

Белорусский экономический
исследовательско-образовательный центр

Belarusian Economic Research
and Outreach Center



Макроэкономическая ситуация: 1 квартал 2022

Дмитрий Крук

Белорусский экономический
исследовательско-образовательный центр

Belarusian Economic Research
and Outreach Center



1. Новые фоновые условия

- Широкий спектр прямых экспортных санкций (ЕС)
- Разрушение отношений с Украиной
- Новые финансовые санкции (ЕС, США)
- Транспортные и логистические барьеры
- Репутационные и имиджевые провалы для бизнеса
- Бурный рост негативных ожиданий

«Перевод» на экономический язык

1. Шоки спроса

1. Схлопывание внешнего спроса

- Потенциал сжатия – 40% и более

2. Масштабное сжатие внутреннего инвестиционного спроса

- Потенциал сжатия – 10% и более

3. Сокращение и резкие подвижки в структуре потребительского спроса

2. Шоки предложения

3. Номинальные шоки

1. Ценовой шок

2. Шок обменного курса

3. Неплатежи

4. Финансовая дестабилизация (финрынки, банковский сектор)

5. Фискальный шок

Шоки : распределенный, но одновременный удар по многим «фронтам»



- Наихудшая из возможных комбинация негативных шоков (по типологии)
- Беспрецедентный масштаб негативных шоков
- Скучный и иссякающий арсенал мер экономической политики
 - На реальную динамику почти отсутствуют инструменты воздействия
 - На номинальную траекторию (цены, курсы, интенсивность финансовой дестабилизации) влияние сохраняется

Ожидаемые последствия при таких шоках... (при прочих равных условиях)

- Масштабное сжатие ВВП
- Рост безработицы
- Высокая инфляция
- Обесценение обменного курса,
- Финансовой дестабилизация, перерастающая в полномасштабный финансовый кризис

Белорусский экономический
исследовательско-образовательный центр

Belarusian Economic Research
and Outreach Center



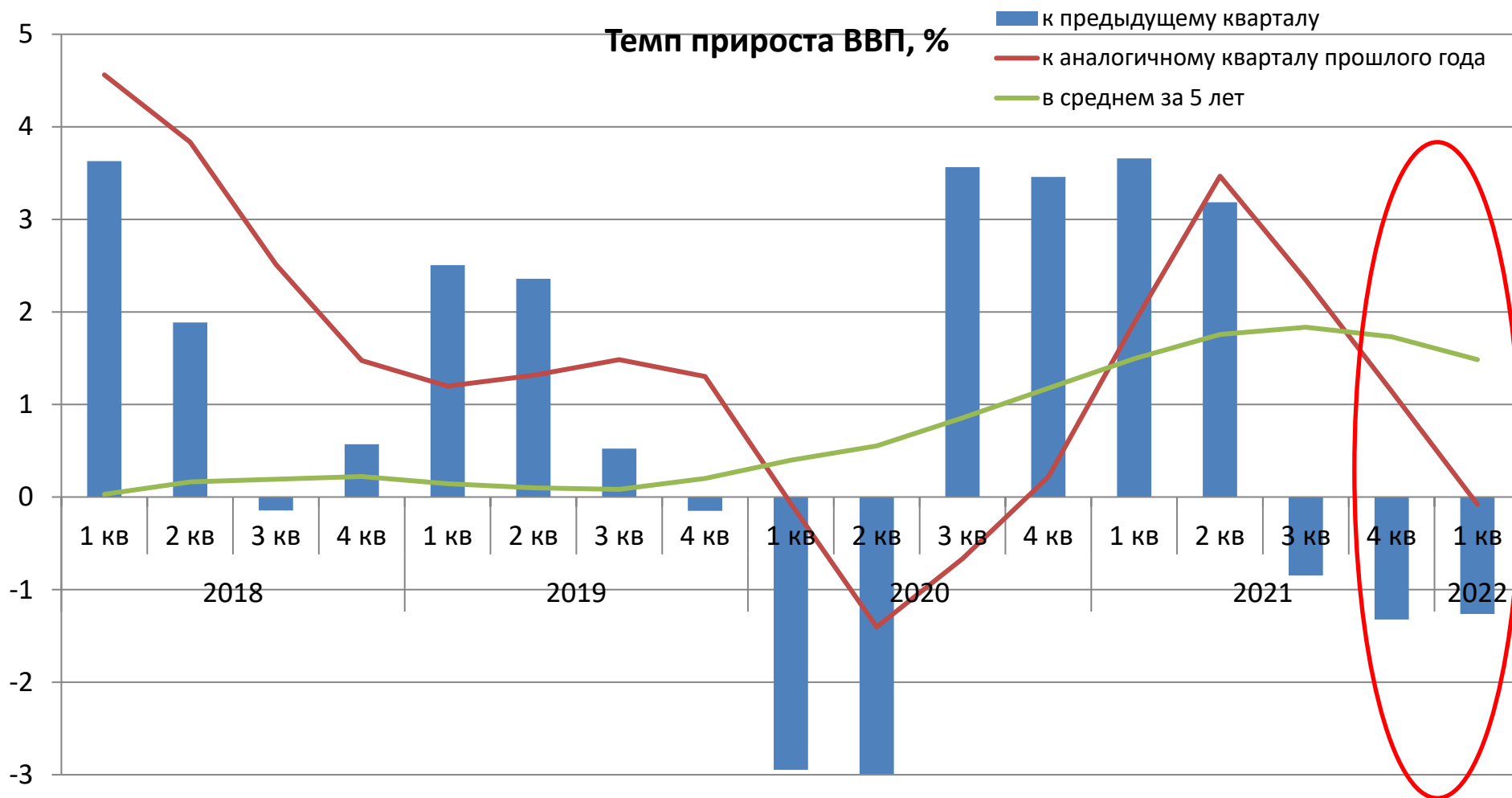
2. Результаты 1-ого квартала 2022

Резюме 2022-Q1: инерция предвоенного состояния vs. негативные шоки



1. Выкристаллизовался вектор сжатия экономики
 - Но пока падение выпуска весьма умеренное (не камнем на дно)
2. Инфляционный взрыв
 - Квартальная инфляция на пике с 2011 года
3. Хорошая внешняя ценовая конъюнктура сглаживает торговое сжатие
 - Физобъемы экспорта/импорта сжимаются, но условия торговли во многом компенсируют
 - Инерция внешнеторгового чуда еще актуальна
4. Накопленная подушка финансовой безопасности vs. финансовая паника
 - Финансовая дестабилизация пока не перетекла в воронку финансового кризиса
5. Реальный рост зарплат продолжился (и даже ускорился)
 - Сказывается

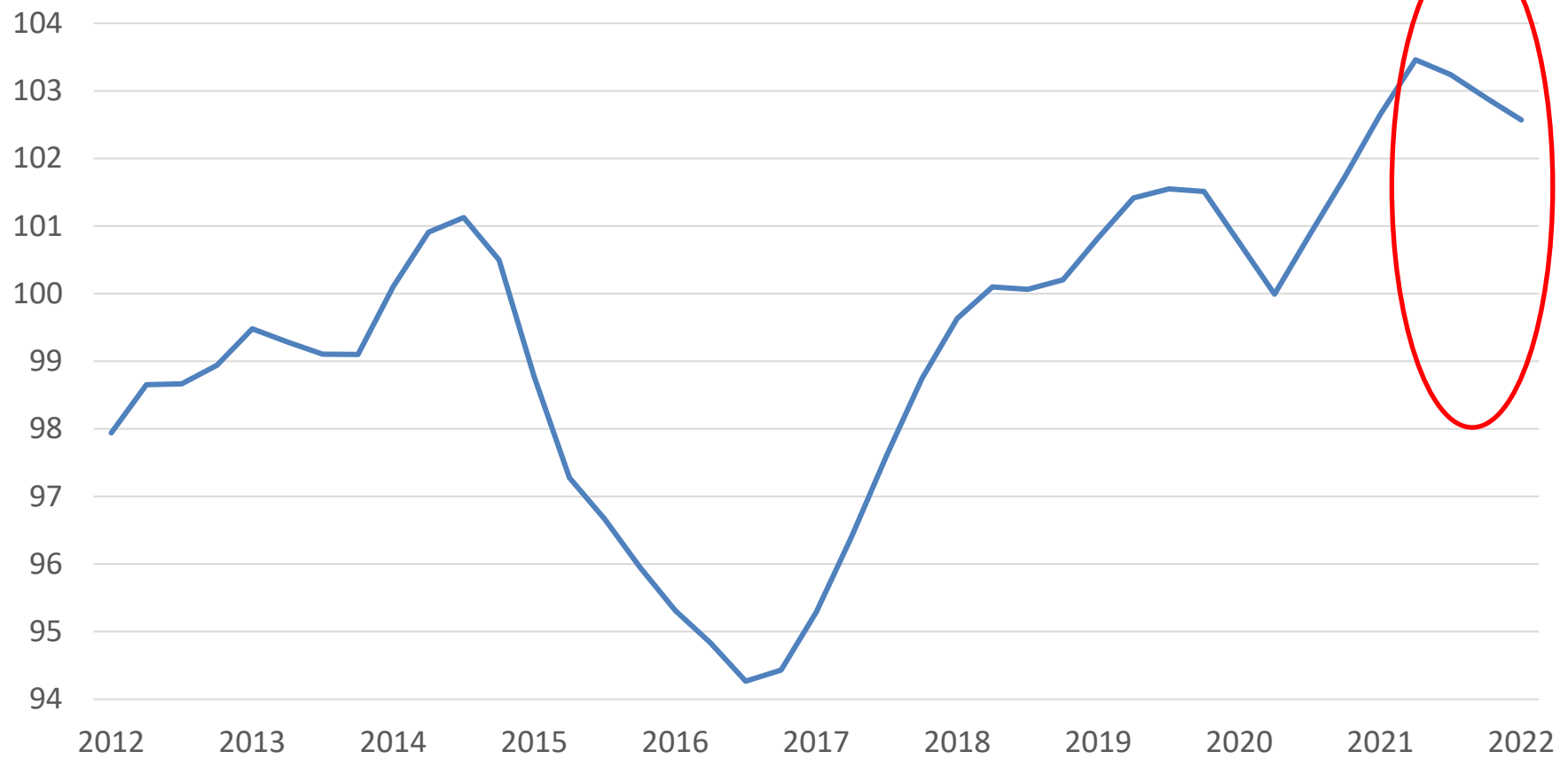
Выпуск вышел на траекторию сжатия, но пока умеренного



С учетом набранной высоты, сжатие пока не столь ощутимо



ВВП, уровень, 2018=100



Уровень погружения в рецессию пока близок к первой волне ковида

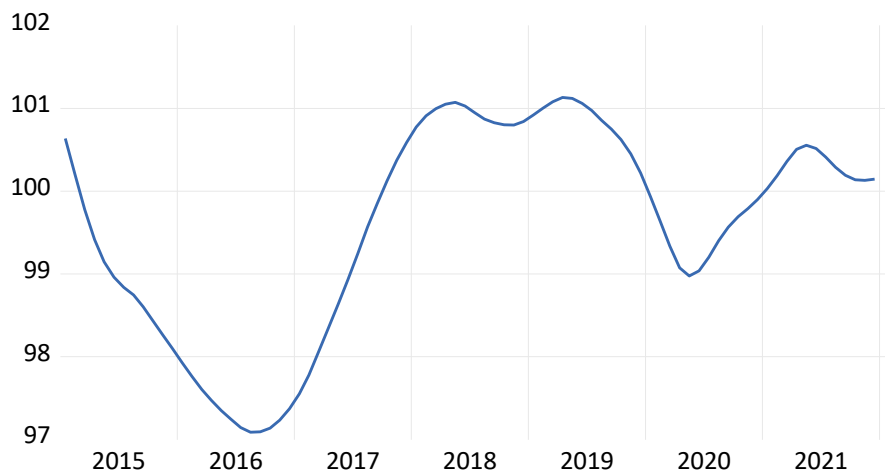
Декомпозиция темпа прироста выпуска: структурные и циклические факторы



В марте сжатие ускорилось... но пока не по сценарию «камнем на дно»

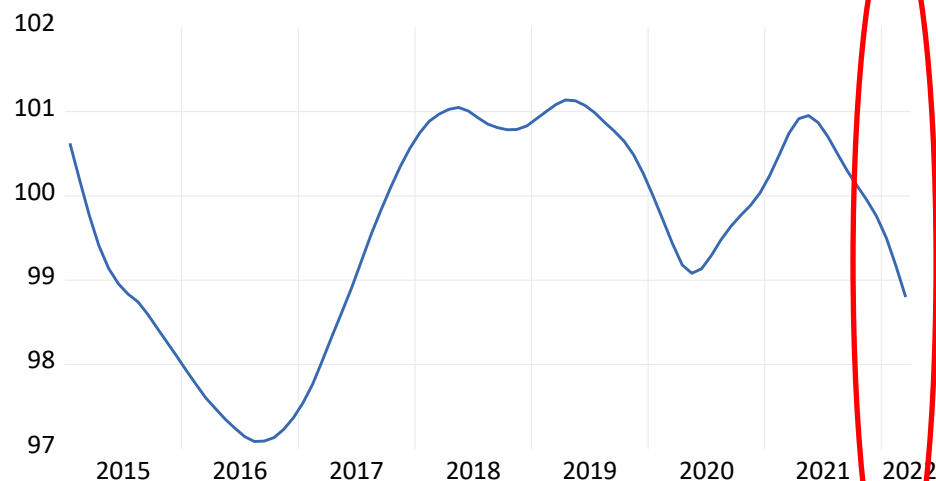
Циклическая составляющая ВВП по месяцам

GDP



до шока (данные по итогам 2021)

GDP



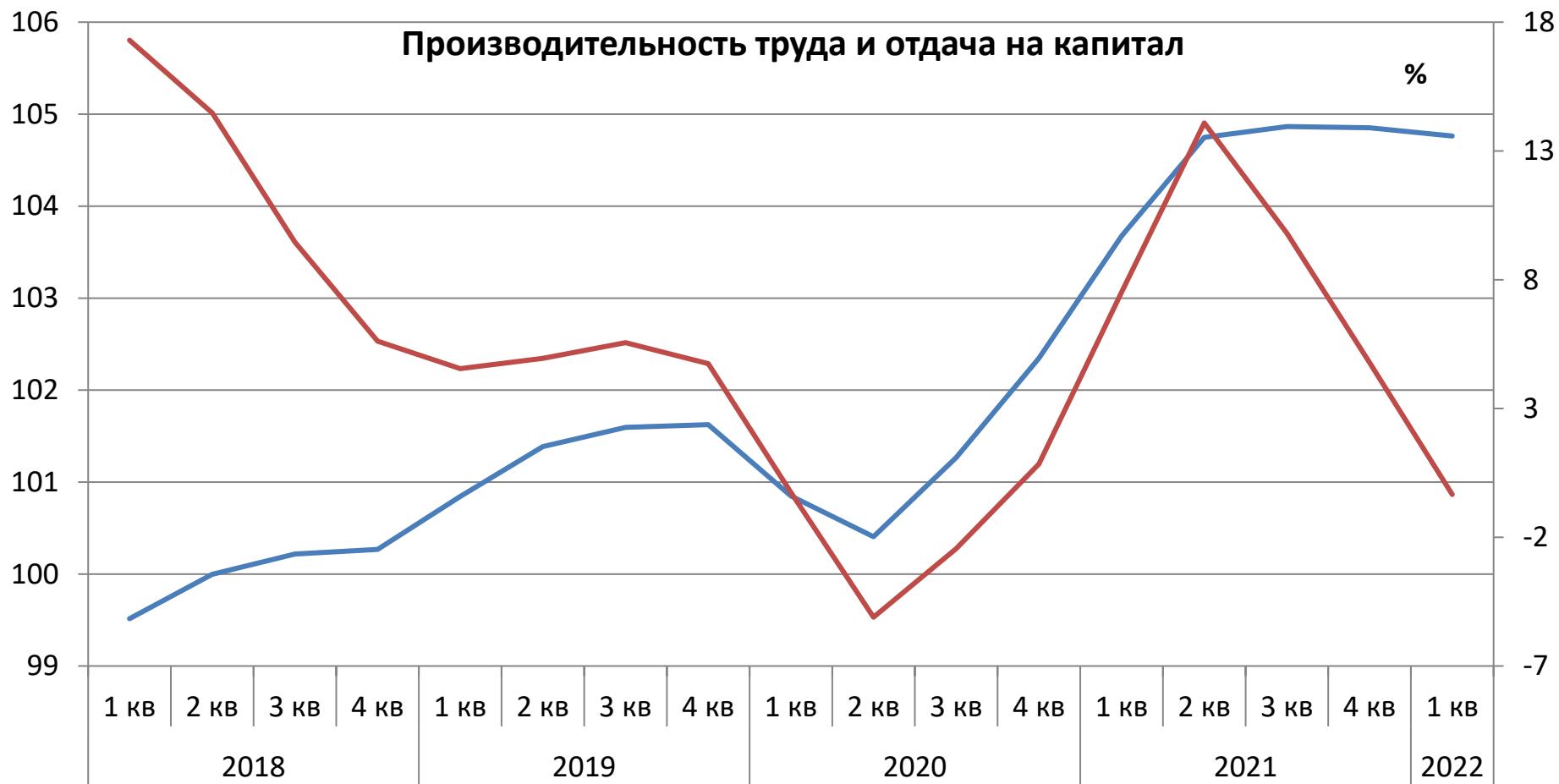
после шока (данные с учетом марта 2022)

Качественные характеристики роста: пока скромное ухудшение



Производительность труда и отдача на капитал

%

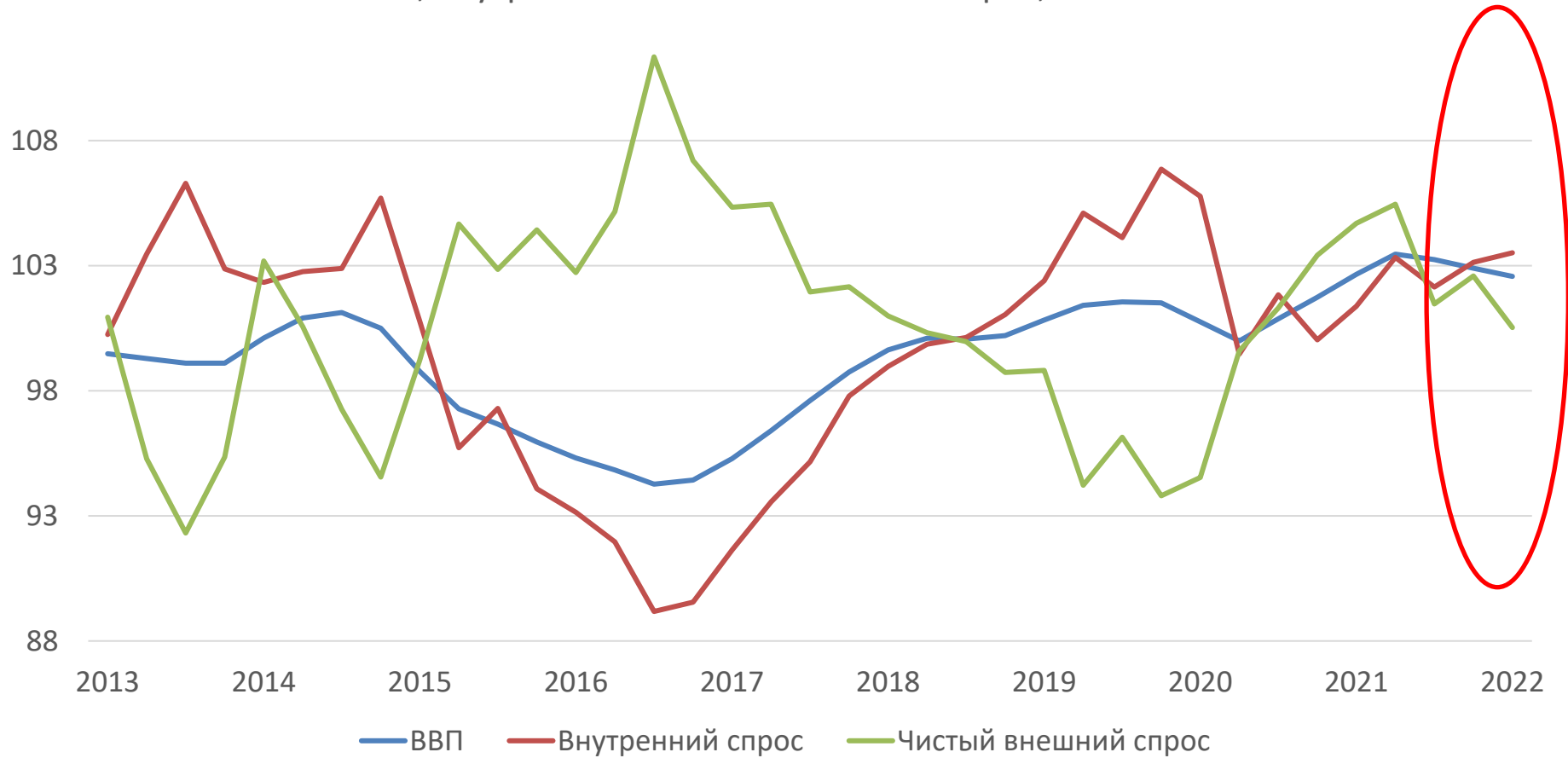


— Производительность труда, 2018=100 (левая ось)

— Прокси отдачи на капитал, % (правая ось)

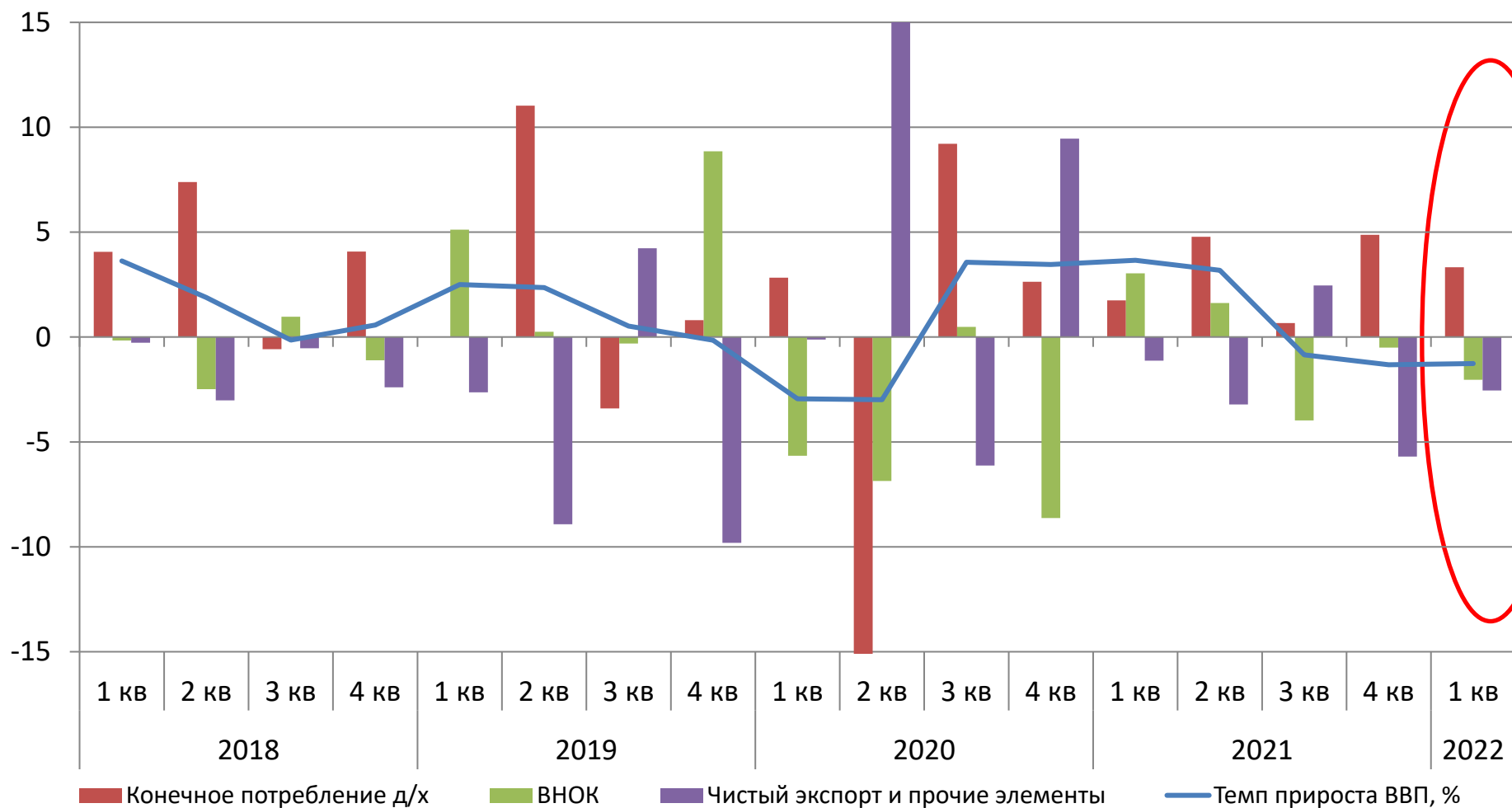
Декомпозиция роста со стороны спроса: внешний спрос устремился вниз, внутренний – скромно растет

ВВП, внутренний и чистый внешний спрос, 2018=100



В составе внутреннего спроса: потребление вверх (как долго?), инвестиции вниз

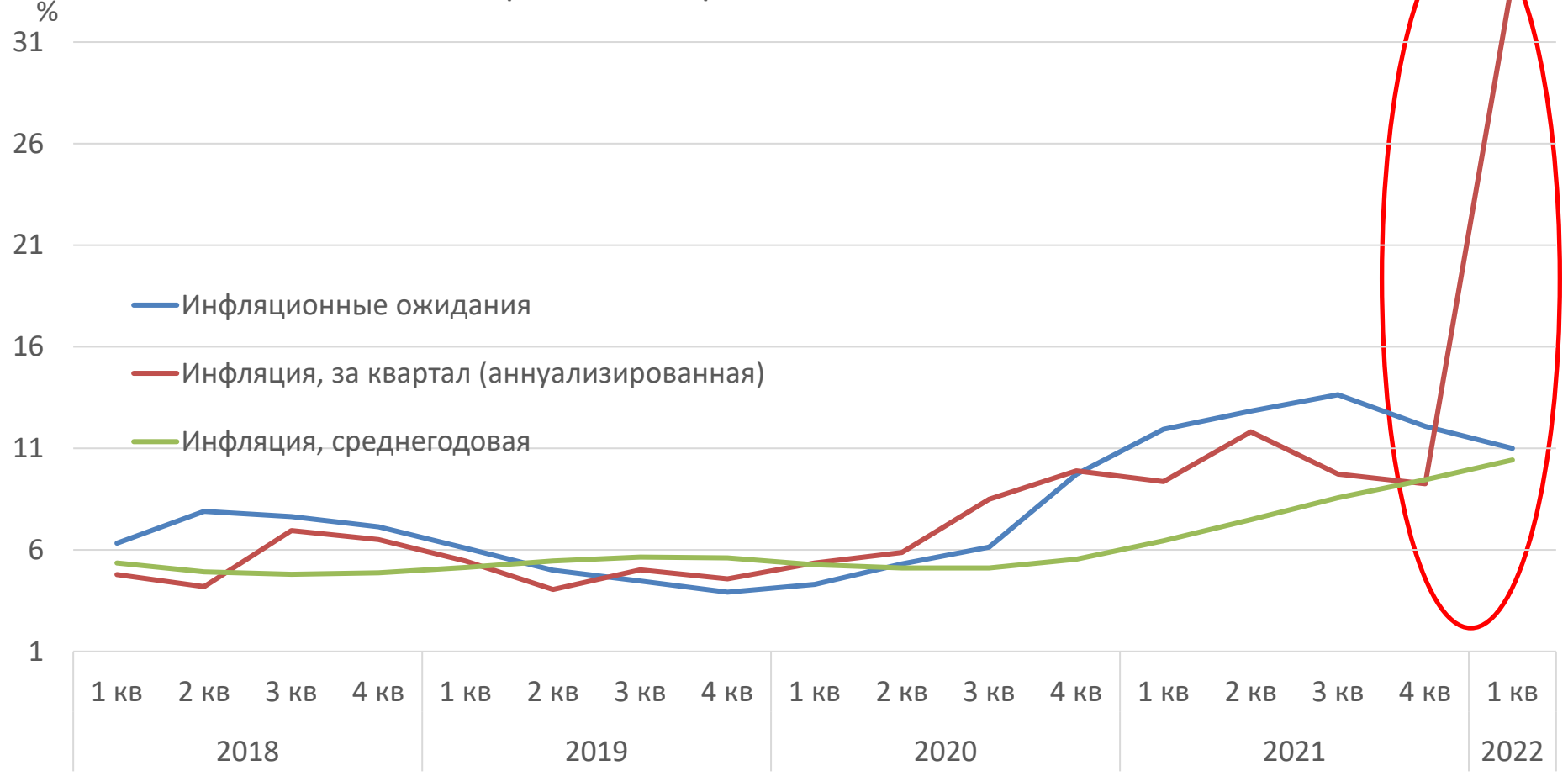
Вклад элементов совокупного спроса в темп прироста ВВП, п.п.



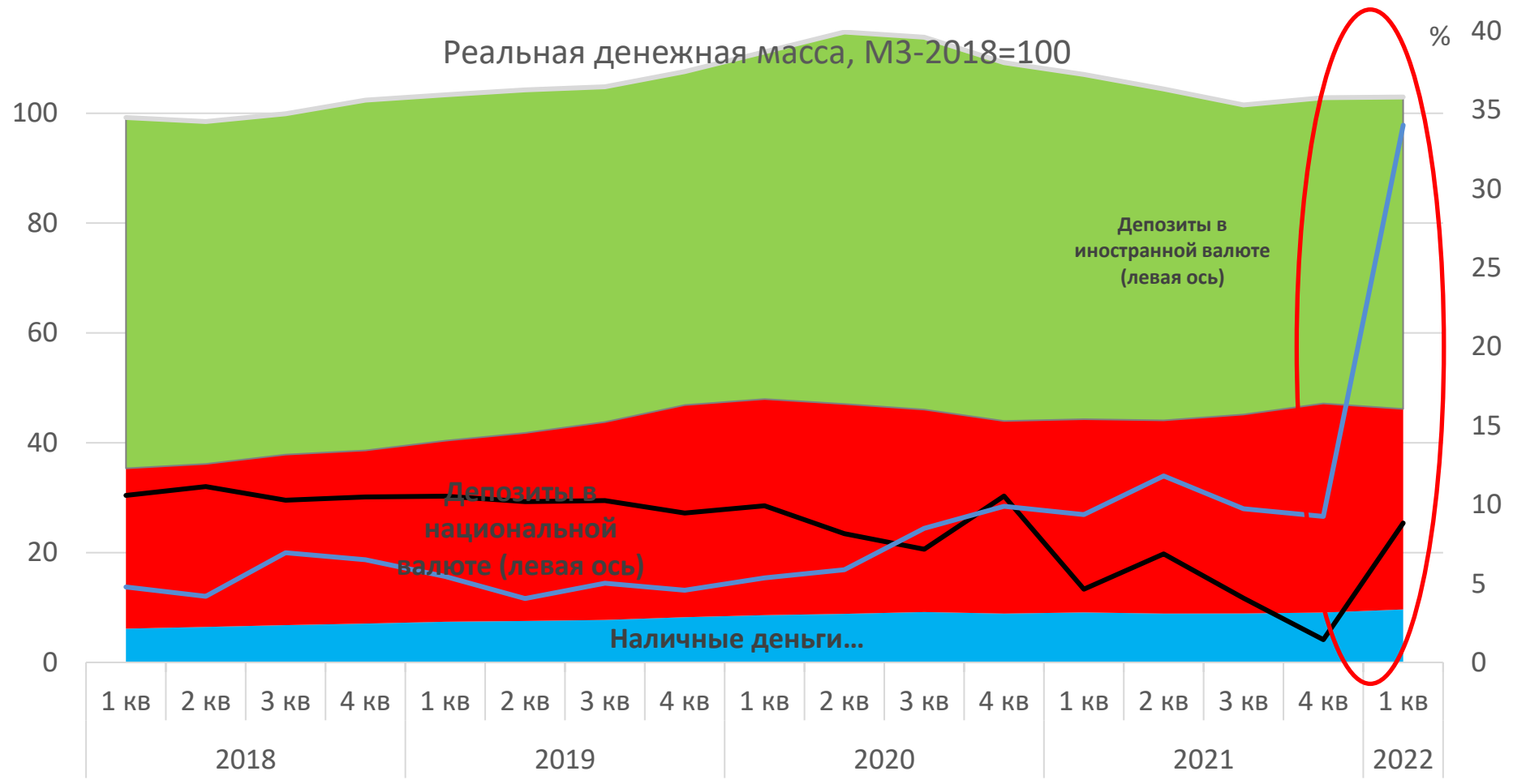
Инфляционный взрыв: назад в 2011-2012?



Инфляция и инфляционные ожидания, %

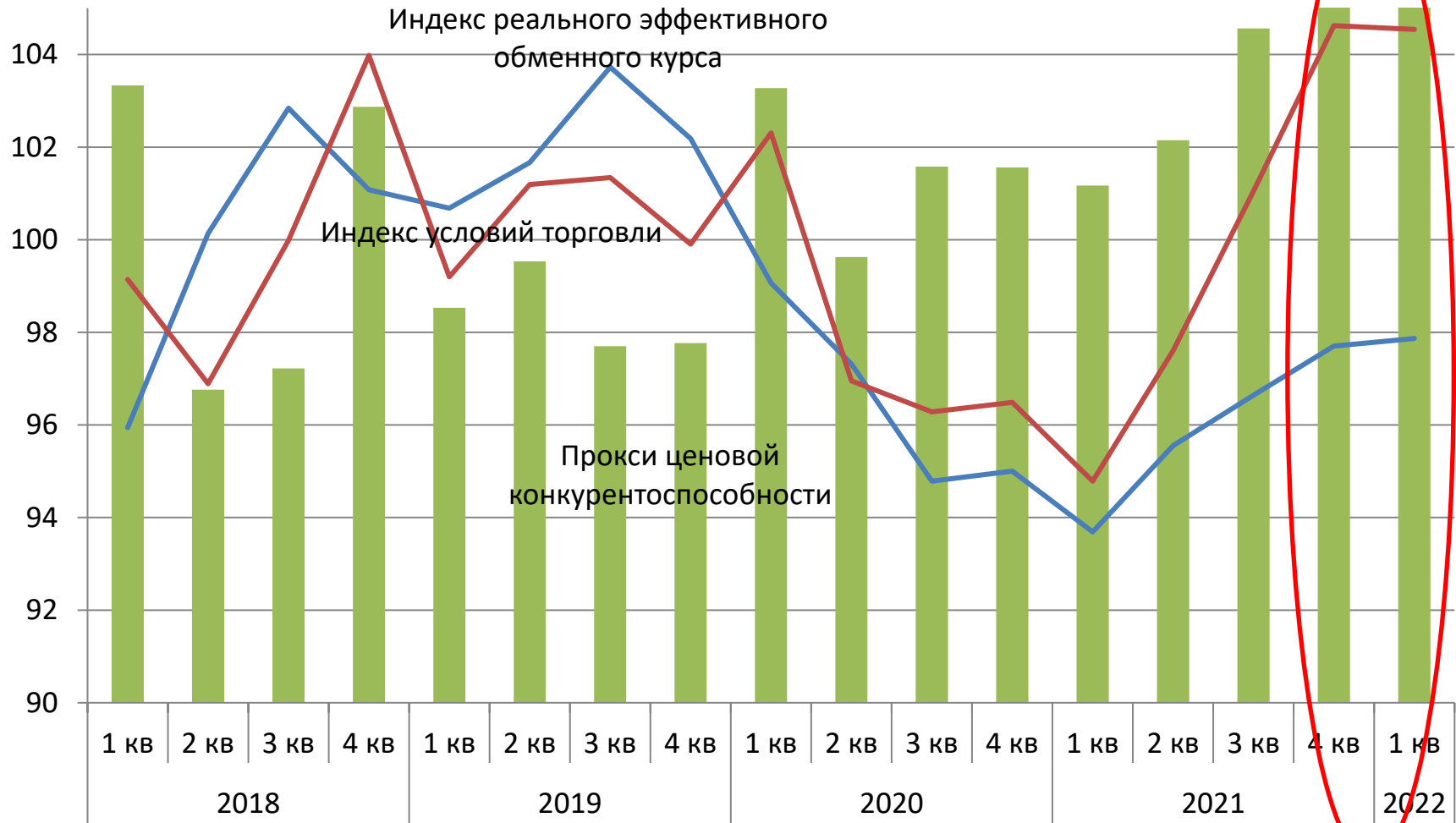


Сдерживание инфляции через управление денежной массой?

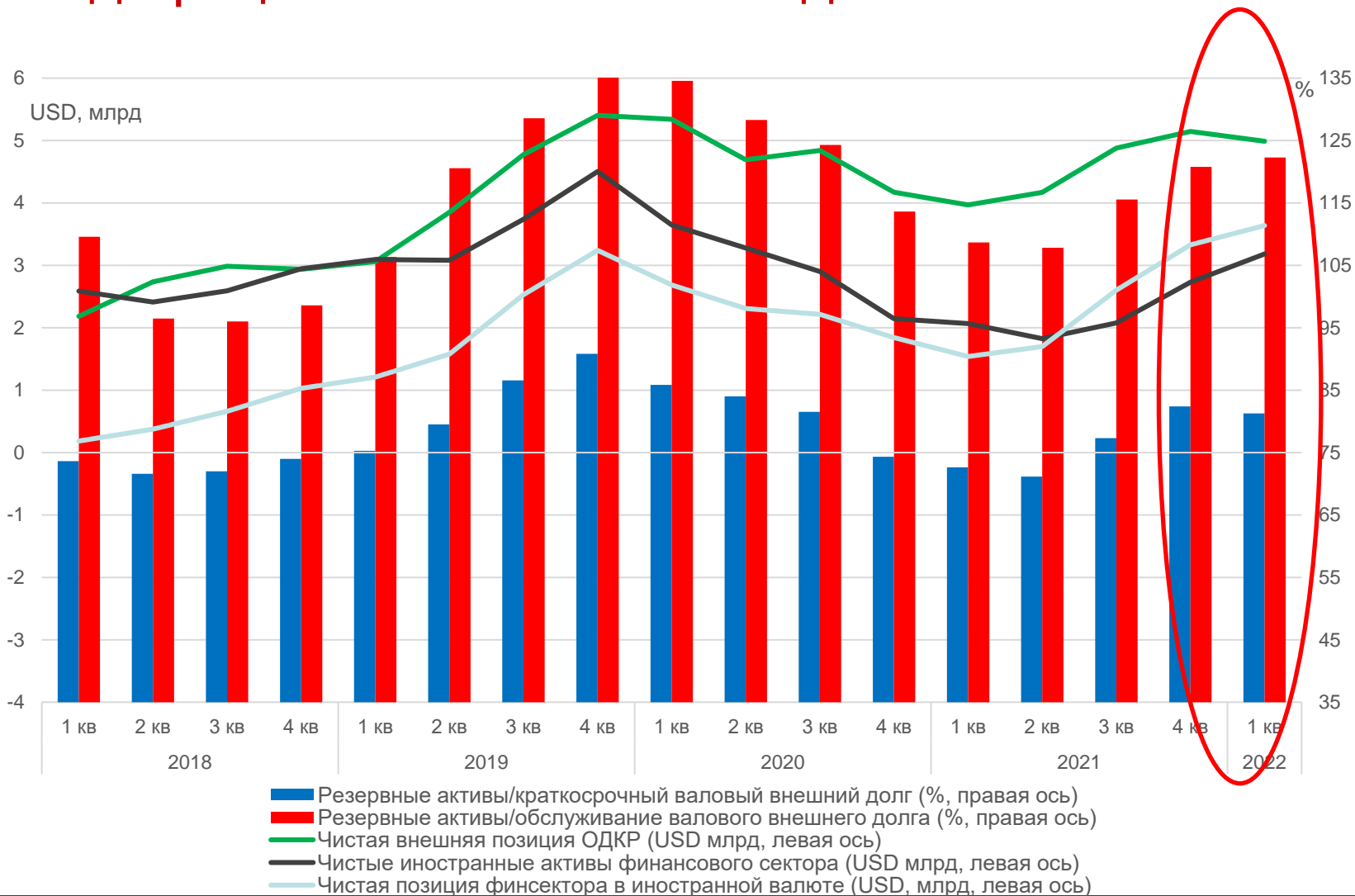


— Номинальная ставка МБК, % годовых (правая ось) — Инфляция (квартальная, аннуализированная, %, правая ось)

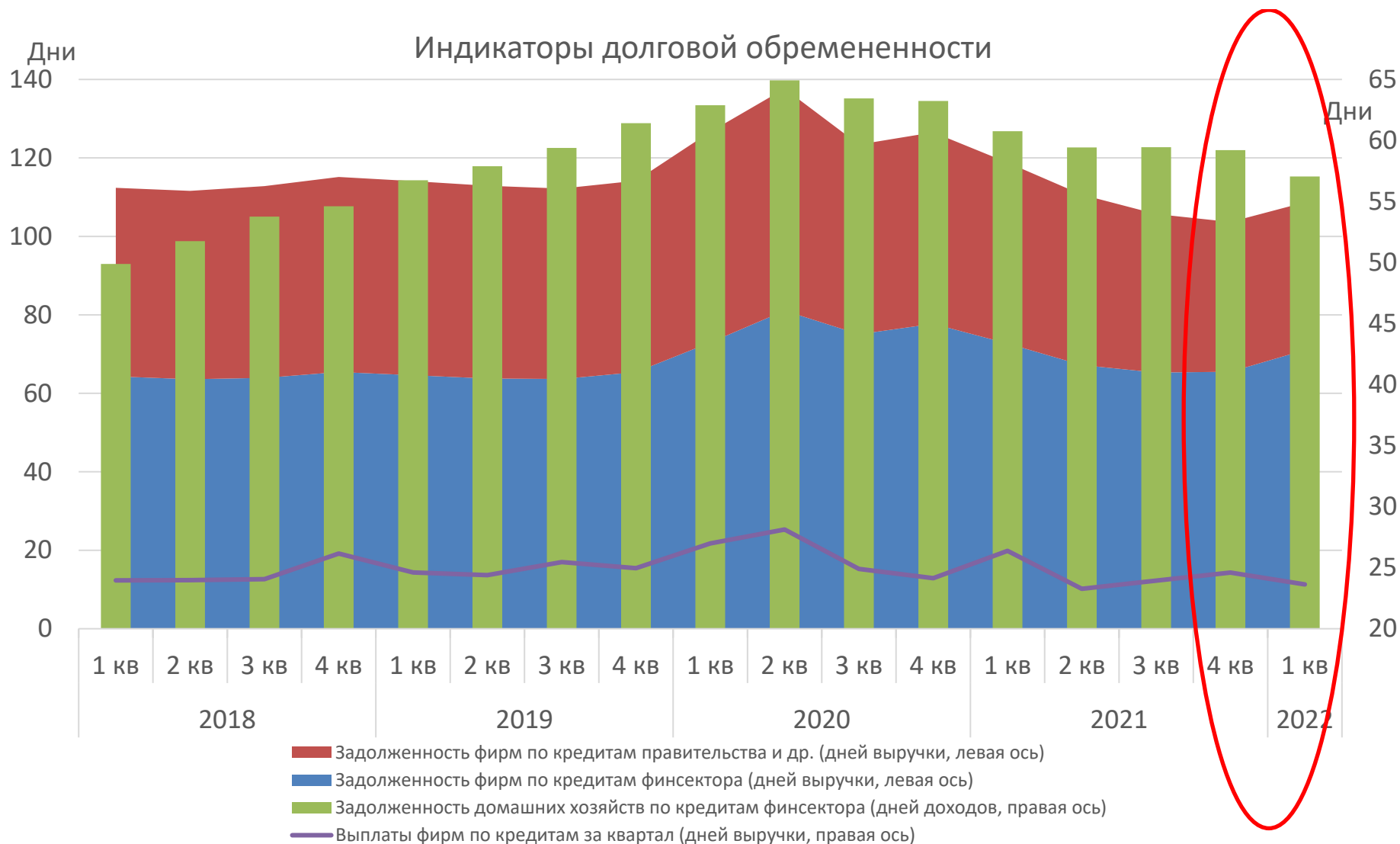
Важнейший стабилизирующий фактор: внешняя ценовая динамика



Отсюда (+ некоторый запас прочности) замораживание финансовой дестабилизации из-за дефицита валютной ликвидности

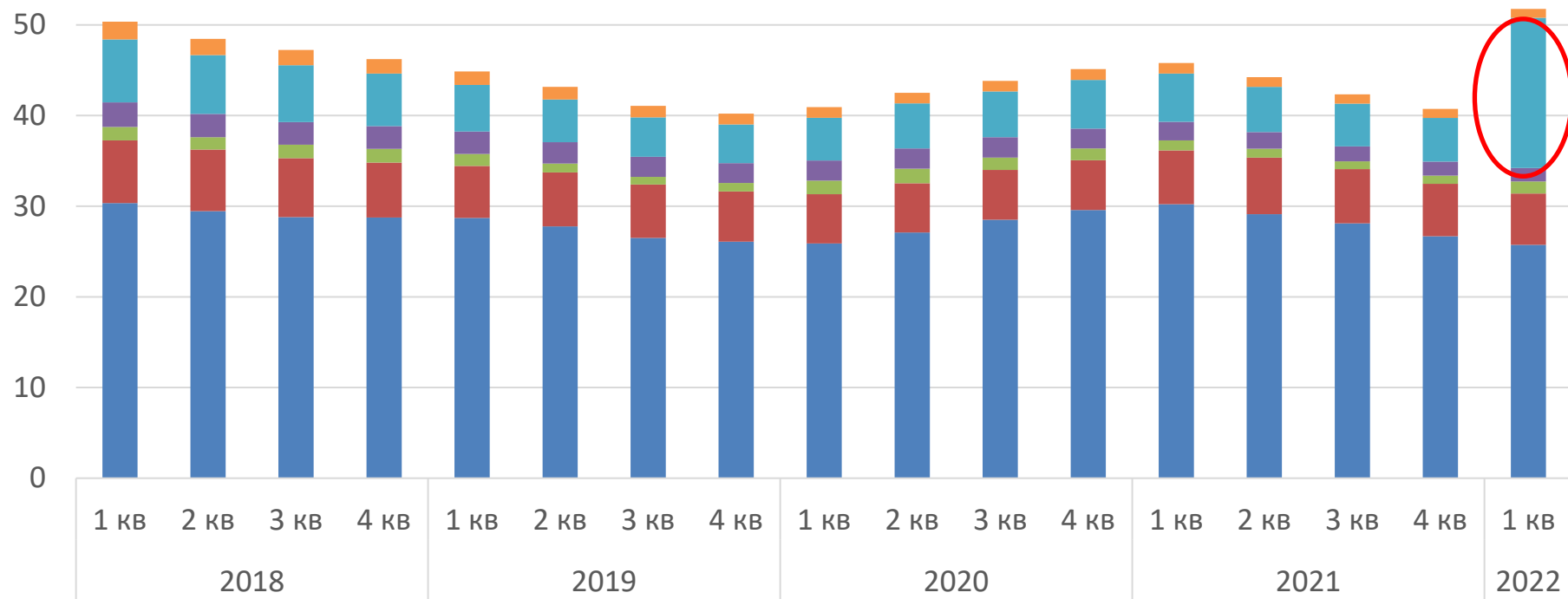


И инерция в долговой устойчивости корпоративного сектора



«Спецоперация» по госгарантиям, для поддержания долговой устойчивости???

Госдолг, % от ВВП



■ Внешний госдолг

■ Внутренний госдолг в инвалюте

■ Внутренний госдолг в нацвалюте

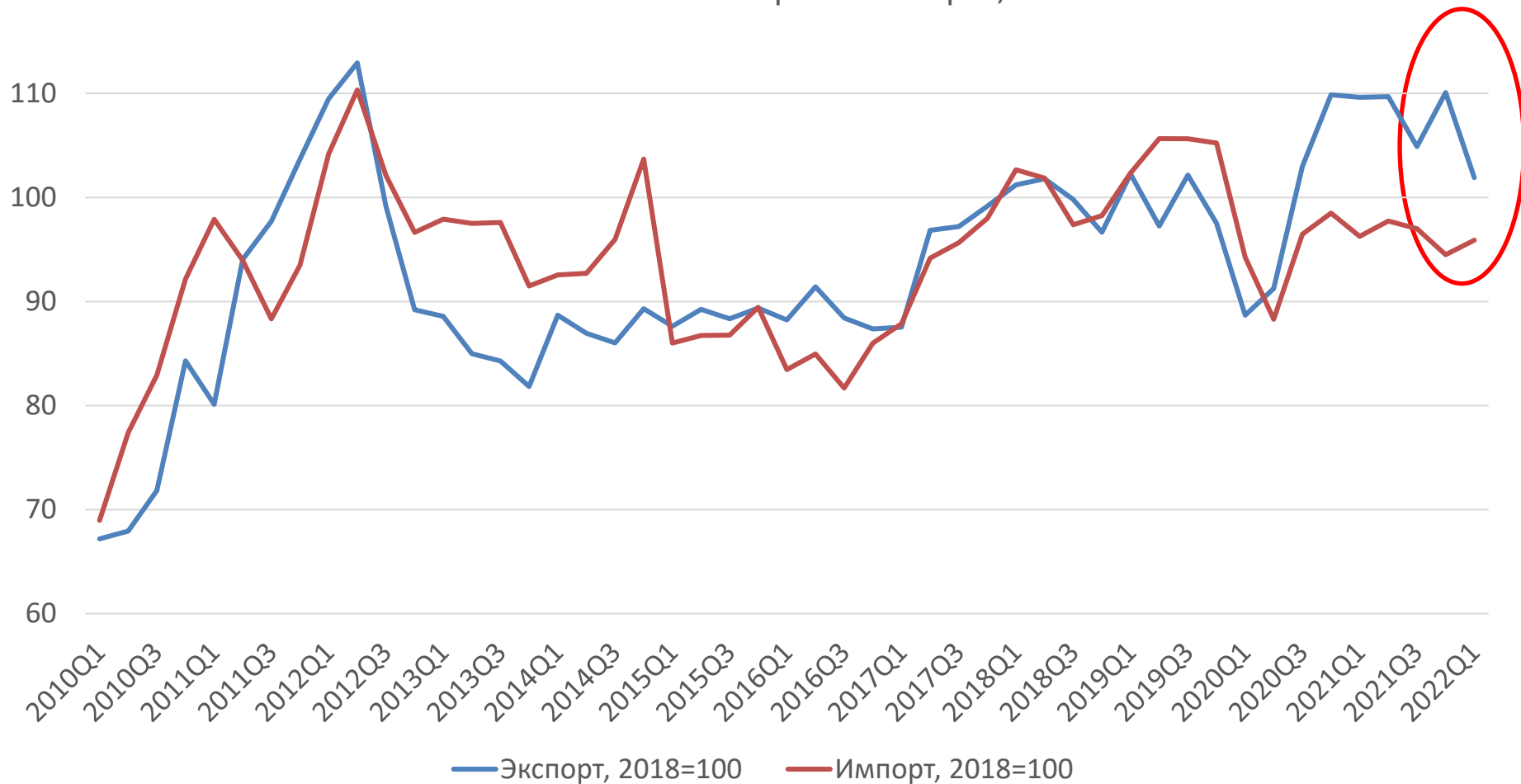
■ Долг местных органов власти

■ Гарантии центрального правительства

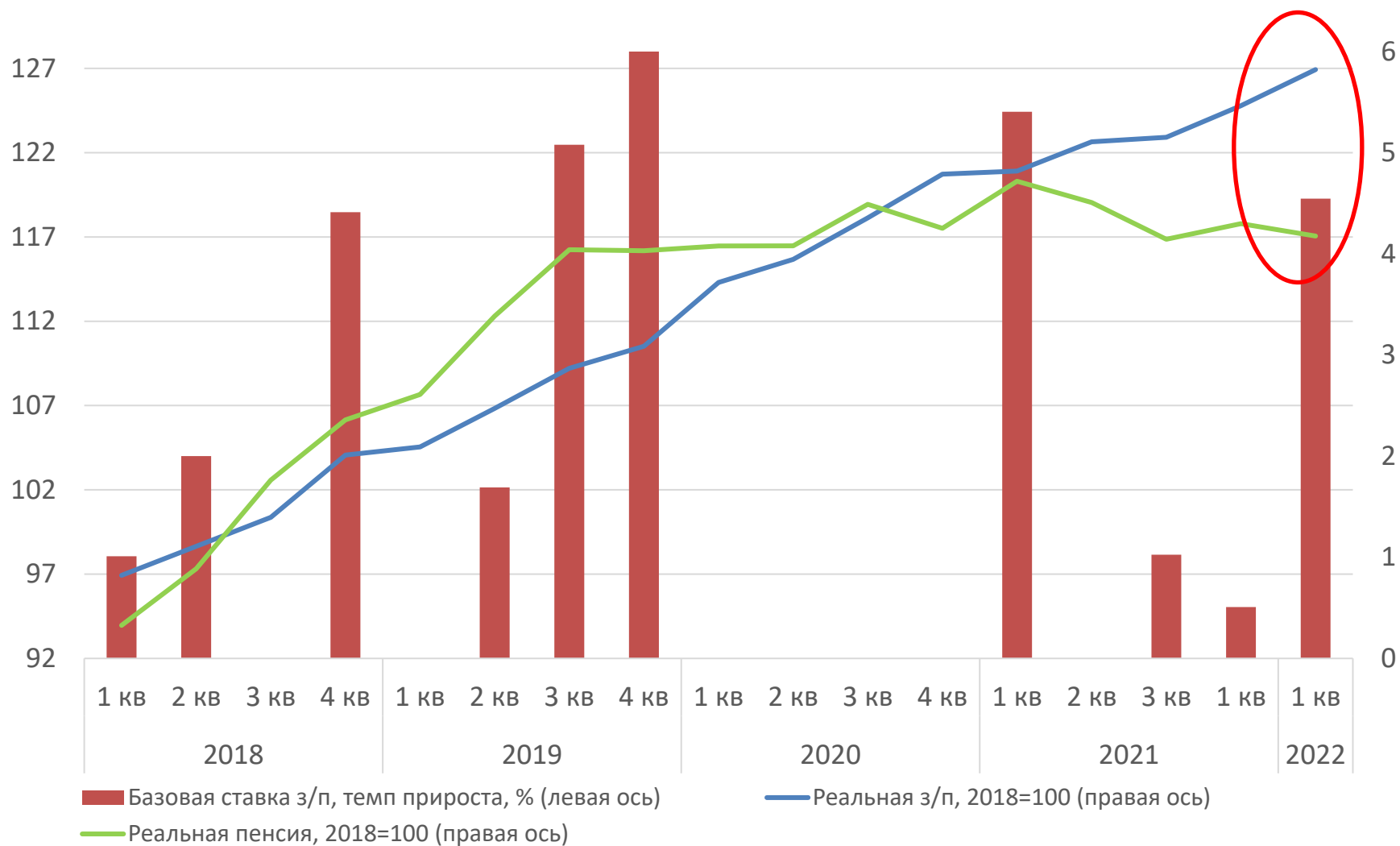
■ Гарантии местных органов власти

Ценовая благодать нивелируется стопорением объемов экспорта

Физические объемы экспорта и импорта, 2018=100



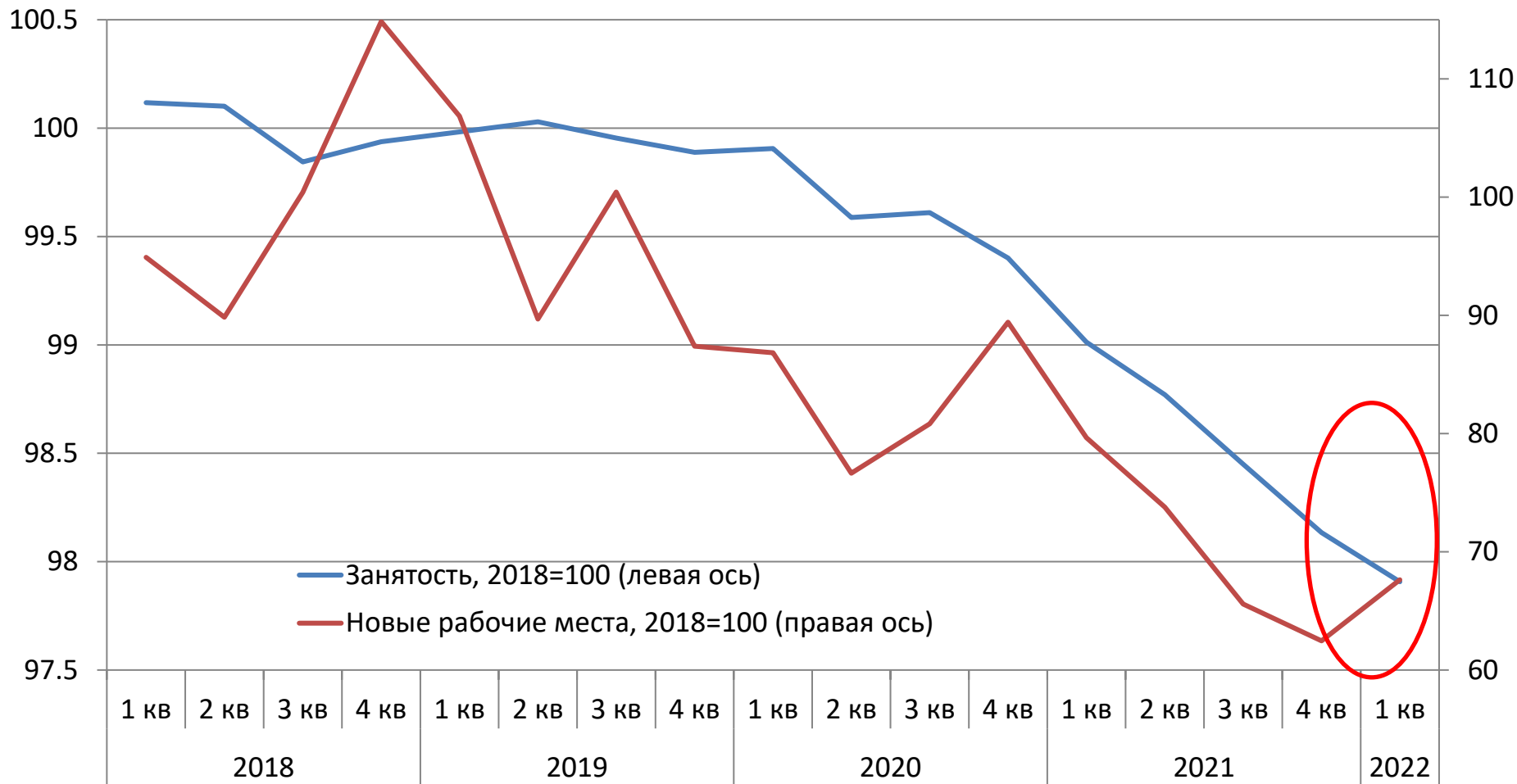
Реальные зарплаты пока продолжают жить своей жизнью



Рынок труда в основном адаптируется за счет занятости

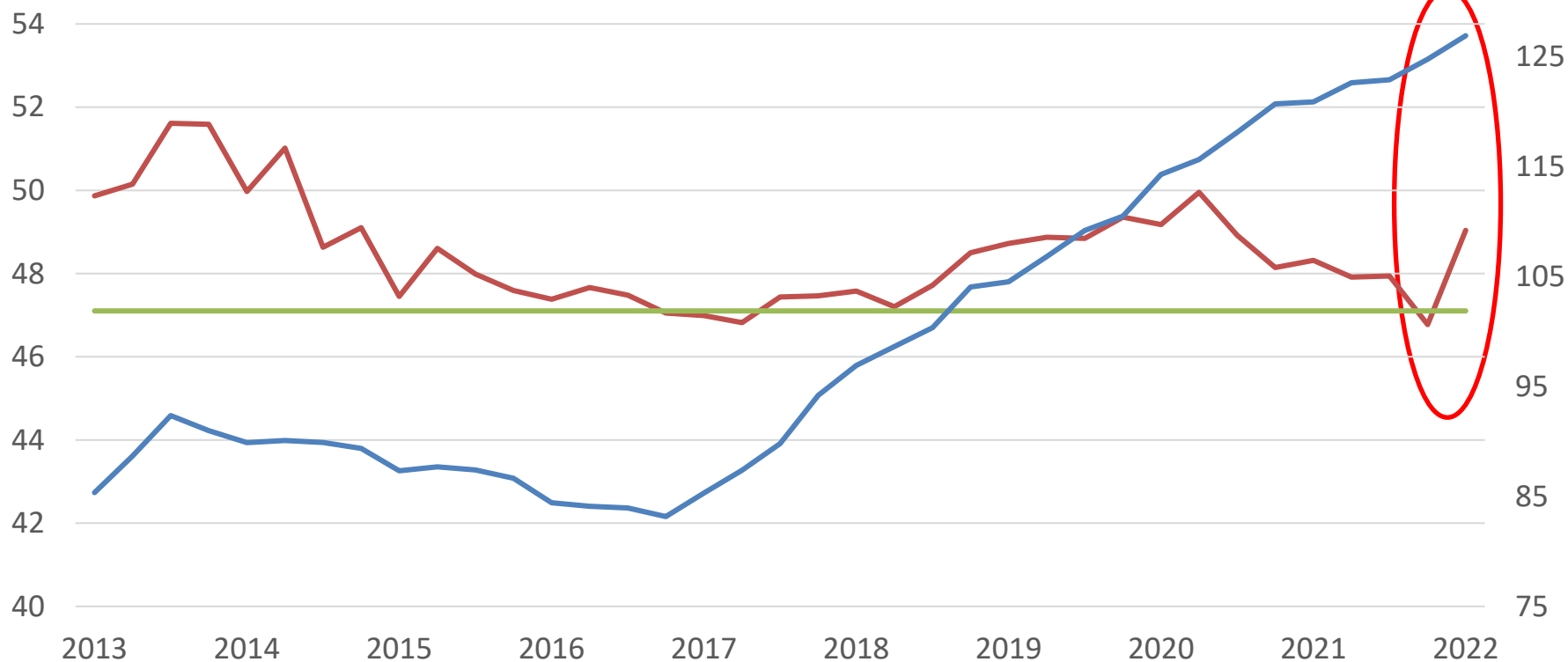


Занятость и новые рабочие места, 2018=100



Избыточный навес трудовых издержек вновь становится актуальным

Реальная заработная плата и реальные удельные издержки на труд



— Реальные удельные издержки на труд, % (левая ось)

— Реальные удельные издержки на труд, долгосрочное среднее, % (левая ось)

— Средняя реальная з/п, 2018=100 (правая ось)

1. Выкристаллизовался вектор сжатия экономики
 - Но пока падение выпуска весьма умеренное (не камнем на дно)
2. Инфляционный взрыв
 - Квартальная инфляция на пике с 2011 года
3. Хорошая внешняя ценовая конъюнктура сглаживает торговое сжатие
 - Физобъемы экспорта/импорта сжимаются, но условия торговли во многом компенсируют
 - Инерция внешнеторгового чуда еще актуальна
4. Накопленная подушка финансовой безопасности vs. финансовая паника
 - Финансовая дестабилизация пока не перетекла в воронку финансового кризиса
5. Реальный рост зарплат продолжился (и даже ускорился)
 - Сказывается

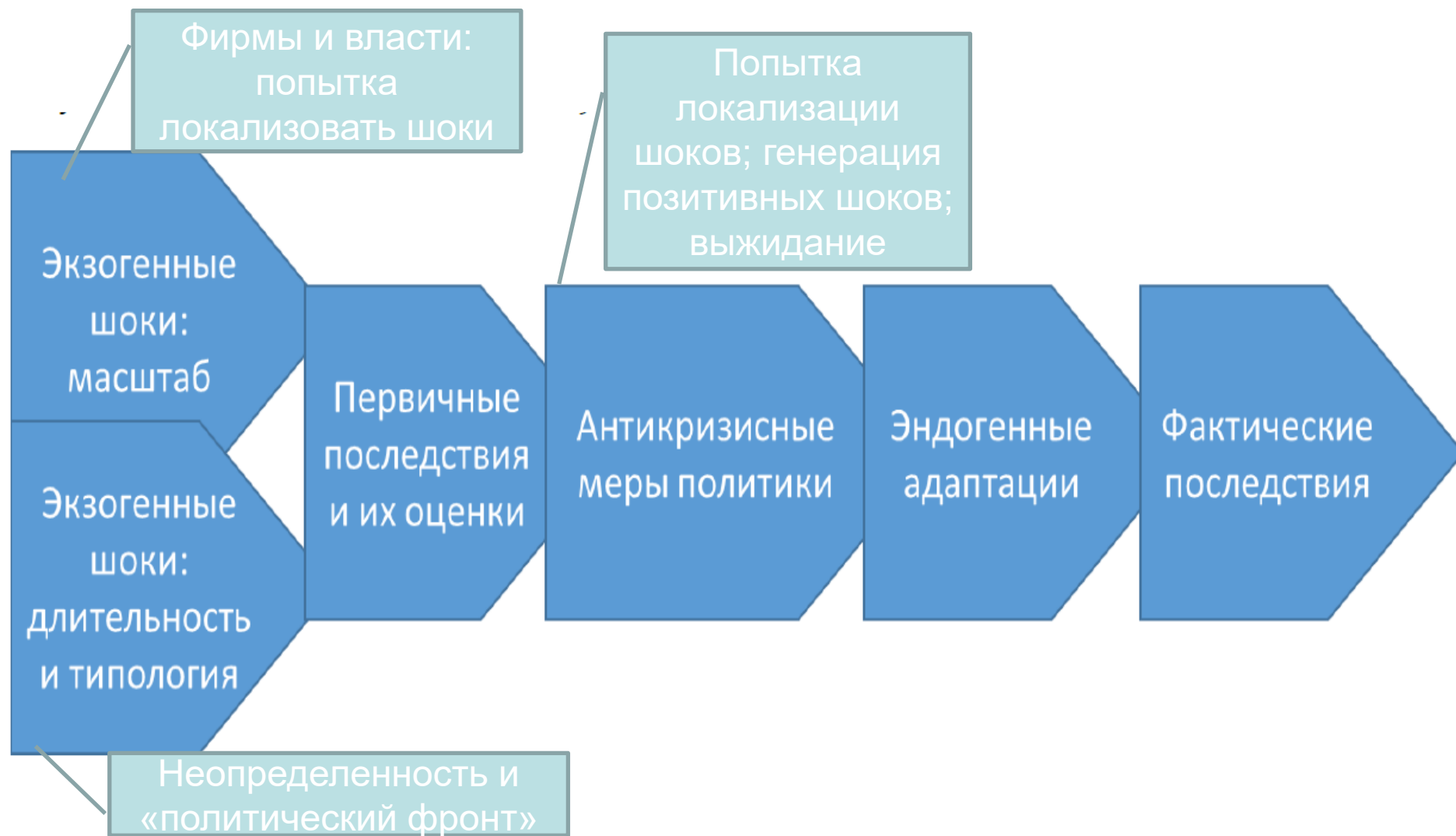
Белорусский экономический
исследовательско-образовательный центр

Belarusian Economic Research
and Outreach Center



3. Результаты 1-ого квартала 2022 на фоне большой картины

Экономика «зависла»: будущая колея пока не нащупана (в процессе)



В отношении интенсивности инфляционно-девальвационной спирали и глубины финансового кризиса еще много развилок



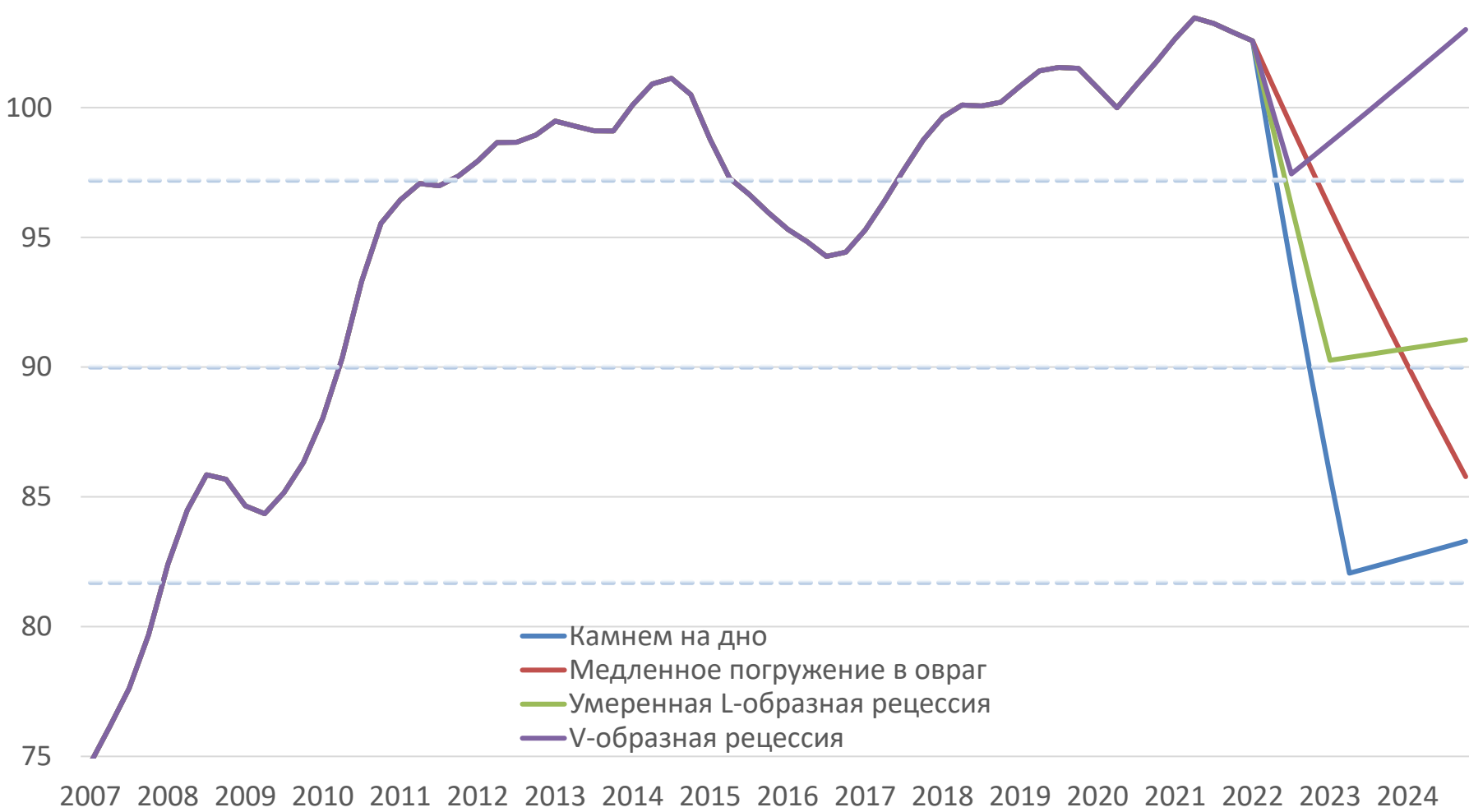
- **Обменный курс**
 - Утратил «берега»
 - Весьма вероятна потребность в опережающей девальвации относительно российского рубля
- **Цены**
 - Траектория на данный момент – стремление к 25% эквиваленту годовой инфляции
- **Борьба с инфляцией vs. ликвидность банков**
 - Валютной мало что поможет, рублевой без подпитки будет плохо
- **Качество активов банков**
 - Будет ухудшаться, запуск инфляционной спирали может «поддержать» качество рублевой части
- **Суверенный долг**
 - Дефолт весьма вероятен

«Аутентичные» сценарии будущего

1. Ограниченная V-образная рецессия
 - Спад около 5% с последующим восстановлением
 - Возможно лишь в случае снятия санкций
2. Быстрое погружение в глубокую рецессию, инфляционный скачок, последующая стагнация (L-образная рецессия)
 - Спад выпуска на 10-12% за 1.5-2 года, локальные ценовые и финансовые кризисы, затем стагнация
3. Медленное погружение в овраг
 - Активное противодействие (монетарное + административное + Россия) рецессии, ее торможение. Спад на 4-5% в год
 - Высокая вероятность срыва в инфляционно-девальвационную спираль
4. Финансовый кризис рулит
 - Финансовая повестка выходит на первый план, затем «борьба сценариев» 2,3,5
5. Камнем на дно
 - Быстрый (за 1-1.5 года) спад выпуска на 20%; 3-значная инфляция
 - Полномасштабный финансовый кризис
 - Даже в этом случае – это не аналог 90-х

«Аутентичные» сценарии будущего: визуализация

Сценарии 2022-2024



Ключевые детерминанты дальнейшей динамики (1)

1. Степень и быстрота адаптации бизнеса к принятым санкциям
 - Смогут ли экспортировать калий? Смогут ли экспортировать нефтепродукты? Куда и в каких объемах? Сколько будет длиться простой в их экспорте?
 - Перестройка транспортных и логистических цепочек (в какой степени, как быстро)?
2. Новые санкции в отношении Беларуси
3. Масштаб и интенсивность шока предложения
 - Сколько бизнесов схлопнется? Сколько людей уедет? Как быстро они это сделают?
4. Масштаб и длительность спада в России
5. Здоровье мировой экономики
 - Интенсивность глобальной инфляции; финансовое здоровье, величина роста

Ключевые детерминанты дальнейшей динамики (2)

6. Текущий уровень долговой устойчивости госпредприятий и качества активов банков
7. Экономическая и институциональная политика со стороны властей
 - Их отношение к инфляционно-девальвационному сценарию
 - Какие административные инструменты могут/будут использоваться
8. Отношения с Россией
 - Исполнение договоренностей в рамках «интеграционных карт»? Получение обратного акциза НПЗ? Цена на газ? Новые преференции в доступе на рынок? Новые кредиты?
9. Восприятие ситуации внутри страны
 - Потребительская и деловая уверенность
10. Неизвестные неизвестные