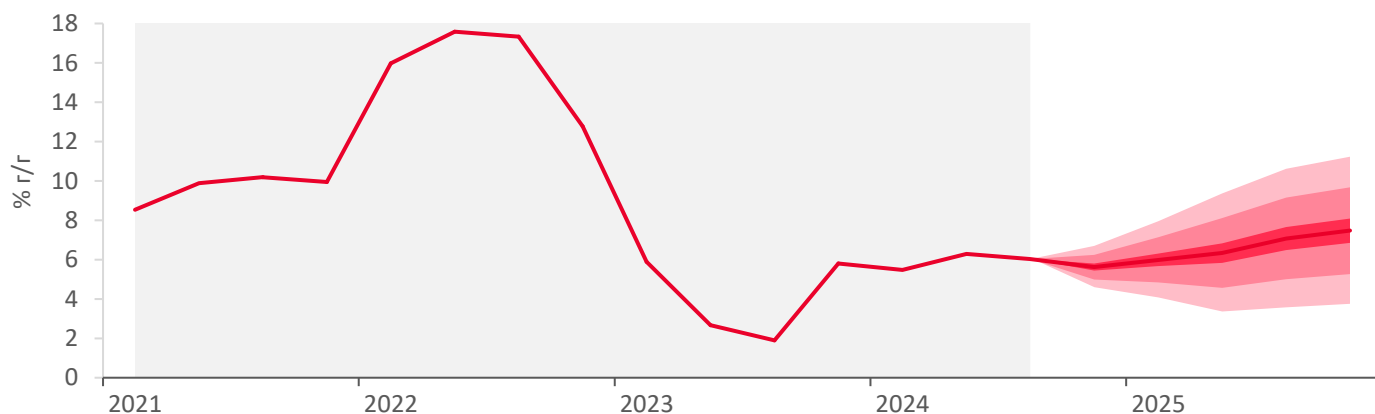


Инфляция в Беларуси замедлилась в III квартале 2024 года, а по итогам текущего года сложится в диапазоне 5,5–6,0%

Годовая инфляция составила 6,0% г/г в сентябре 2024 г. (рис 1). Аннуализированный квартальный прирост цен (с устранением сезонности) снизился с 6,0% кв/кв в II квартале до 4,9% кв/кв в III квартале 2024 г. Перегретый спрос, дефицитный рынок труда и повышение инфляции в России продолжали оказывать давление на рост издержек в белорусской экономике. Однако в условиях ценового контроля повышенные издержки не трансформировались в полной мере в увеличение потребительских цен.

Избыточный спрос в экономике и нехватка работников продолжают оказывать проинфляционное влияние в IV квартале 2024 г. – 2025 г. Накопленный инфляционный навес также будет постепенно просачиваться в цены. В результате инфляция прогнозируется в диапазоне 5,5–6,0% г/г по итогам 2024 г. и вблизи 6–8% г/г в 2025 г. (рис 1). Полного переноса проинфляционных факторов в фактический рост цен не ожидается, так как ценовой контроль в 2025 г. с высокой вероятностью сохранится, но может быть несколько ослаблен. Баланс рисков остается смещенным в сторону проинфляционных.

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 X13 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 no. 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.

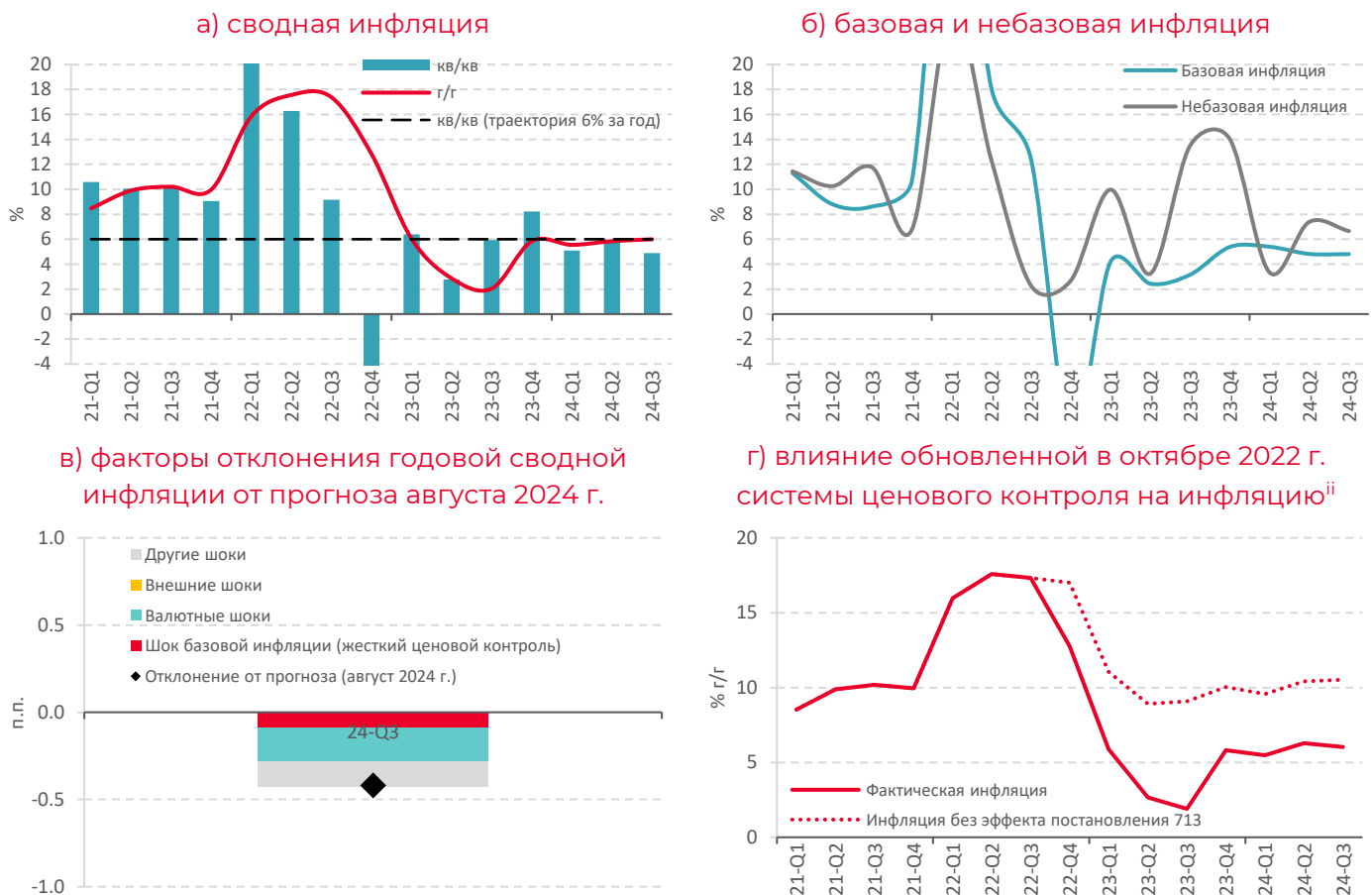
1 Динамика инфляционных процессов

Инфляция в Беларуси оставалась сдержанной в III квартале 2024 г.

За III квартал 2024 г. потребительские цены выросли на 4,9% в аннуализированном представлении с устранением сезонности после прироста на 6,0% в II квартале 2024 г. (далее – % кв/кв; **рис 2.а**).ⁱ Замедление квартальной инфляции связано с консервативным подходом властей к повышению регулируемых цен и тарифов. Их аннуализированный прирост снизился с 6,1% кв/кв в II квартале 2024 г. до 4,6% кв/кв в III квартале 2024 г. Это выразилось в замедлении небазовой инфляции (**рис 2.б**).

Годовая инфляция (по индексу потребительских цен; ИПЦ) в июле – сентябре колебалась вблизи 6,0% г/г (далее – % г/г; **рис 2.а**). Фактическое значение годовой инфляции в сентябре отклонилось на 0,4 п.п. вниз от прогноза августа 2024 г. Это главным образом объясняется меньшим, чем ожидалось, повышением регулируемых цен и тарифов (полностью объясняет отрицательный вклад других шоков на **рис 2.в**), а также с более сильной динамикой курса белорусского рубля (**рис 2.в**).

Рис 2. Динамика потребительской инфляции



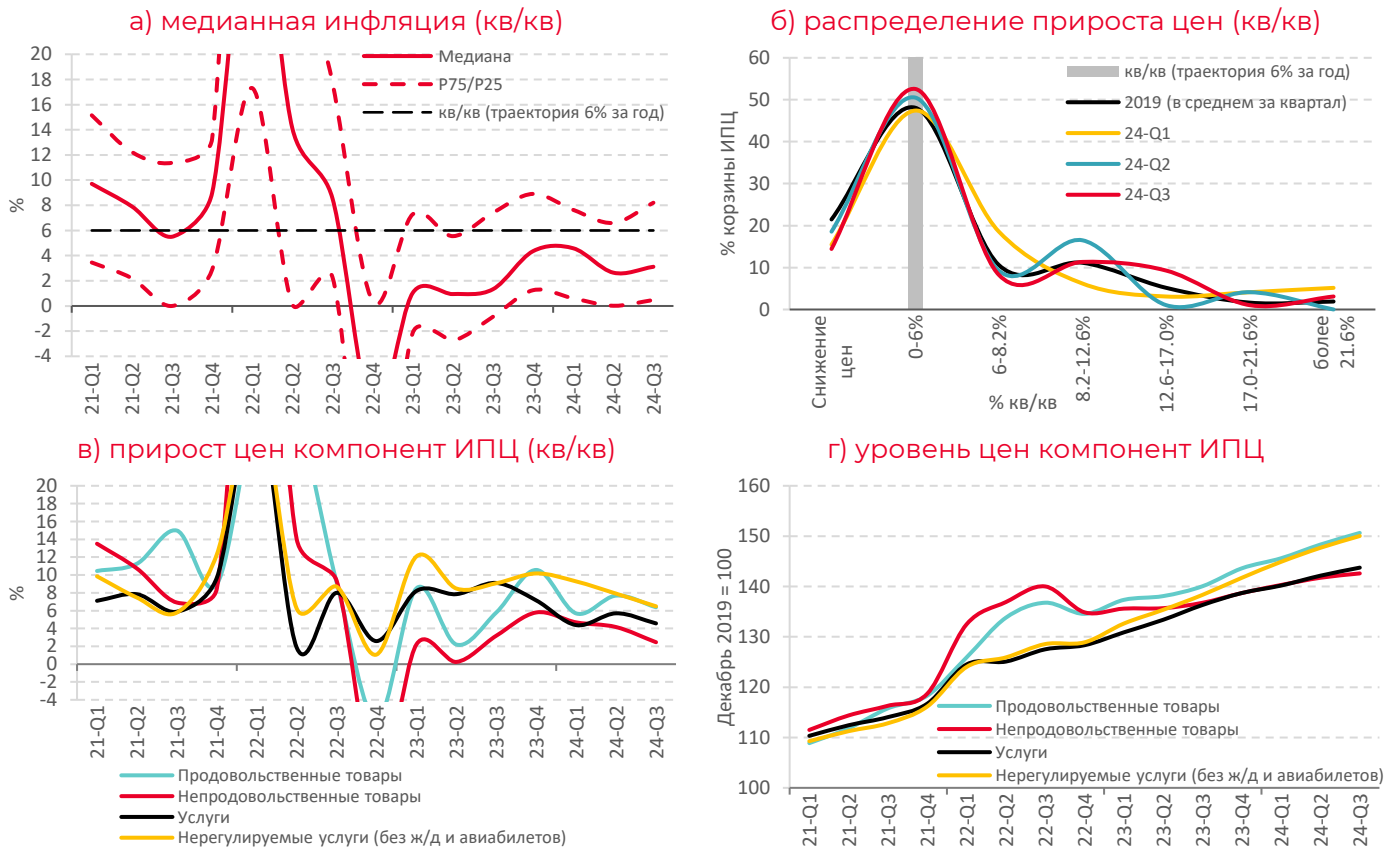
Источник: расчеты BEROC на основе данных Белстата, QPM BEROC.

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 инфляция в III квартале 2024 г. сохранилась на уровне 4,8% кв/кв (рис 2.б), а медианная составила 3,1% кв/кв (рис 3.а)

Распределение изменений цен позиций потребительской корзины осталось близким к паттерну 2019 г. (рис 3.б), когда инфляция устойчивого находилась вблизи 5% г/г. Такое распределение, а также темпы базовой и медианной инфляции являются низкими для сложившихся в 2024 г. экономических условий. Эти условия характеризуются серьезным масштабом перегрева белорусской экономики, нехваткой работников и высоким ростом издержек на оплату труда, а также повышенной инфляцией в стране – ключевом экономическом партнере – России (примерно в три раза выше темпов 2019 г.).

Рис 3. Динамика медианной инфляции и 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. Медианная инфляция и распределение прироста цен рассчитаны по данным 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).

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

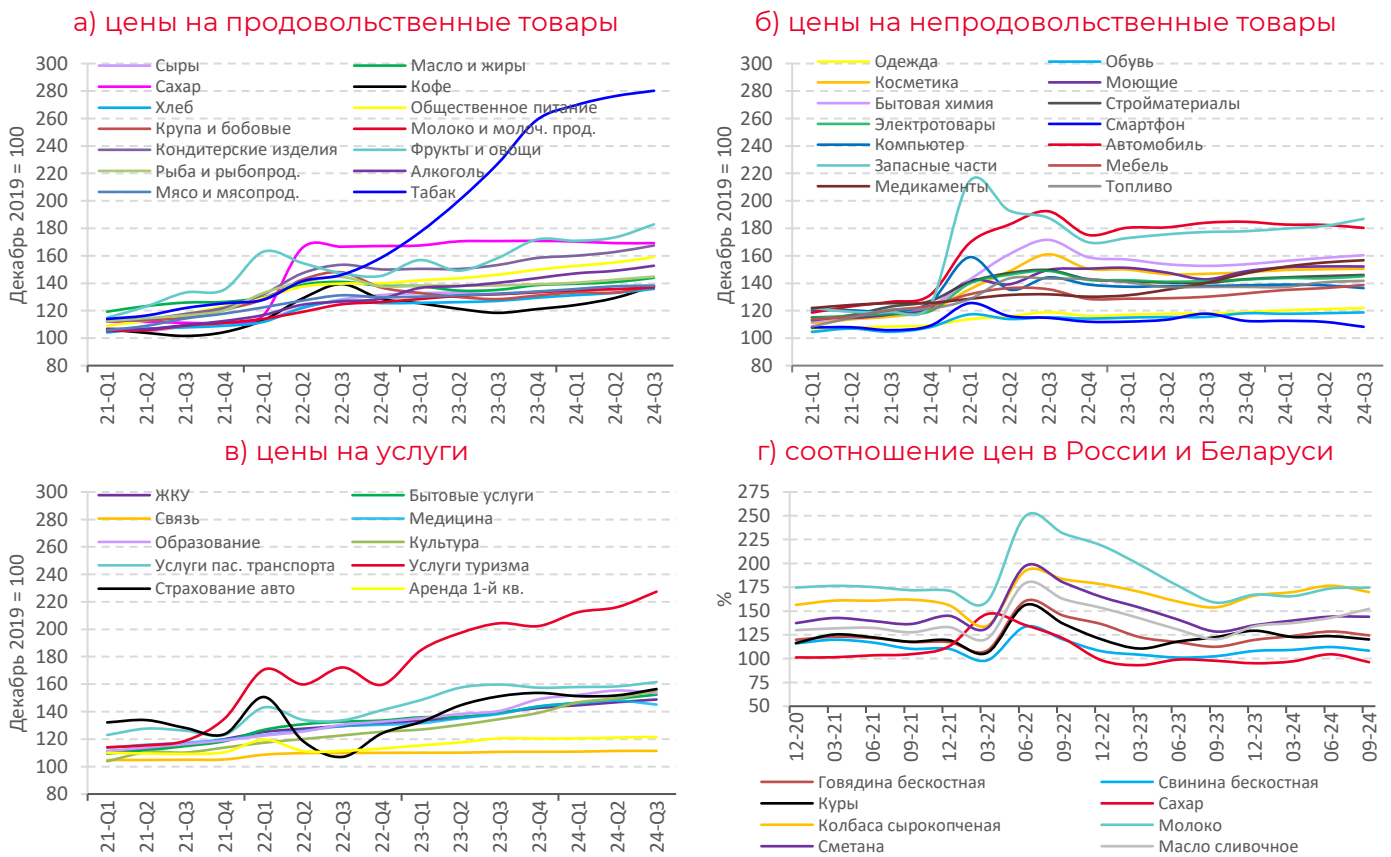
Прирост цен непродовольственных товаров замедлился с 4,2% кв/кв в II квартале 2024 г. до 2,5% кв/кв в III квартале 2024 г. (рис 3.в). Медианная инфляция в этом сегменте составила 2,5% кв/кв в III квартале, что подчеркивает слабую ценовую динамику в большинстве позиций (рис 4.б). При этом цены производителей потребительских товаров за III квартал 2024 г. повысились на 8,6% кв/кв после прироста на 7,1% кв/кв в II квартале 2024 г.

Высокий рост издержек указывает на превалирование проинфляционных факторов в экономике, в то время как крайне слабый перенос этих издержек в потребительские цены непродовольственных товаров обеспечивается строгим регулированием торговых и импортных надбавок. Следствием этого стала низкая рентабельность продаж в оптовой и розничной торговле – 1,2% в январе – августе 2024 г. при среднем уровне 2,3% в январе – августе 2018–2021 гг.

Прирост цен на продовольственные товары замедлился с 7,7% кв/кв в II квартале до 6,4% кв/кв в III квартале 2024 г. (рис 3.в)

Медианная инфляция в продовольственном сегменте составила 5,5% кв/кв в III квартале. Большинство товарных позиций дорожали умеренными темпами в среде ценового контроля (рис 4.а), несмотря на возросшие затраты: прирост цен производителей сельхозпродукции оценивается в 11,6% кв/кв в III квартале (в животноводстве – 9,7% кв/кв). При этом повышенный прирост цен в III квартале сохранялся в общественном питании (почти 11% кв/кв) в условиях высокого потребительского спроса; на кофе и кондитерские изделия (~30 и ~12% кв/кв) на фоне увеличения мировых цен; на крупы, хлеб, хлебобулочные и макаронные изделия, что может отражать влияние низкого урожая зерна прошлого года и невысокого сбора в 2024 г.; а также на плодоовощную продукцию (более 20% кв/кв). Высокий рост стоимости овощей и фруктов может быть связан со сложностями с импортом (в том числе фитосанитарной продукции), приоритизацией экспорта перед насыщением внутреннего рынка из-за ценового контроля, а также, возможно, с негативным влиянием климатических особенностей текущего года на урожай.

Рис 4. 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.

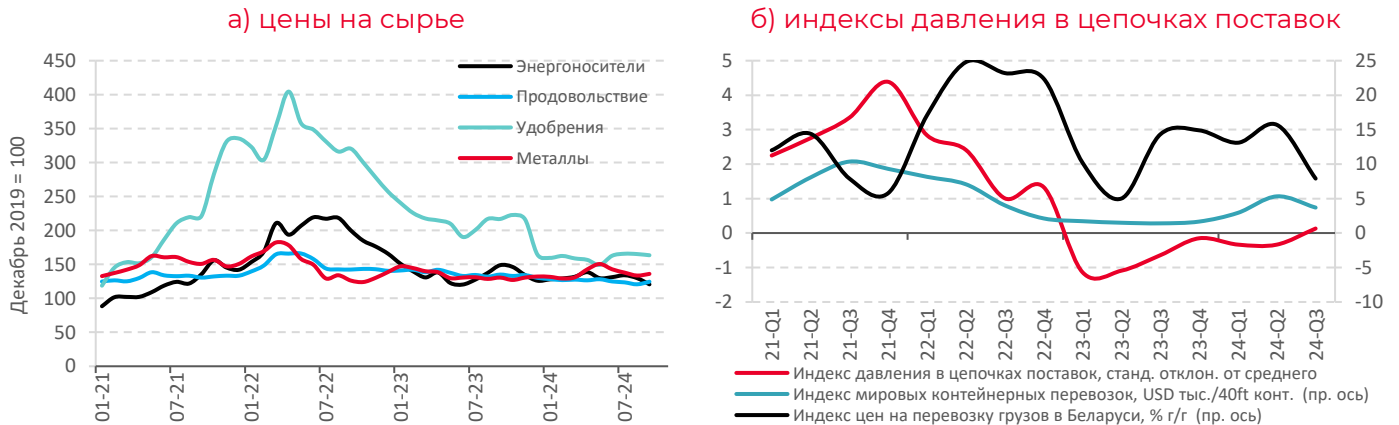
Инфляция в сегменте услуг замедлилась до 4,6% кв/кв в III квартале 2024 г. (рис 3.в)

Власти сохраняли консервативный подход к повышению регулируемых цен и тарифов, чтобы обеспечить выполнение цели по инфляции не более 6% по итогам года. В сегменте нерегулируемых услуг инфляция замедлилась с $\approx 7,9\%$ кв/кв в II квартале до $\approx 6,5\%$ кв/кв в III квартале (без учета крайне волатильных международных ж/д и авиаперевозок). Это замедление связано с директивным изменением властями подходов к установлению стоимости ряда медицинских услуг с июля 2024 г., что выразилось в снижении цен на них в июле – сентябре (рис 4.в) Без учета этого фактора инфляция нерегулируемых услуг сохранилась бы на уровне II квартала, что заметно превышает темпы роста цен в товарном сегменте и целевой уровень Нацбанка. Наиболее «тяжелая» нерегулируемая сервисная категория рыночных бытовых услуг подорожала примерно на 10% кв/кв в III квартале, а в среднем в месяц они прирастали в цене более чем на 10% м/м в текущем году. Такой высокий рост цен связан с существенным увеличением издержек в среде избыточного спроса и нехватки работников. В результате уровень цен на нерегулируемые услуги более чем на 5% превысил уровень цен на непродовольственные товары в сентябре 2024 г., что сигнализирует о накоплении инфляционного навеса (рис 3.г).

2 Драйверы инфляции

Цены на сырье не имели значимого инфляционного влияния на белорусский рынок

Рис 5. Мировые цены на сырье и ценовое давление в цепочках поставок

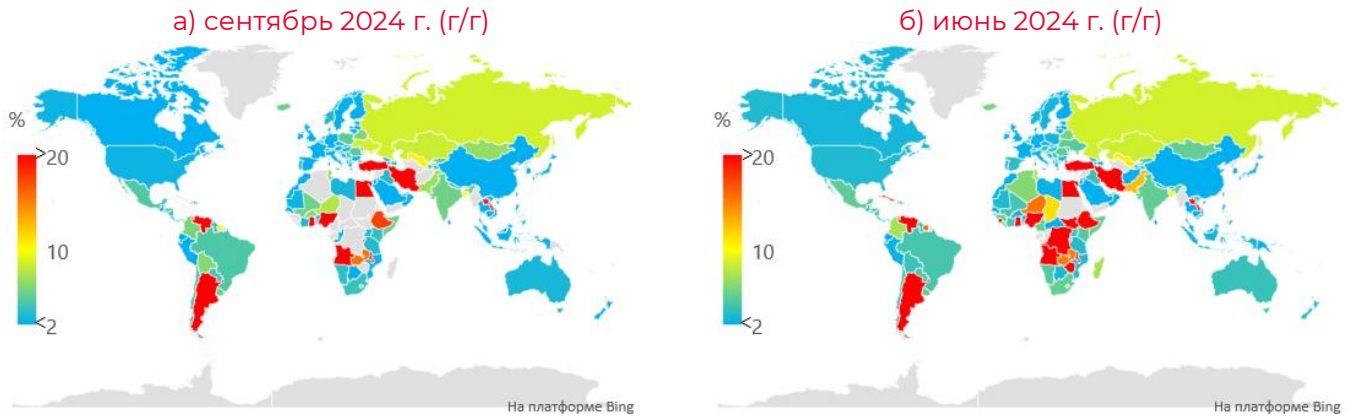


Источник: Белстат, Всемирный банк, ФРБ Нью-Йорка, Drewry World Container Index and Supply Chain Advisors.
Примечание: индекс мировых контейнерных перевозок приведен на последнюю неделю месяца.

Долларовый индекс цен на сырье Всемирного банка снизился на 3,8% в III квартале к II кварталу 2024 г. На такую же величину уменьшилась стоимость и энергоносителей, и неэнергетических товаров (рис 5.а). Влияние сырьевых рынков на инфляцию в Беларуси в среднем было близким к нейтральному в III квартале. В то же время, сокращение дисконта российской нефти Urals к бенчмарку Brent с около 14 \$/bbl. в II квартале до 11 \$/bbl. в III квартале продолжало негативно влиять на финансовые результаты белорусских нефтеперерабатывающих заводов. Так, рентабельность продаж в Новополоцке составила минус 7,4% в январе – августе 2024 г, а в Мозырском районе – минус 2,7%. Риск очередного повышения цен на топливо на внутреннем рынке остается актуальным.

Ситуация в глобальных цепочках поставок оставалась стабильной. Стоимость морских перевозок скорректировалась вниз после увеличения в II квартале, а индекс давления в глобальных цепочках поставок сохранялся в нейтральной зоне в III квартале (рис 5.б).

Рис 6. Инфляция в мире



Источник: Trading Economics, национальные статистические ведомства.

Примечание: г/г – темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу соотв. квартала пред. года.

Инфляционное давление со стороны российского рынка продолжило нарастать

Инфляция в России в III квартале 2024 г. вновь ускорилась и оценивается в $\approx 10,1\%$ кв/кв (рис 7.б). Значительного повышения процентных ставок в России с лета 2023 г. и их продолжительного поддержания на высоких уровнях оказалось недостаточным для погашения мощнейшего инфляционного импульса, вызванного перегревом экономики и рынка труда. В среде повышенных военных расходов и стимулирующей бюджетной политики передача импульсов от ужесточения денежно-кредитных условий на экономическую активность и инфляцию, по-видимому, ослабла и удлинилась. Высокий рост цен в России оказывал проинфляционное влияние на цены в Беларуси преимущественно через воздействие на стоимость импорта (рис 7.а).

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

В III квартале белорусский рубль в номинальном выражении (измеренный через корзину валют) укрепился на $0,1\%$ к среднему значению II квартала 2024 г. (рис 8.б). Лишь небольшое квартальное укрепление во многом связано с заметным ослаблением белорусского рубля к российскому рублю в июне, что подняло стоимость корзины валют в начале III квартала. В августе-сентябре белорусский рубль заметно укрепился к российскому в условиях чистого предложения на внутреннем валютном рынке. В результате, несмотря на существенно более высокую инфляцию в России в сравнении с Беларусью, разница в ценах на торгуемые товары на российском и белорусском рынках не выросла в III квартале 2024 г. (рис 4.г) – динамика курса белорусского рубля ограничивала проинфляционные эффекты ускоренного роста цен в России (рис 7.а). Вместе с тем рассинхронизация инфляции в Беларуси и России (рис 7.б), в том числе из-за административного вмешательства в ценообразование в Беларуси, остается значимым фактором риска для ценовой стабильности на белорусском рынке.

Инфляционные ожидания населения Беларуси не провоцировали ускорения роста цен в III квартале 2024 г.

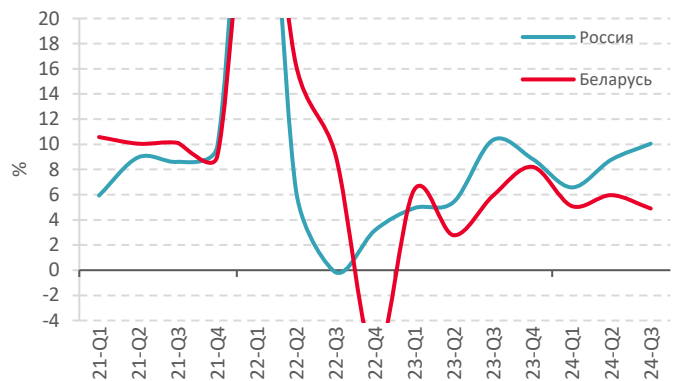
Ожидаемый населением прирост цен на год составил 10% в сентябре 2024 г. после $10,2\%$ в июне 2024 г. (рис 8.а). Стабильность курсов белорусского рубля и жесткий ценовой контроль на потребительском рынке отражались в сохранении низких инфляционных ожиданий белорусов в сравнении с предыдущими годами.

Рис 7. Декомпозиция базовой инфляции в Беларуси и инфляция в России

а) декомпозиция базовой инфляции на основе QPM (кв/кв, логарифмированные данные)



б) инфляция в Беларуси и России (кв/кв)



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

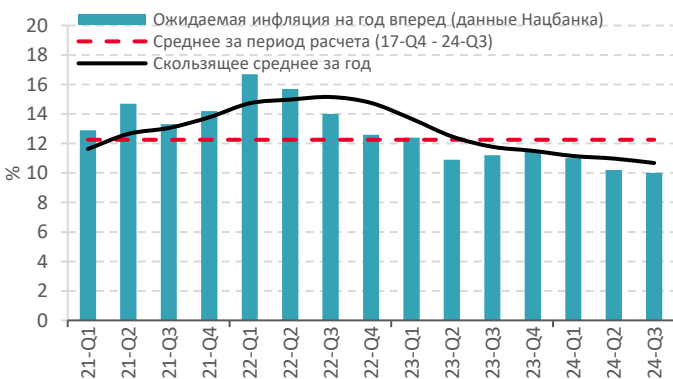
Примечание: вклады факторов рассчитаны с учетом инерционности; кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности.

Ценовой контроль усилил дезинфляционное влияние в III квартале 2024 г.

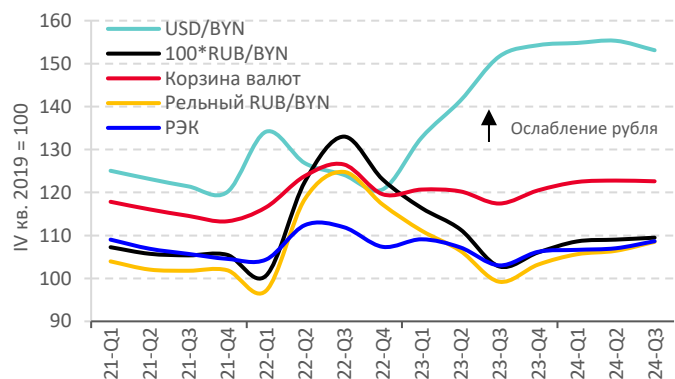
Отрицательный вклад необъясняемых моделью BEROC факторов в базовую инфляцию (в котором учитывается влияние госрегулирования цен) увеличился в III квартале 2024 г. (рис 7.а). Строгое госрегулирование по-прежнему не позволяло ценам расти в соответствии с темпами роста издержек производителей товаров и услуг. Без учета вклада жесткого ценового контроля годовая инфляция в сентябре 2024 г. находилась бы вблизи 10,5% г/г, а не 6% г/г де-факто (рис 2.г). Инфляционный навес – потенциал ускоренного повышения цен в будущем – увеличился в III квартале 2024 г. и мог превысить 7%.

Рис 8. Инфляционные ожидания населения и динамика курсов белорусского рубля

а) ожидаемая населением инфляция на год



б) курсы белорусского рубля



Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси.

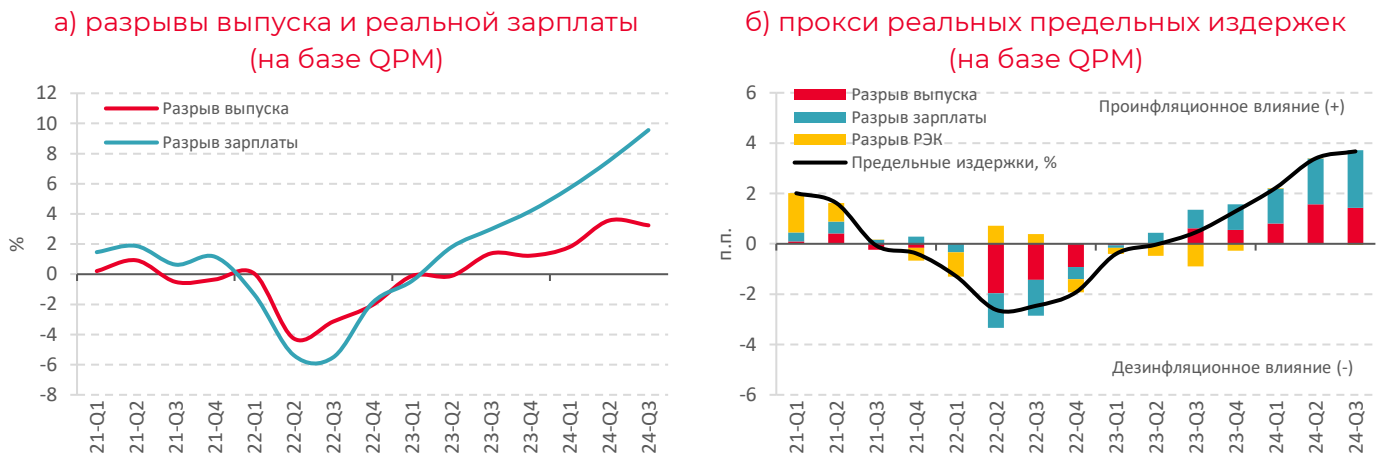
Примечание: РЭК – реальный эффективный курс белорусского рубля.

Избыточный спрос в экономике сохранялся значительным в III квартале 2024 г., что поддерживало повышенное давление на издержки и потребительские цены

Положительный разрыв выпуска составил около 3,2% в III квартале 2024 г. (рис 9.а). Отклонение ВВП от сбалансированной траектории перестало расширяться, что сигнализирует о вероятном прохождении пика экспансии. Тем не менее, масштаб перегрева экономики оставался серьезным и близким к максимальному за десять лет.

Увеличение бюджетных расходов, быстрый рост зарплат и высокая кредитная активность поддерживали избыточный спрос в белорусской экономике, главным образом в потребительском сегменте. Рекордный с 2008 г. перегрев российской экономики также оставался значимым стимулом для сверхоптимальной загрузки производственных мощностей в Беларуси.ⁱⁱⁱ В результате инфляционное давление избыточного спроса сохранялось значительным (рис 9.б). Перенос возросших издержек на потребительскую инфляцию оставался крайне сдержанным вследствие ограничения торговых надбавок и жесткого контроля за ценами со стороны правительства. Комбинация серьезного перегрева экономики и строгого ценового регулирования существенно снижают устойчивость экономики и финансовой системы для воздействия сильных шоков.

Рис 9. Динамика индикаторов внутреннего инфляционного давления



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.

Проинфляционное давление рынка труда усилилось в III квартале 2024 г.

Уровень безработицы в III квартале вновь переписал исторический минимум и с устранением влияния сезонного фактора опустился до 2,95% рабочей силы. Отношение количества безработных к числу вакансий также обновило минимум и снизилось почти до 0,9 безработного на вакансию (с устранением сезонности). Все это сигнализирует об углублении дефицита работников в среде избыточного спроса на товары и услуги. В таких условиях реальные зарплаты продолжали быстро расти – их размер в III квартале 2024 г. уже более чем на 9% превысил равновесный (или инфляционно-нейтральный) уровень (рис 9.а). В результате проинфляционное давление рынка труда усилилось (рис 9.б) и распространялось по трем каналам: повышение издержек предприятий на оплату труда, поддержание избыточного потребительского спроса, а также ограничение возможностей производителей в подстройке под высокий спрос из-за нехватки работников.

3 Монетарные условия

Состояние монетарных условий приблизилось к нейтральному для экономической активности и инфляции в III квартале 2024 г.

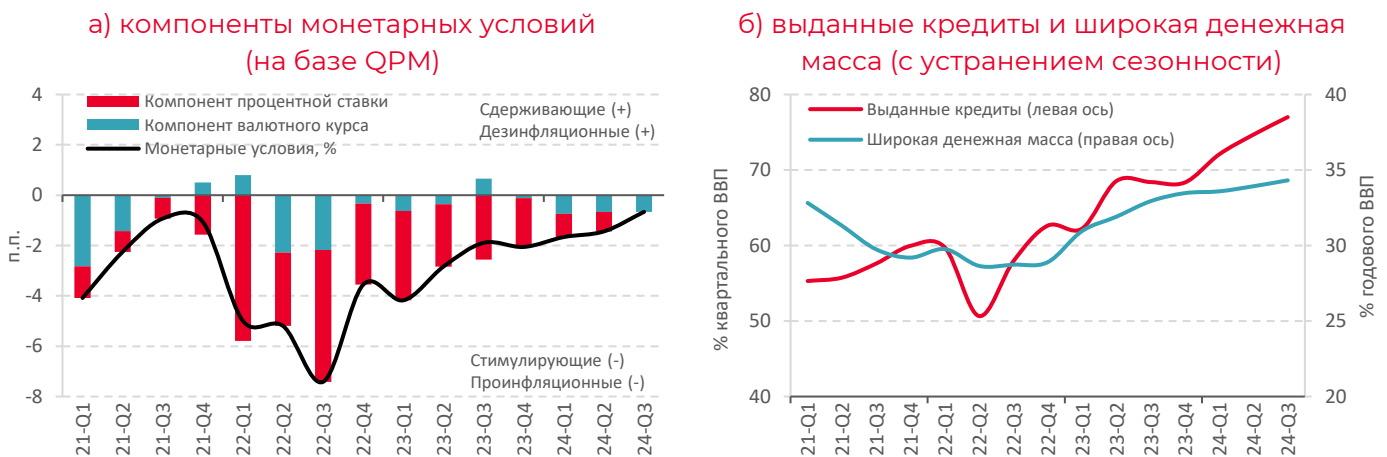
В III квартале 2024 г. Нацбанк повысил ставку по кредиту овернайт и расчетные величины стандартного риска (PBCP) по рыночным кредитам фирмам и населению на 0,5 п.п., а также увеличил норматив резервирования по привлеченным средствам банков в иностранной валюте на 2 п.п. Эти меры привели к повышению средних ставок по рублевым рыночным кредитам и срочным вкладам соответственно на 0,7 и 1,7 п.п. – до 10,8 и 8,3% в среднем в июле – сентябре 2024 г. В результате ставки кредитно-депозитного рынка вышли к нейтральным уровням для экономической активности и инфляции (рис 10.а).

Несмотря на повышение ставок, кредитная активность оставалась высокой. Объем новых кредитов по отношению к ВВП в среднем по III кварталу 2024 г. поднялся до нового максимума около 77%, а денежная масса росла опережающими рост ВВП темпами (рис 10.б). С одной стороны, трансмиссия повышения процентных ставок на кредитную активность будет усиливаться к концу текущего года – в следующем году. С другой стороны, бюджетные расходы продолжали расти, и для этих целей Нацбанк в III квартале приобрел Br1,3 млрд гособлигаций на вторичном рынке. Эти операции в сочетании с эмиссией рублей посредством покупки иностранной валюты Нацбанком на бирже (более \$0,6 млрд в III квартале) с лихвой компенсировали влияние повышения нормы резервирования для банков на ликвидность банковской системы – она оставалась избыточной, что поддерживало низкий уровень ставки межбанковского рынка и, вероятно, стимулирующие неценовые условия кредитования. В результате даже при нейтральном характере процентных ставок кредитная активность продолжала расширяться и оставалась фактором поддержания избыточного спроса в экономике.

Белорусский рубль в III квартале 2024 г. оставался умеренно недооцененным – около 1,3% относительно уровня равновесного реального эффективного курса (рис 10.а)

Со стороны курсового фактора сохранялась небольшая поддержка ценовой конкурентоспособности белорусских производителей, а косвенное влияние на инфляцию оставалось близким к нейтральному (рис 9.б).

Рис 10. Монетарные условия



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

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

4 Краткосрочный прогноз

Инфляция прогнозируется около 5,5–6,0% г/г по итогам 2024 г. и 6–8% г/г в 2025 г.

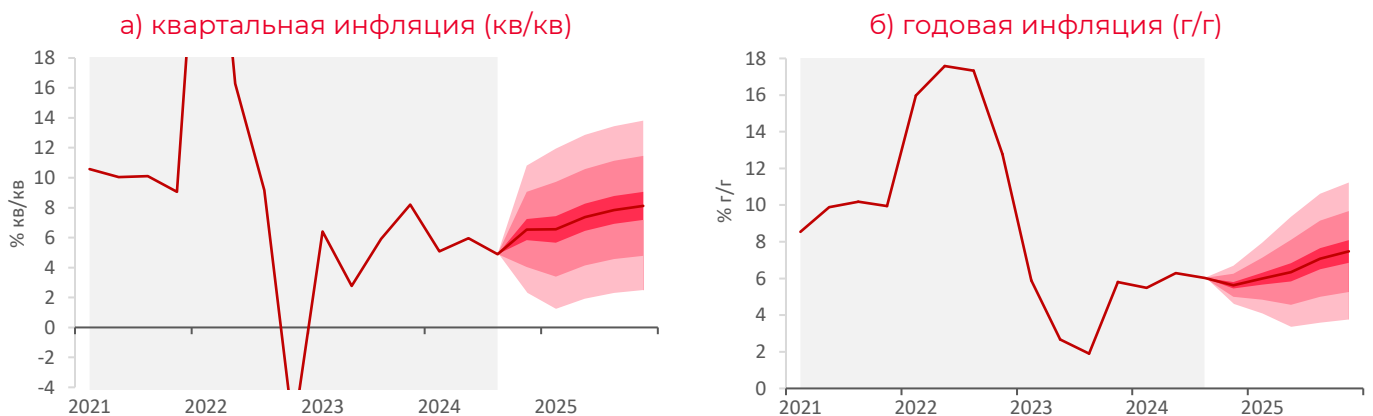
Базовый сценарий предполагает медленное «остывание» перегретой экономики. Положительный разрыв выпуска сократится с около 3,2% в III квартале 2024 г. до примерно 2,6% в IV квартале 2025 г. Бюджетная политика останется стимулирующей, как минимум, до конца президентской электоральной кампании 2025 г. Характер монетарных условий прогнозируется близким к нейтральному. В результате их воздействие на кредитную и экономическую активность перестанет быть стимулирующим, но не станет сдерживающим.

Спрос в России будет постепенно ослабевать в условиях значительного повышения процентных ставок и сужения бюджетного стимула, однако его коррекция к сбалансированному состоянию будет продолжительной из-за высоких военных расходов. Это, с одной стороны, продолжит поддерживать высокий уровень белорусского экспорта в Россию (пусть и без его значимого роста в условиях достигнутых производственных ограничений в Беларуси) и препятствовать «остужению» совокупного спроса в Беларуси. С другой стороны, рост цен в России останется повышенным, что будет дополнительным проинфляционным фактором на белорусском рынке.

Рынок труда останется проинфляционным в 2024–2025 гг.», так как решение проблемы нехватки работников при сокращающейся занятости и сохранении избыточного спроса на товары и услуги не будет быстрым. Дополнительное давление на издержки продолжит оказывать адаптация к новым санкционным проявлениям, усложняющим логистические цепочки и финансовые транзакции.

Перенос инфляционных факторов в фактические цены будет сдерживаться ценовым контролем. В базовом сценарии предполагается его постепенное смягчение в 2025 г. для недопущения значимого ухудшения финансового положения фирм и спада выпуска. Вследствие накопленного инфляционного навеса давление повышенных издержек будет постепенно просачиваться в цены (рис 11.а). В результате **инфляция может ускориться с 5,5–6,0% г/г по итогам 2024 г. до около 6–8% г/г в 2025 г.** (рис 11.б).

Рис 11. 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.

5 Риски прогноза

Баланс рисков для роста цен остается смещенным в сторону проинфляционных

Чрезмерно продолжительное поддержание стимулирующей экономической политики выступает значимой угрозой для ценовой стабильности в среднесрочной перспективе. Более сильный спрос в экономике, чем прогнозируется в базовом сценарии, будет в большей степени вести к наращиванию импорта и повышению инфляционного давления, а не внутреннего производства, возможности которого ограничены в среде дефицита кадров и рекордной загрузки мощностей.

Смягчение ценового контроля может привести к более сильному повышению инфляции, чем предполагает базовый сценарий. Масштаб накопленного инфляционного навеса и скорость его реализации при ослаблении госрегулирования цен имеют высокую степень неопределенности. Нельзя исключать, что при смягчении контроля дополнительное проинфляционное воздействие окажут вторичные эффекты, связанные с повышением инфляционных ожиданий населения и бизнеса.

Невысокий урожай зерна в текущем году может иметь проинфляционные последствия в 2025 г. Два года подряд валовой сбор зерна в Беларуси был невысоким. Это формирует риски ускорения роста цен на продукты питания, особенно если качество урожая окажется нелучшим и возникнут сложности с его хранением.

Проинфляционные риски из внешнего сектора по-прежнему связаны с вероятностью длительного сохранения повышенной инфляции в России и разрывов глобальных цепочек поставок. Сильные внешние и/или внутренние инфляционные шоки существенно ограничат возможности белорусских властей по сдерживанию роста цен административными рычагами и потребуют ослабления ценового контроля из-за накопленного инфляционного навеса и угрозы финансовой дестабилизации. Необходимо отметить, что в III квартале 2024 г. проинфляционное влияние ускорения роста цен в России на белорусский рынок во многом гасилось укреплением белорусского рубля к российскому. Курс белорусского рубля оставался близким к своему равновесному уровню, однако укрепление национальной валюты существенно ниже 3,40 BYN за 100 RUB может привести к формированию ее значимой переоцененности. Это временно снизит проинфляционное давление в Беларуси, однако негативно повлияет на конкурентоспособность белорусских производителей.

Реализация угрозы жесткой посадки белорусской экономики, которая в силу серьезного перегрева стала «хрупкой» для воздействия сильных шоков, может иметь дезинфляционные последствия в среднесрочной перспективе

Экономический спад наподобие 2015–2016 гг. с высокой вероятностью будет сопровождаться довольно сильным первоначальным инфляционным импульсом из-за смягчения ценового контроля и давления на курс белорусского рубля вследствие временного повышения спроса на иностранную валюту. В среднесрочной перспективе этот импульс сойдет на нет и сформируется дезинфляционное давление из-за сокращения внутреннего спроса, повышения безработицы и ослабления проблемы дефицита кадров. Значительная угроза при реализации подобного сценария связана с риском перерастания экономического спада в полноценный финансовый кризис, если финансовая позиция фирм и банков окажется недостаточно устойчивой.

В случае интенсификации инвестиций в расширение производственных мощностей и повышение производительности труда подстройка стороны предложения под высокий спрос будет более быстрой. Это ограничит ценовое давление и приведет к более низкой инфляции в 2025 г. в сравнении с прогнозом по базовому сценарию.

Сохранение строгого ценового контроля при благоприятном развитии событий на внешних рынках может сопровождаться более низким инфляционным давлением в 2025 г. относительно базового прогноза. Если цены экспорта будут расти быстрее цен импорта, то это может позволить фирмам еще какое-то время относительно безболезненно функционировать в условиях жестких ограничений на внутреннем рынке. Однако при реализации такого сценария диспаритет цен внутри Беларуси и на внешних рынках будет расширяться, что несет угрозы сокращения ассортимента и качества продукции внутри страны и продолжительного периода повышенной инфляции после смягчения ценового регулирования.

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 Для оценки влияния системы ценового регулирования (обновленной в октябре 2022 г.) на инфляцию использовалась модель квартального прогнозирования BEROС (QPM). На базе модели строилась историческая декомпозиция инфляции – динамика показателя раскладывалась на вклад шоков. Сравнивались значения фактической и синтетической годовой инфляции. В последнем случае показатель рассчитывался посредством вычитания с IV квартала 2022 г. из фактического значения инфляции вклада шока базовой инфляции, который аппроксимирует влияние ужесточения ценового регулирования. Следует отметить, что шок базовой инфляции включает не только воздействие ценового контроля, но и других факторов, напрямую неучтенных в модели. Тем не менее, масштаб шока базовой инфляции обычно небольшой (за исключением периодов сильных потрясений), в то время как в IV квартале 2022 г. идентифицирован масштабный отрицательный шок, сохранявшийся на протяжении всего 2023 г – III квартала 2024 г.

ⁱⁱⁱ По данным Минэкономики Беларуси, загрузка производственных мощностей в промышленности в сентябре 2023 г. достигла максимального с 2013 г. уровня в 70% и оставалась вблизи этого уровня в 2024 г. (71% в августе, 70% в сентябре и 71% в октябре 2024 г.). Отношение количества безработных (по данным Белстата) к числу вакансий (по данным Министерства труда и социальной защиты) в III квартале 2024 г. составило около 0,9 безработного на вакансию (с устранением сезонности). До 2022 г. значение показателя устойчивого превышало 2,0 безработного на вакансию.