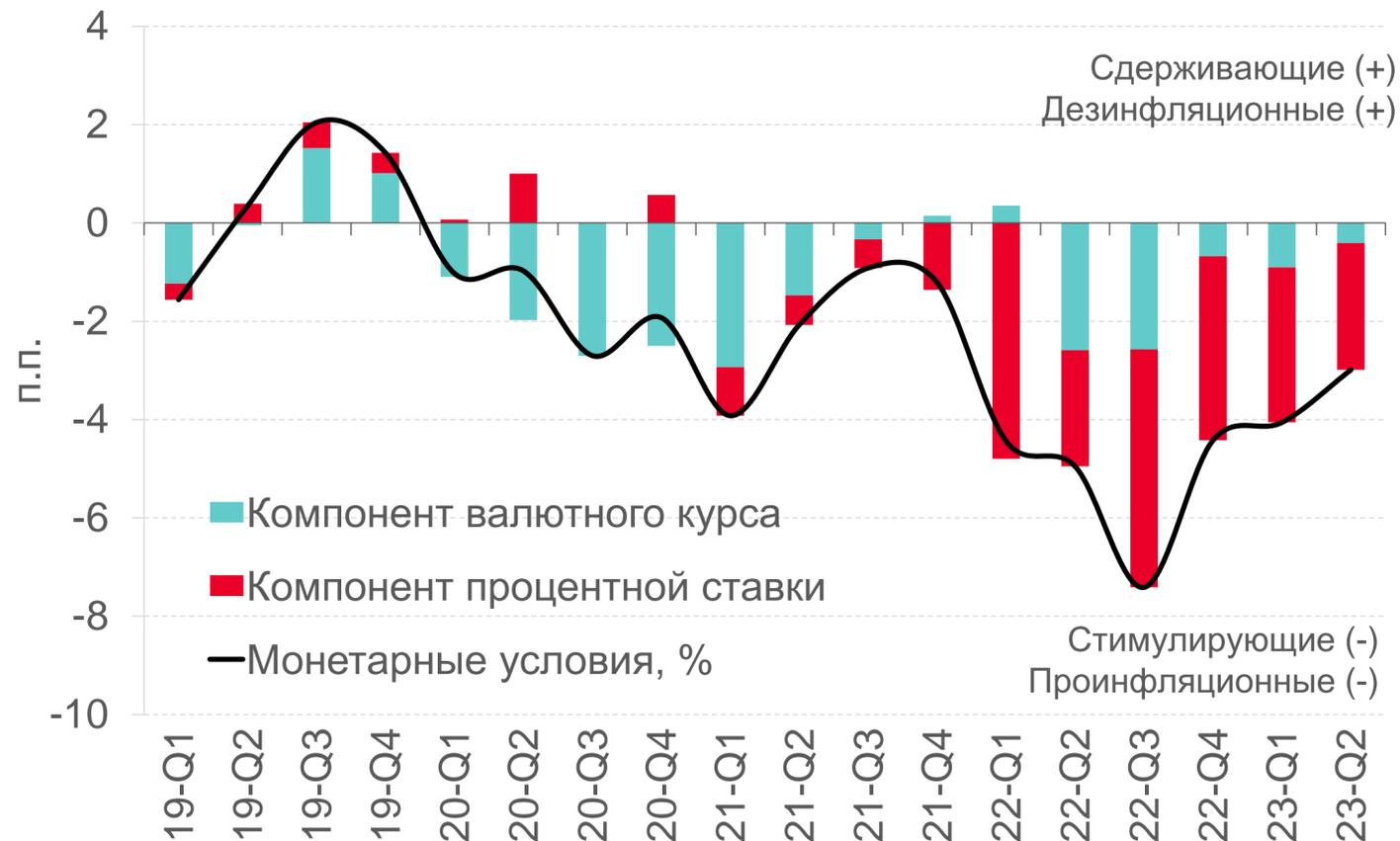
Источник: расчеты BEROC на основе QPM BEROC.

Примечание: разрывы переоцениваются при поступлении новых данных. Разрывы выпуска и зарплаты представляют собой отклонение реальных ВВП и зарплаты от своих равновесных уровней. Под равновесным понимается такой уровень макропеременной, который не формирует ни дополнительного проинфляционного, ни дезинфляционного давления.

Монетарное стимулирование ведет к избыточному повышению спроса – предложение не успевает из-за технологических ограничений и дефицита работников

Толерантная к инфляционным рискам политика Нацбанка поддерживала мягкие монетарные условия BEROC

Монетарные условия (на базе QPM)



Ликвидность банковской системы (в среднем за месяц)



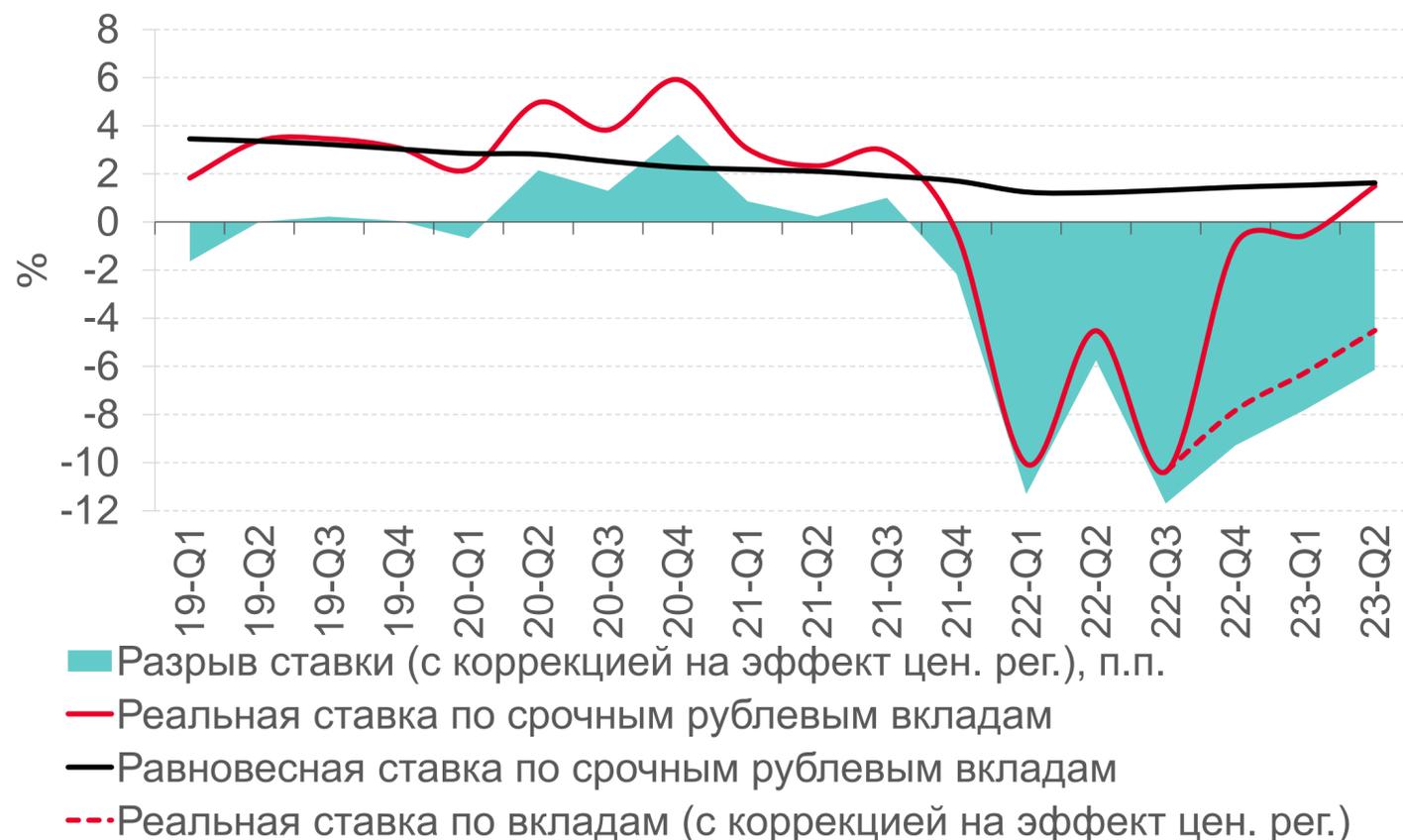
Источник: расчеты BEROC на основе QPM BEROC, данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

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. Мы осознаем ограничения применяемого подхода.

Банковская система – в состоянии существенного объема избыточной и не изымаемой Нацбанком ликвидности. Ставка МБК – ниже нейтрального уровня

Процентные ставки по рублевым вкладам и кредитам – ниже нейтральных уровней

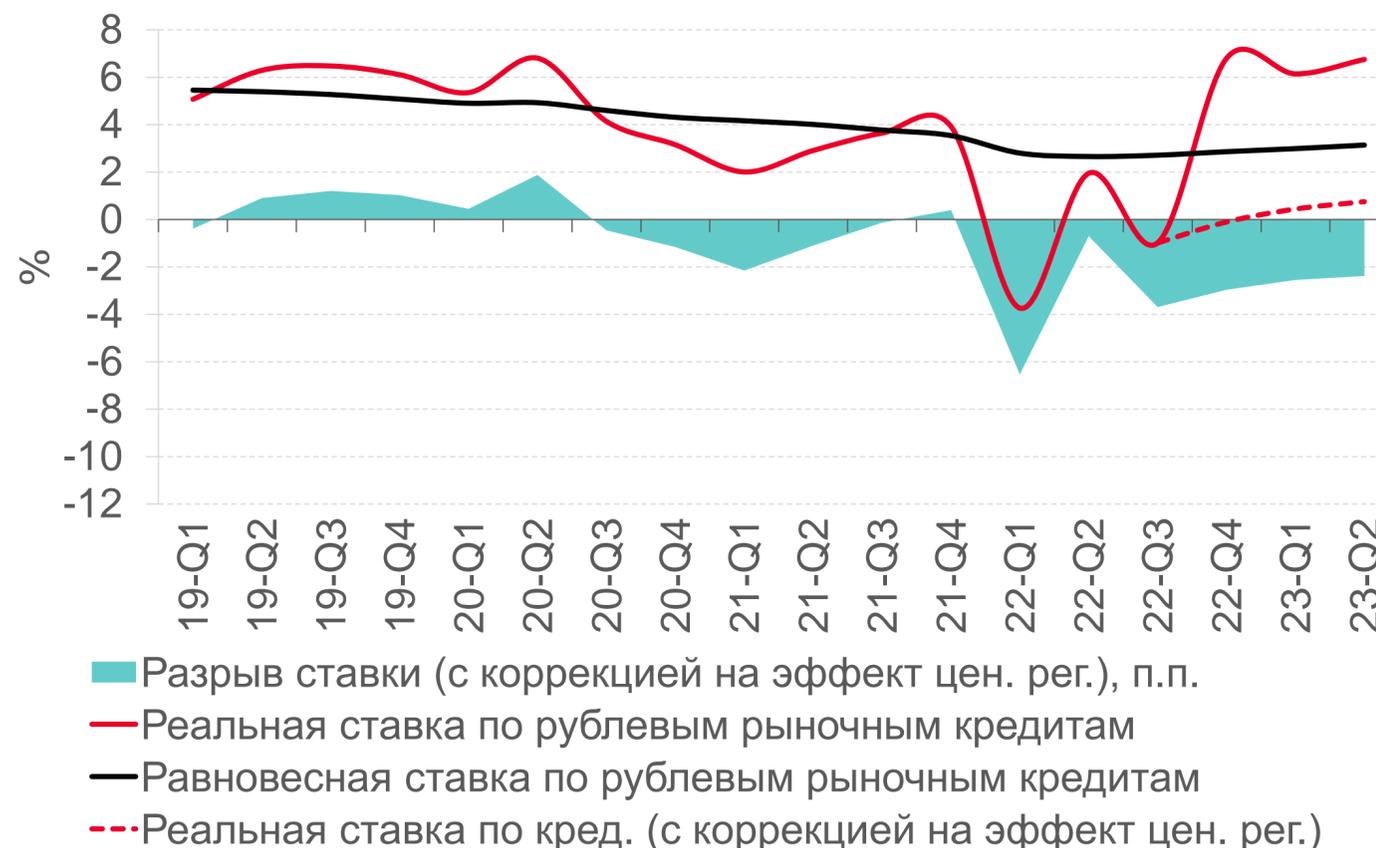
Характер реальных ставок по новым срочным вкладам (на базе QPM)



Источник: расчеты BEROC 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 РЭК (инфляционно-нейтральные ставки).

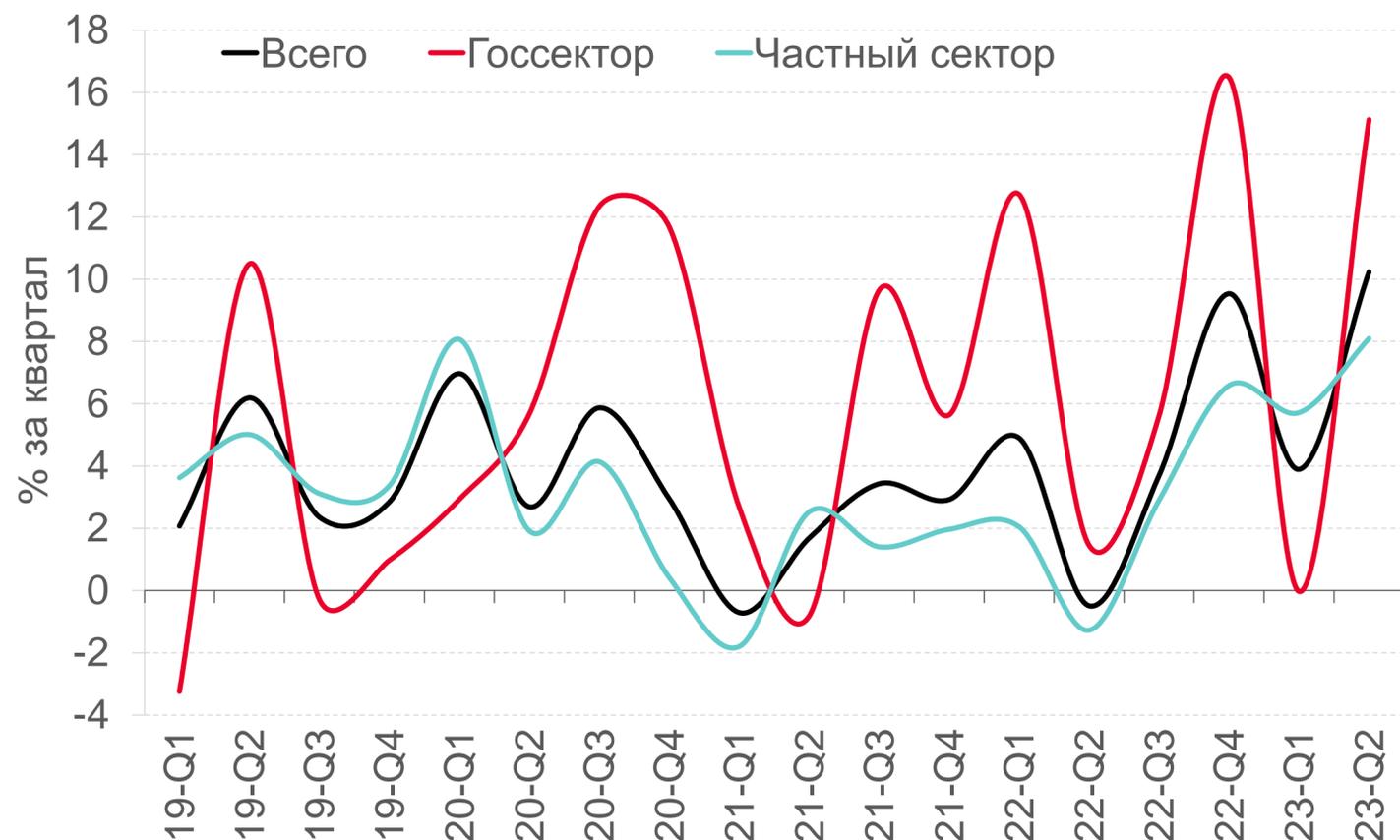
Характер реальных ставок по новым рыночным кредитам (на базе QPM)



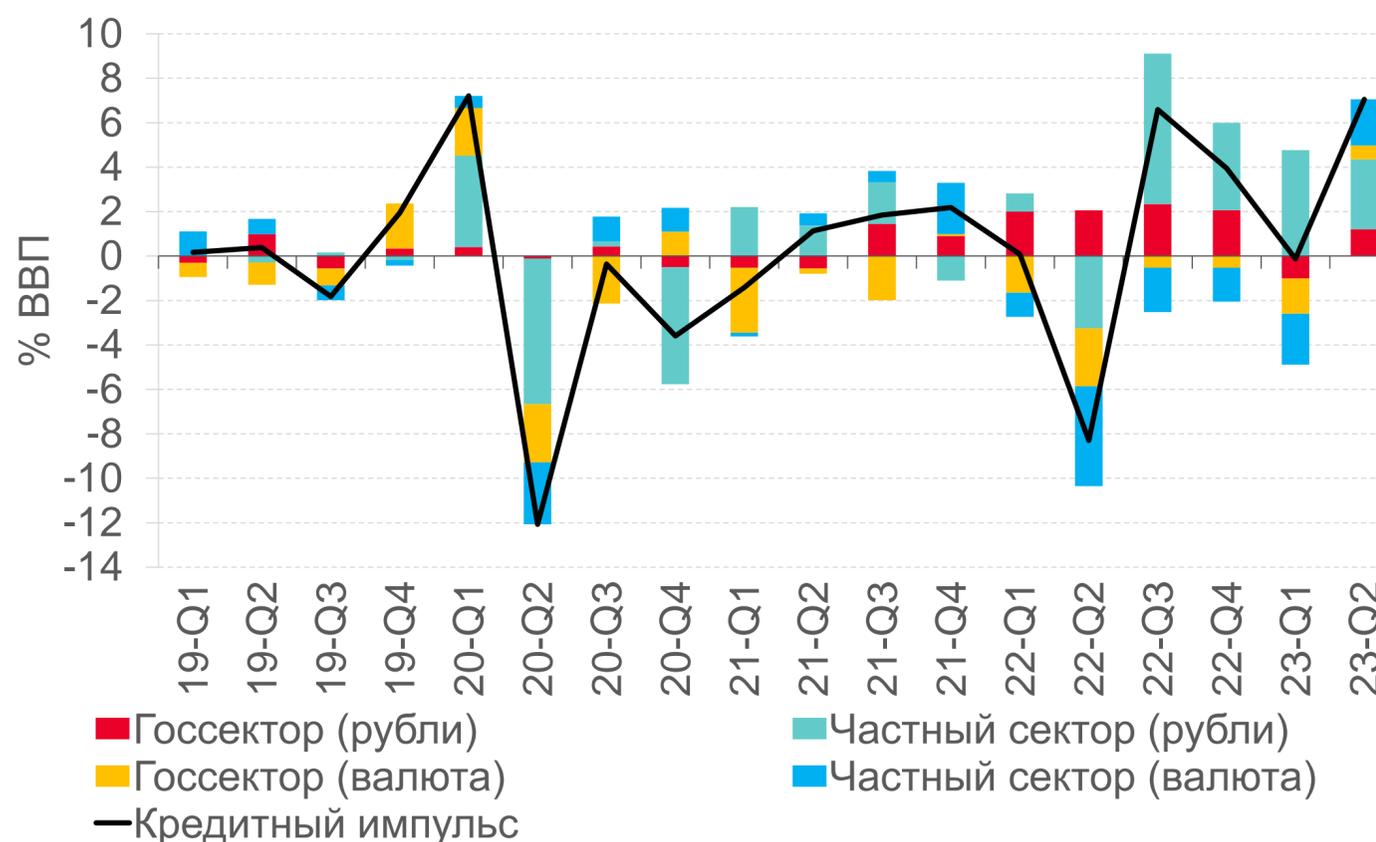
Уровни ставок не формируют дополнительных стимулов для долгосрочных сбережений в рублях, но поддерживают высокий внутренний спрос

Кредитование растет высокими темпами на фоне низких процентных ставок

Задолженность по кредитам в рублях (прирост за квартал с устранением сезонности)



Кредитный импульс (за квартал с устранением сезонности)



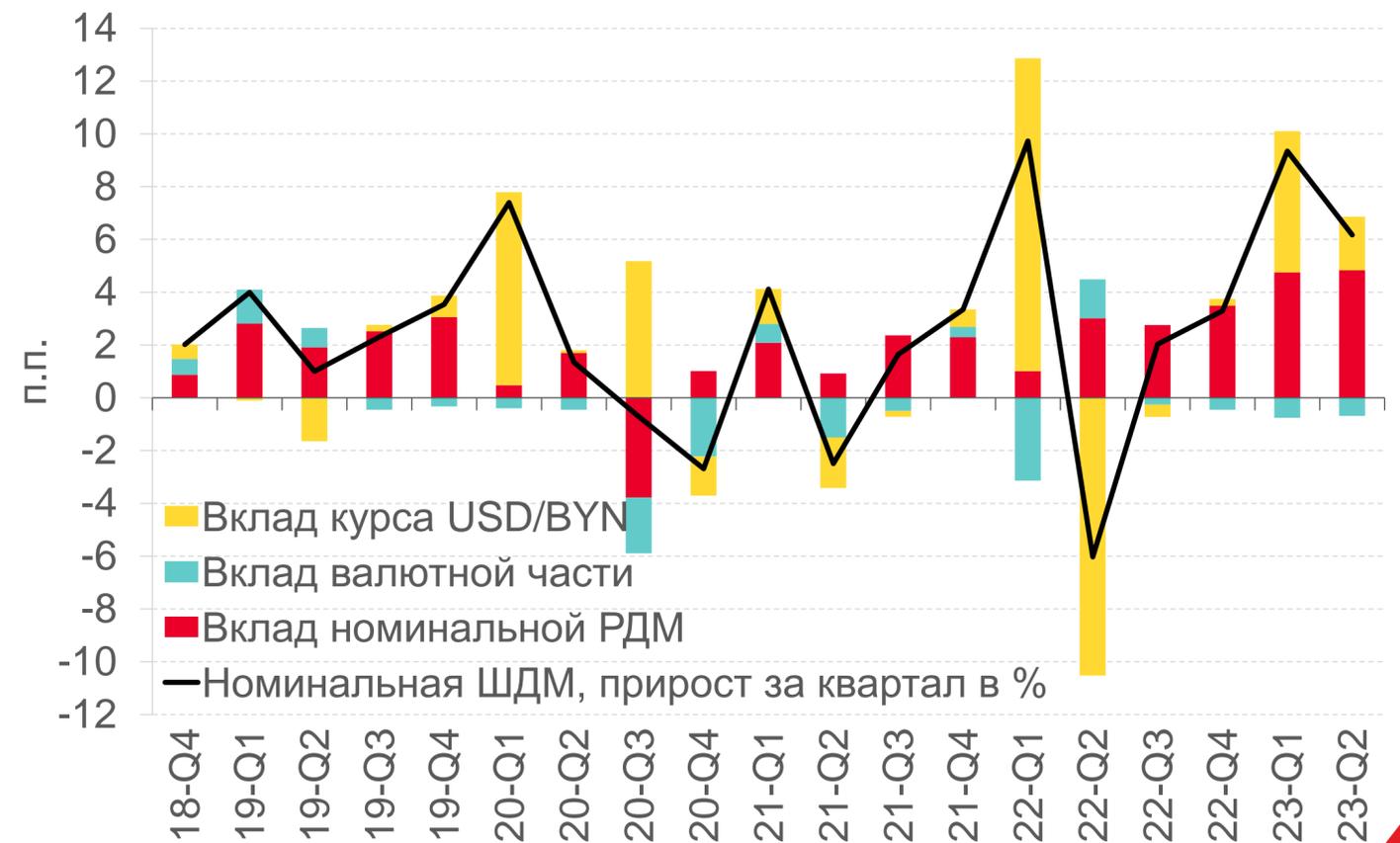
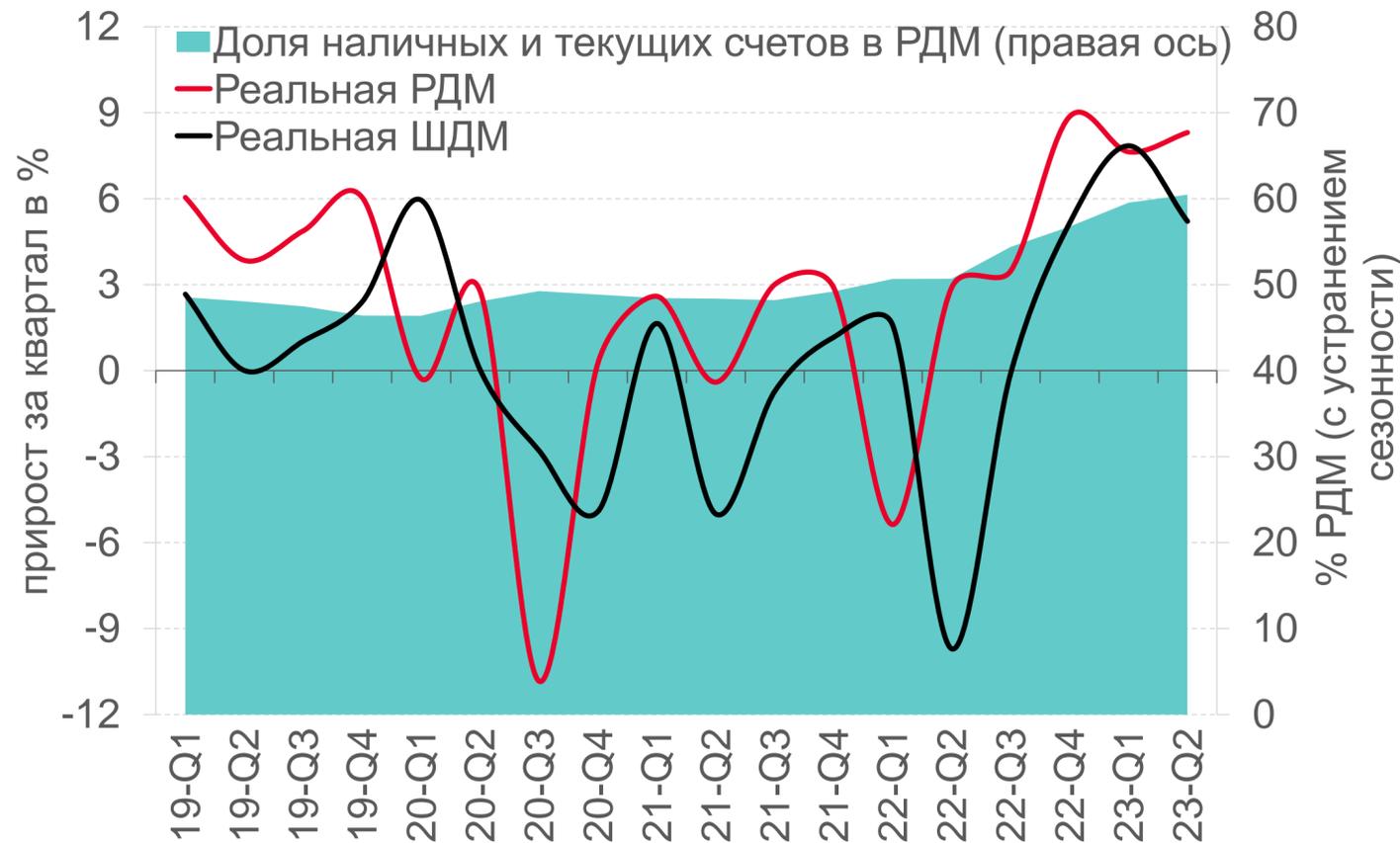
Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

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 .

Рост кредитования частного сектора остается устойчиво высоким как в сегменте фирм, так и населения

Денежная масса росла ускоренными темпами в среде мягких монетарных условий

Динамика реальной денежной массы (с устранением сезонности) Декомпозиция прироста номинальной ШДМ (с устранением сезонности)



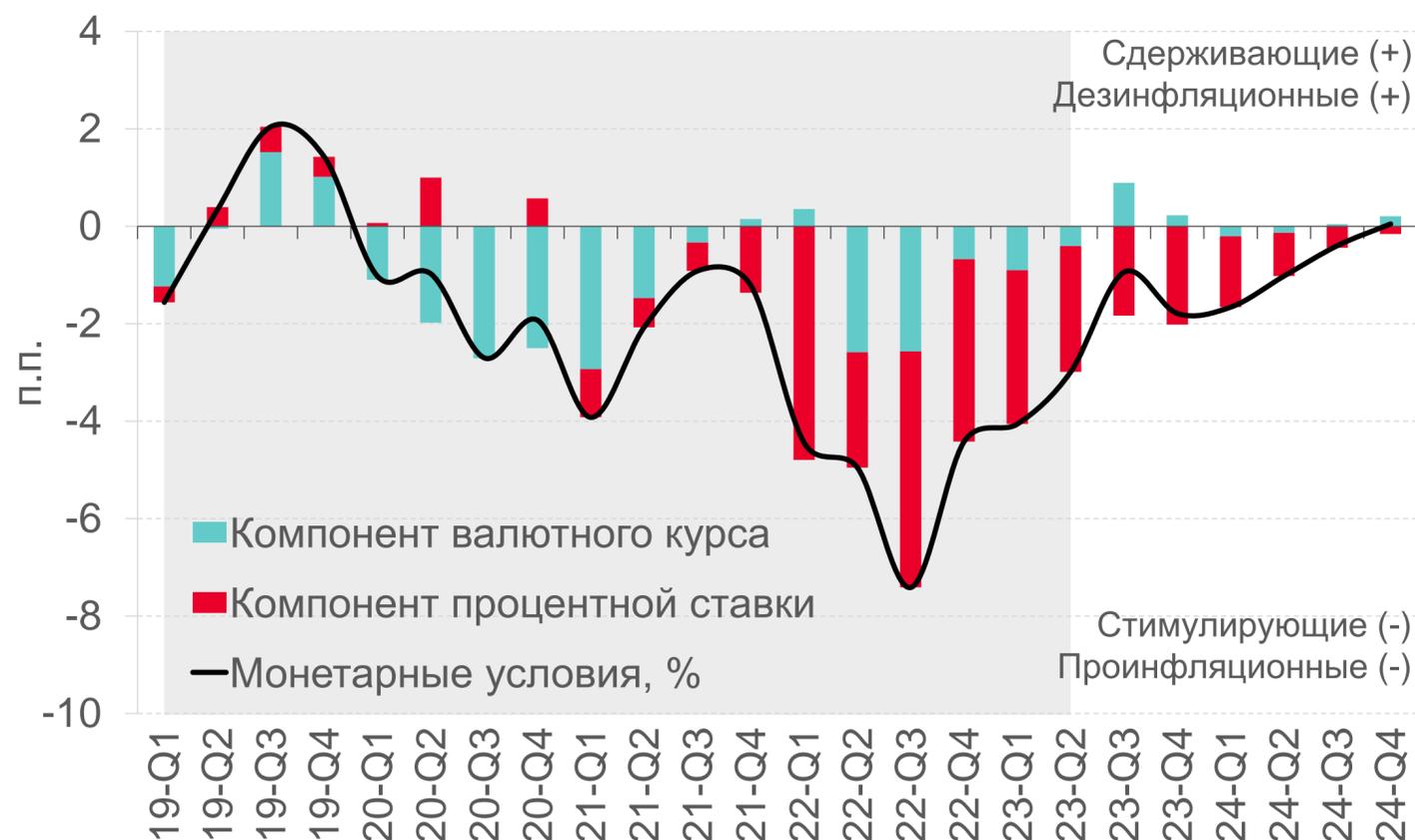
Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

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).

Быстрый рост ШДМ формирует инфляционный навес. Структура РДМ становится «хрупкой», что может усиливать негативные последствия кризисных явлений

Монетарные условия, вероятно, останутся мягкими во второй половине текущего года

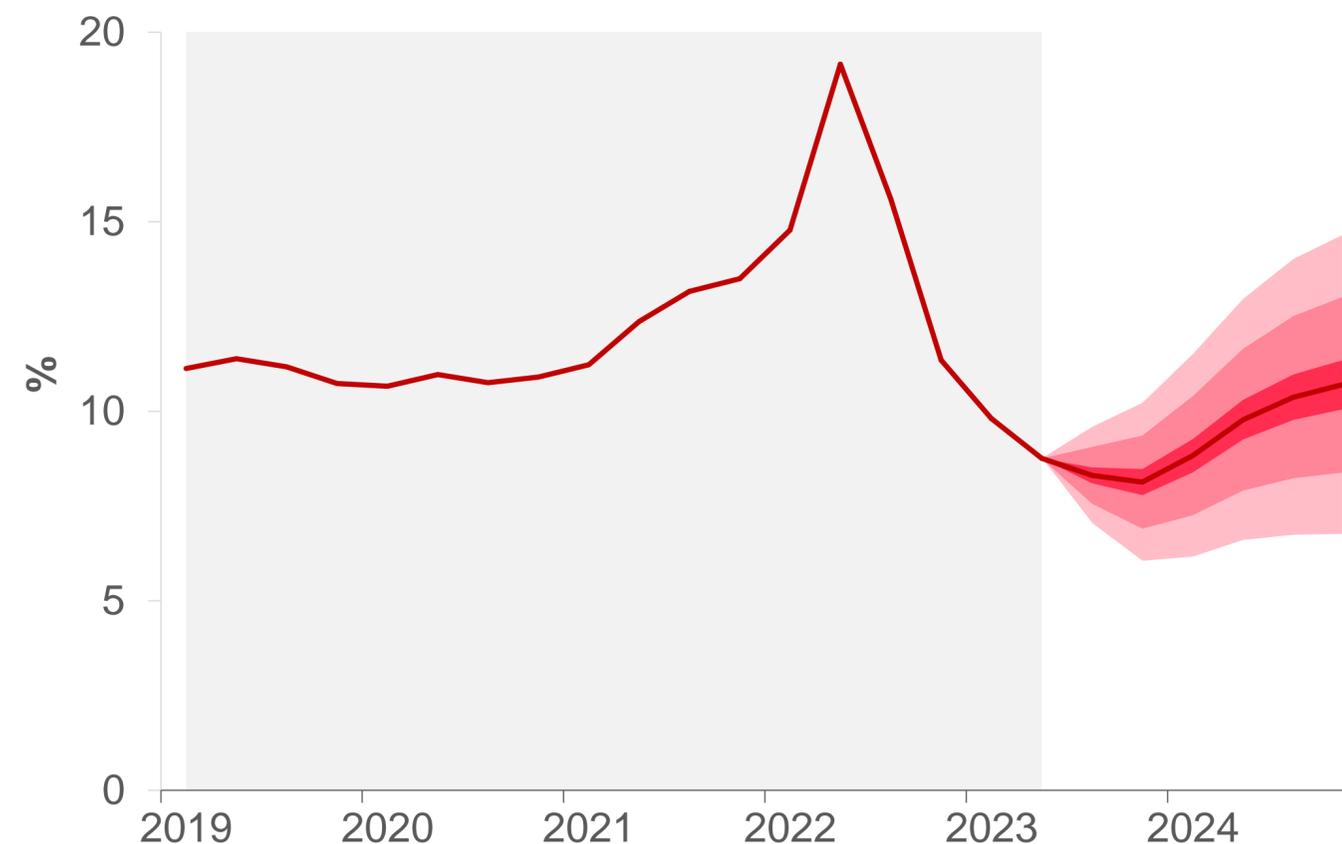
Прогноз монетарных условий (на базе QPM)



Источник: расчеты BEROC на основе 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 кредитам в рублях (на базе QPM)

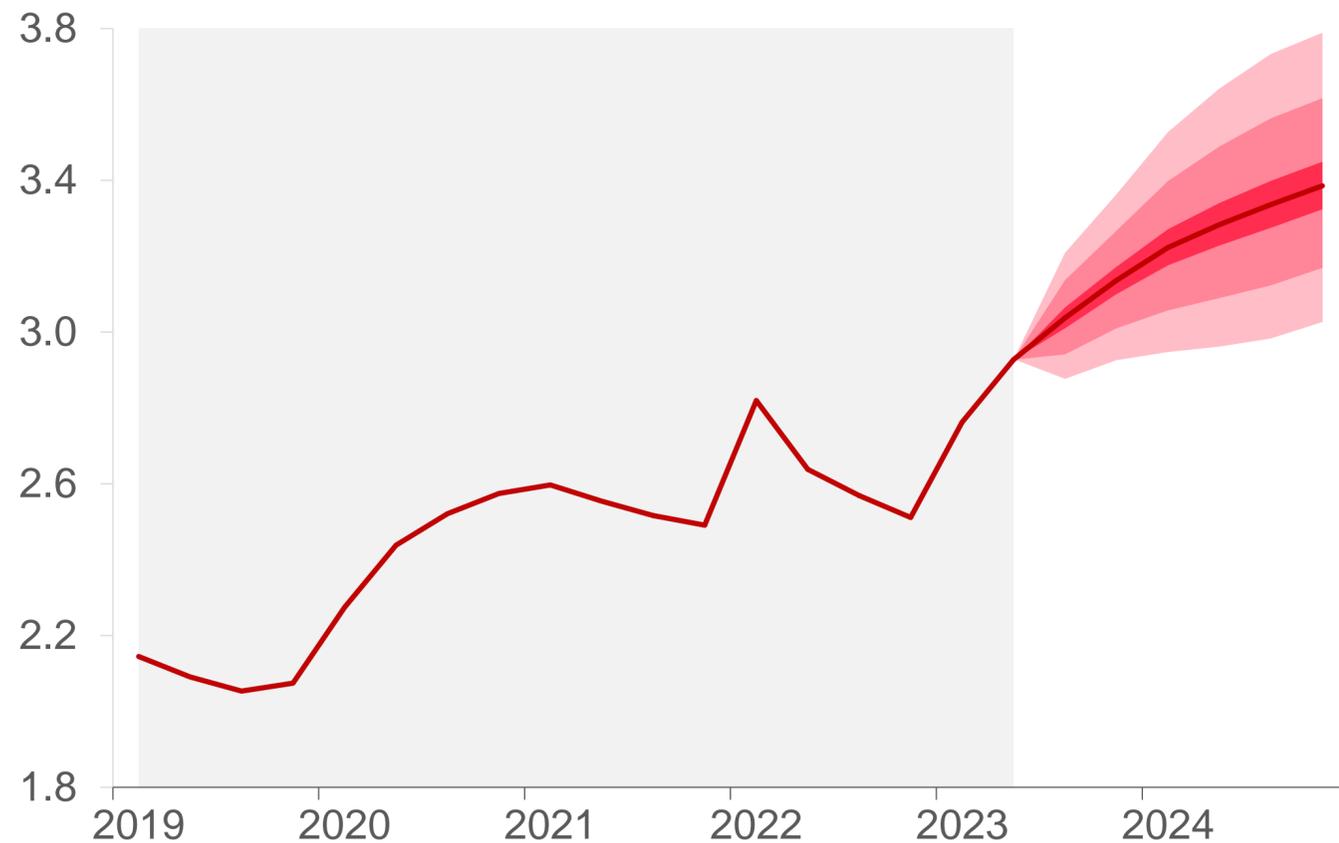


Ставка рефинансирования – 9-9,5% во втором полугодии 2023 г.

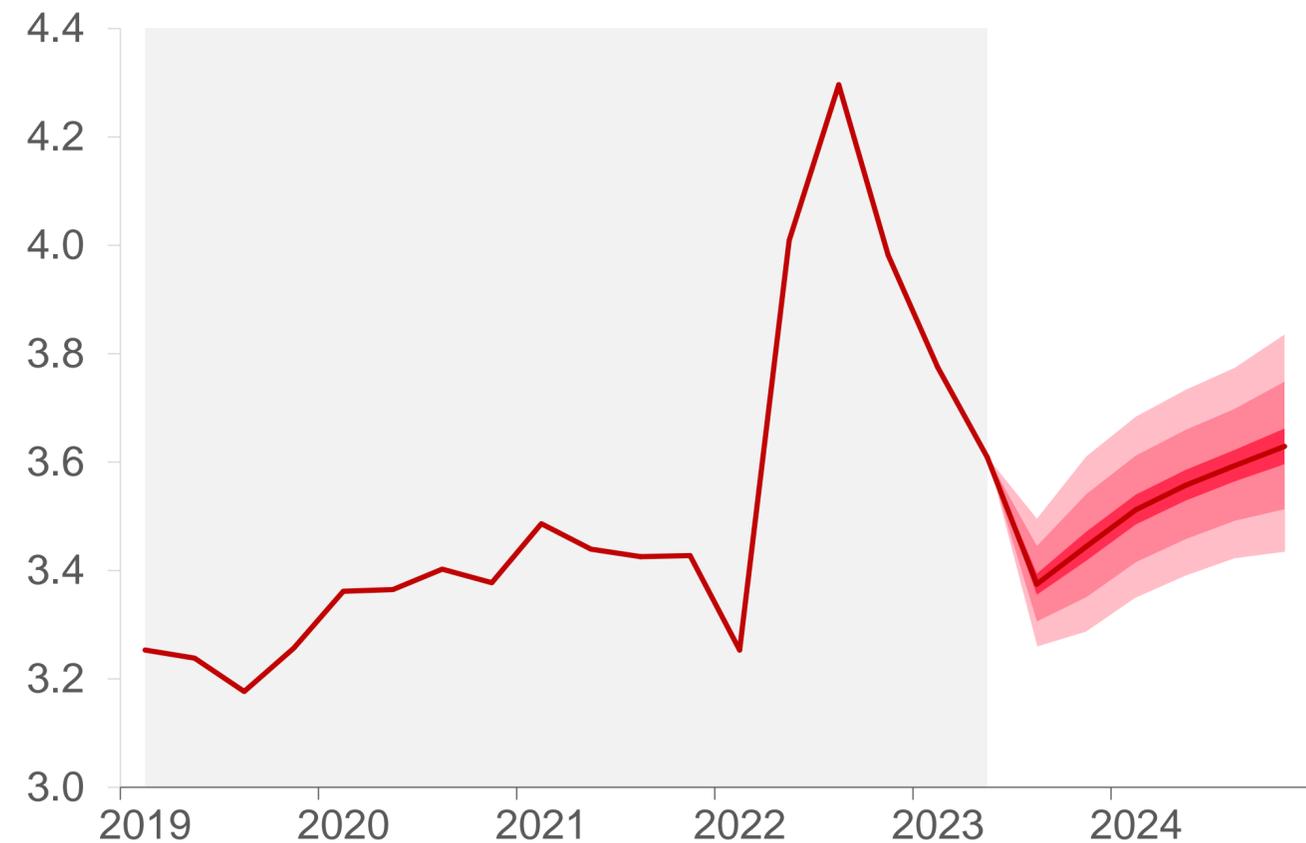
Возврат Нацбанка к регулированию ликвидности в конце 23 – начале 24 г.

Ухудшение состояния внешней торговли и низкие ставки усиливают риски ослабления рубля

Прогноз курса USD/BYN (в среднем за квартал; на базе QPM)



Прогноз курса 100*RUB/BYN (в среднем за квартал; на базе QPM)



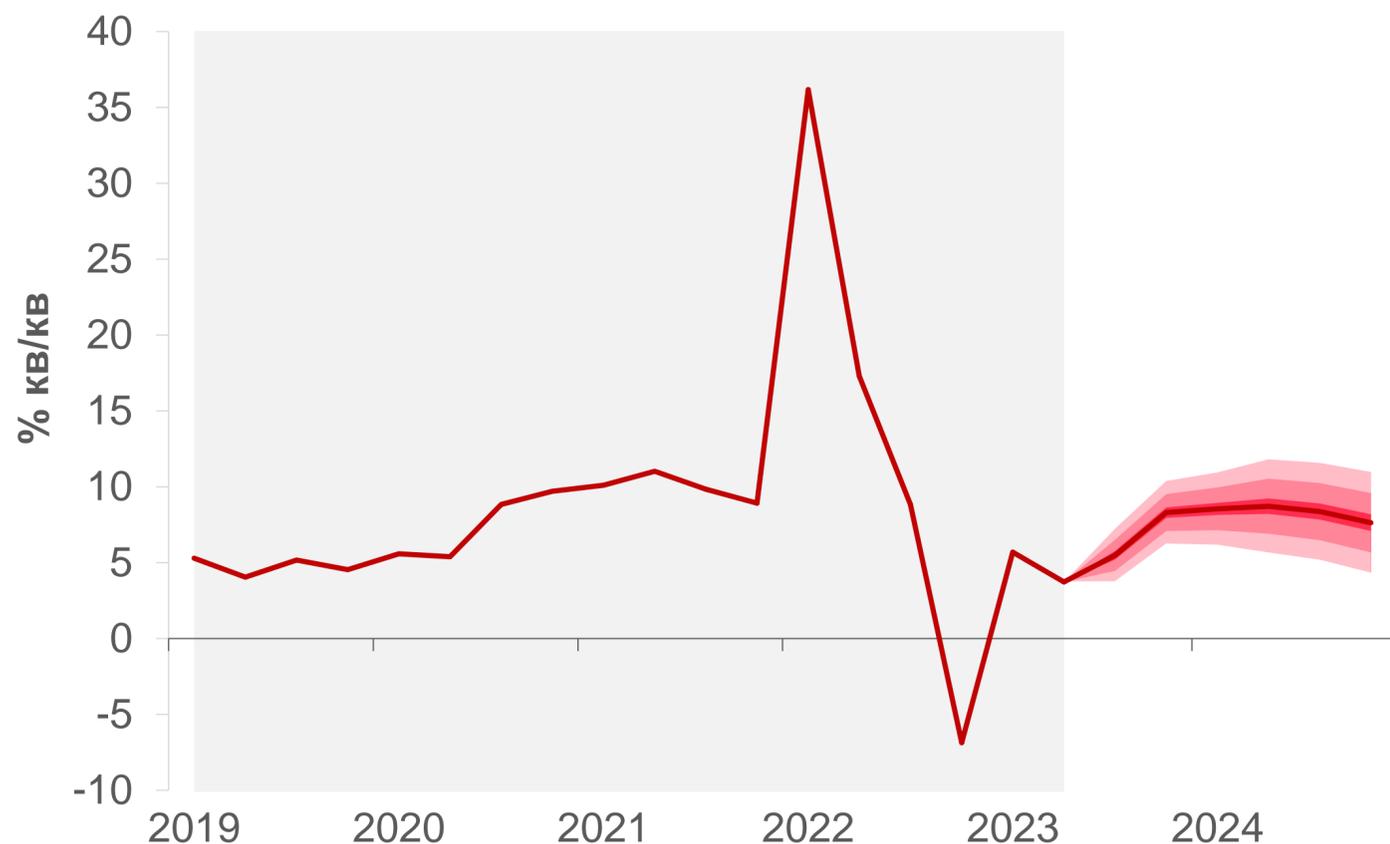
Источник: расчеты BEROC на основе QPM BEROC.

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

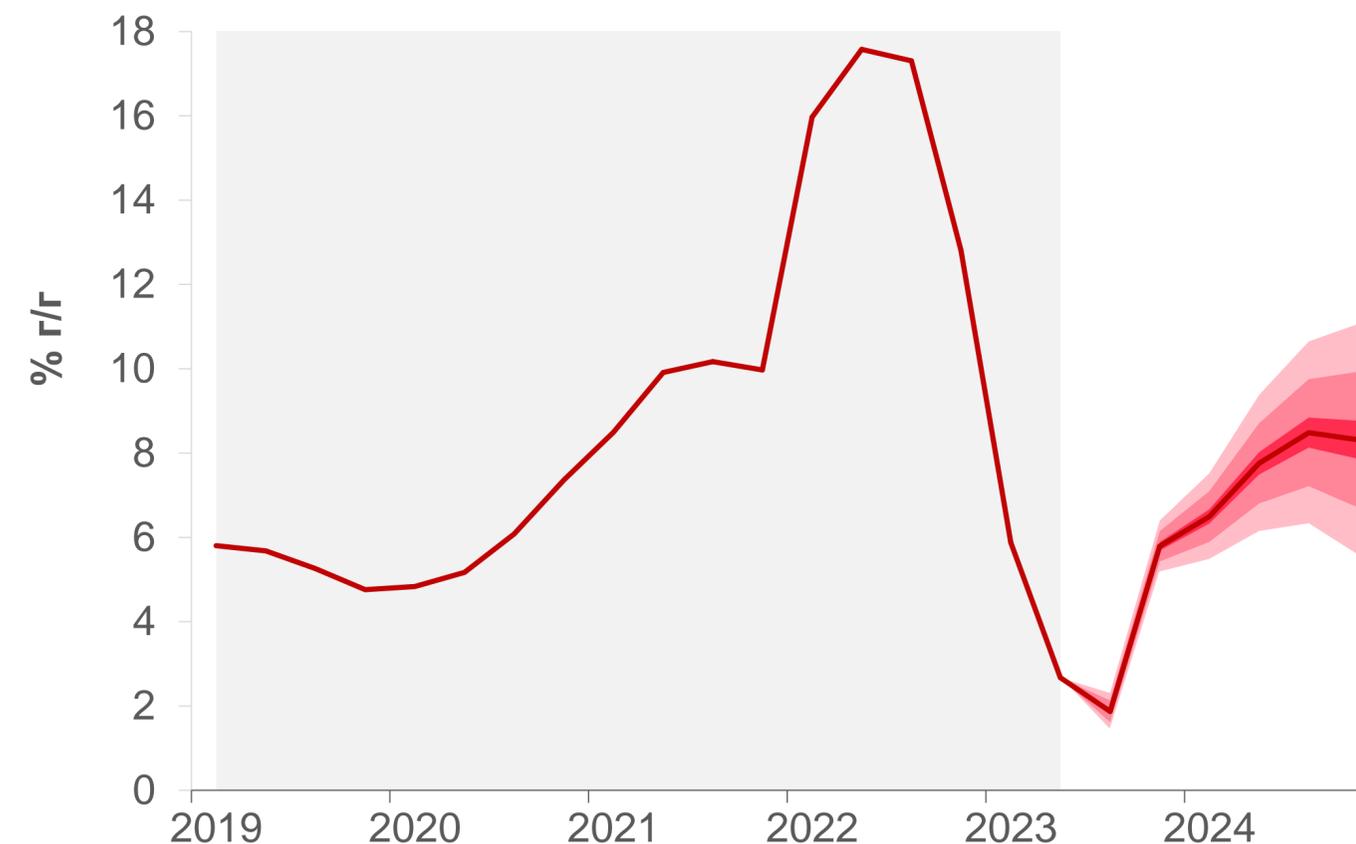
Девальвационные риски – бóльший масштаб стимулирования внутреннего спроса, неопределенность новых санкционных проявлений и высокая волатильность курса рос. рубля

Ценовое давление имеет предпосылки к усилению во второй половине 2023 г. и в 2024 г.

Прогноз квартальной инфляции (кв/кв; на базе QPM)



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



Источник: расчеты BEROC на основе 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. Диапазоны на рисунке соответствуют 15%, 50% и 75% доверительным интервалам.

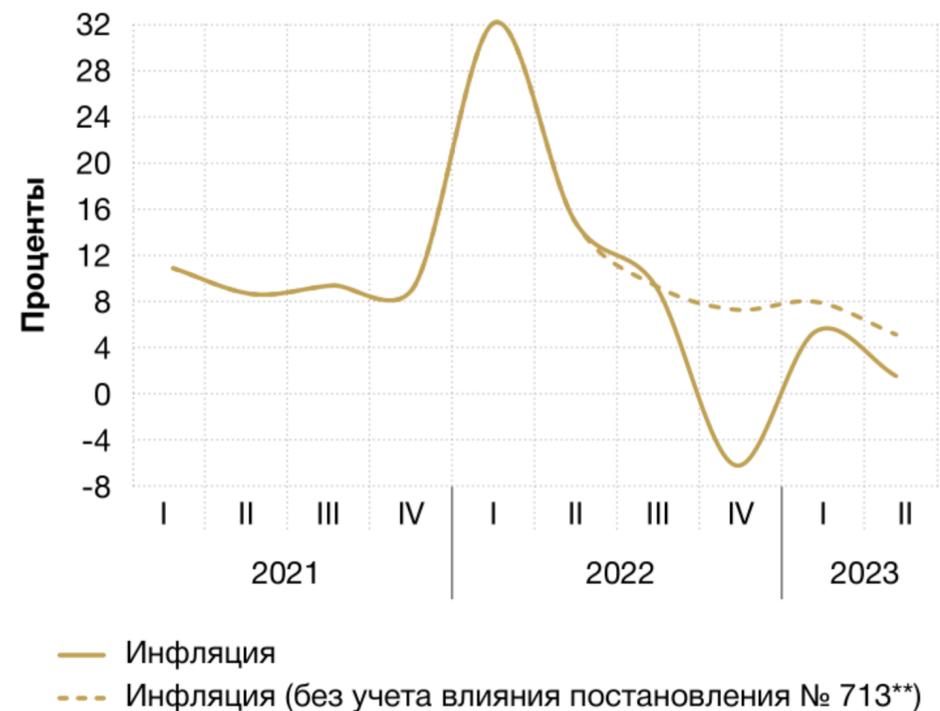
Повышение спроса сверх возможностей предложения, в том числе из-за дефицита рабочей силы – основные проинфляционные факторы

Затягивание выхода из ценового контроля в сочетании с мягкой монетарной политикой опасно

- Продолжительное сочетание ценового контроля и мягкой денежно-кредитной политики будет вести к накоплению инфляционного навеса.
- Это чревато большими потенциальными издержками в форме ценового всплеска и резкого ужесточения монетарной политики в 2024 г.
- Ужесточение экономической политики – шок для выпуска
- Смягчение ценового регулирования – шок для инфляции
- Возможно – постепенный выход монетарной политики из сильно стимулирующего к нейтральному состоянию с постепенным смягчением ценового регулирования

Нацбанк указал!!! на инфляционный навес вследствие действия постановления № 713

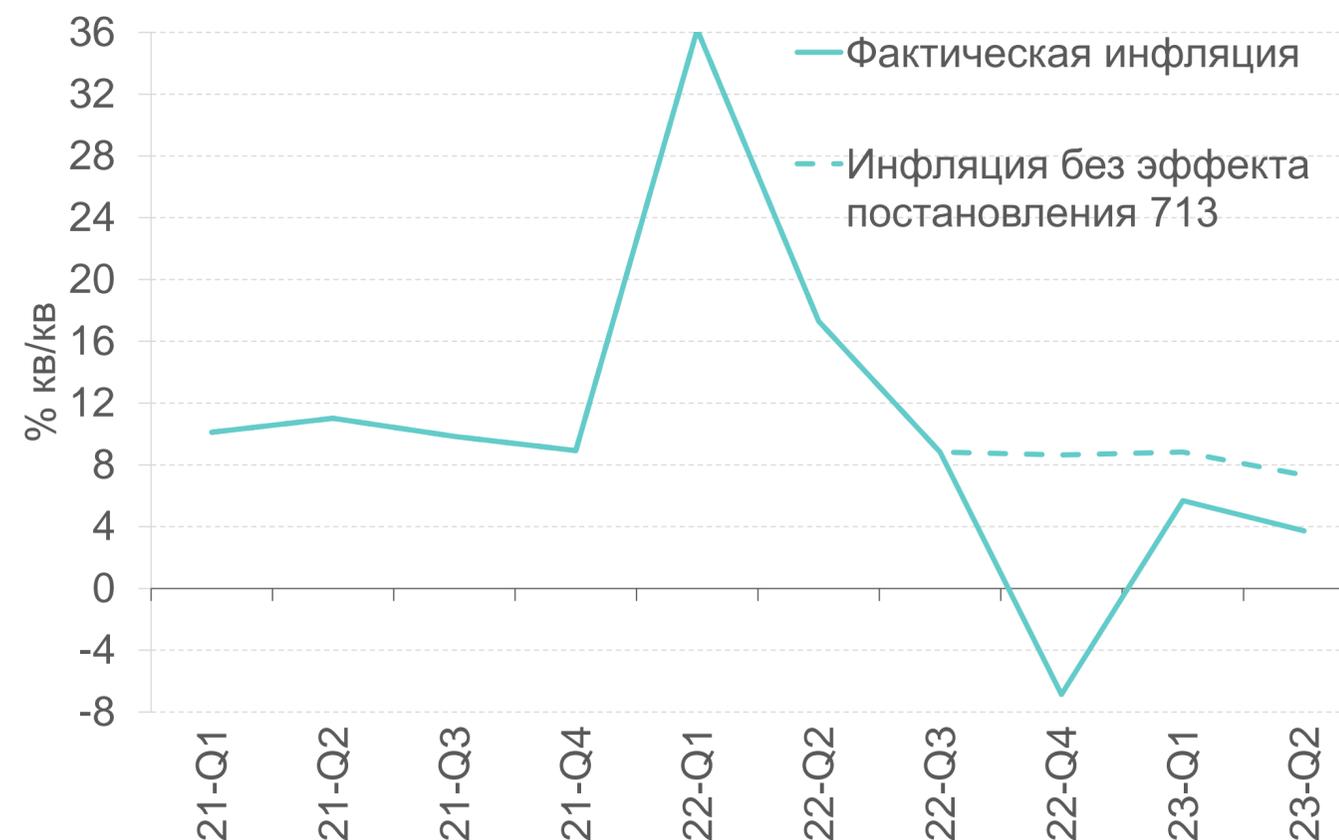
Динамика инфляции по расчету Нацбанка (с устранением сезонности; кв/кв)



— Инфляция
- - - Инфляция (без учета влияния постановления № 713**)

* Показатель с исключением сезонного фактора.
** Постановление Совета Министров Республики Беларусь от 19 октября 2022 г. № 713 «О системе регулирования цен».

Динамика инфляции на базе QPM (с устранением сезонности; кв/кв)

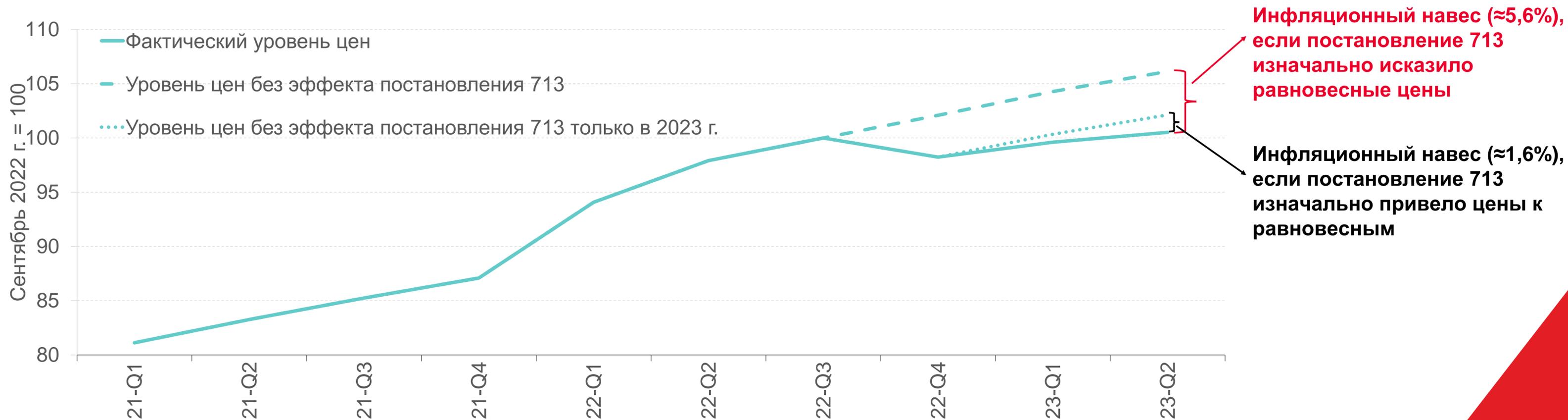


Источник: расчеты на основе QPM BEROC, данные Нацбанка Беларуси.

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

Инфляционный навес пока не критичен, но будет накапливаться, если откладывать решения

Индекс потребительских цен (с устранением сезонности; сентябрь 2022 г. = 100)



Источник: расчеты на основе QPM BEROC.