

Центр экономических исследований "БЕРОК"
BEROC Economic Research Center



Инфляция и монетарная среда

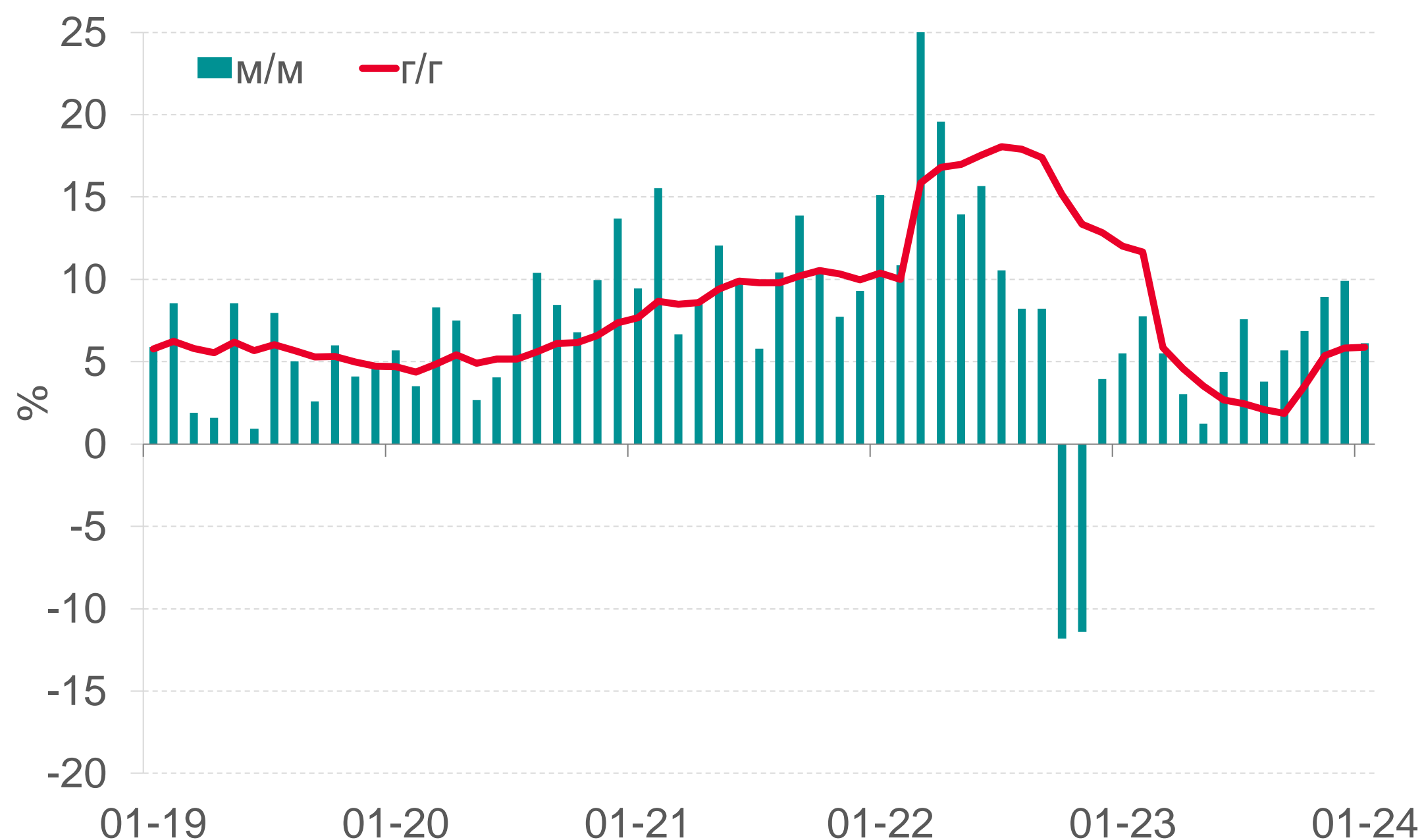
Состояние в начале 2024 года и краткосрочный прогноз

4 марта 2024 г.

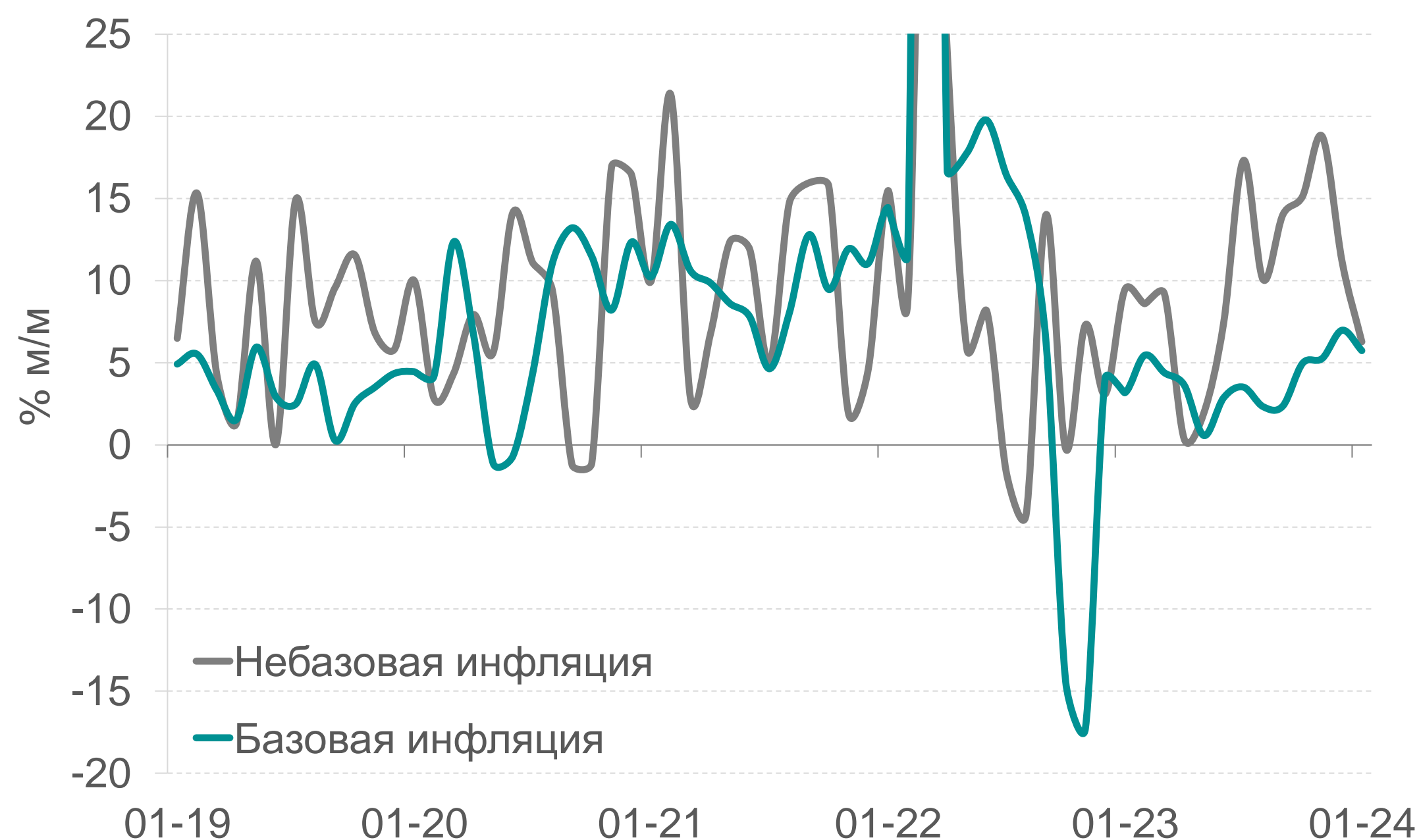
- Инфляционное давление остается высоким в среде избыточного спроса и перегретого рынка труда, ...
 - ... но власти ужесточили ценовой контроль с начала текущего года для сдерживания инфляции. Это отразилось в ее замедлении в январе 2024 г. Но **инфляционный навес – не менее 5%**.
- Накопленное ценовое давление могло бы привести к ускорению инфляции до 8–10% г/г в 2024 г., ...
 - ... но заявления и действия властей указывают на сохранение жесткого ценового контроля до тех пор, пока финансовое положение организаций не станет критическим. **Возросла вероятность реализации сценария, при котором инфляция может ограничиться 5–7% г/г в 2024 г., но ценой накопления инфляционного навеса и угрозы расширения товарных дефицитов.**
- В среде повышения инфляционных рисков Нацбанк в конце 2023 г. принял меры, направленные на ограниченное сужение монетарных стимулов для частного бизнеса и населения:
 - **стимулирующие эффекты рыночных процентных ставок на экономическую активность снизятся в 2024 г.;**
 - госсектор сохранит преференциальные условия доступа к кредиту, что будет ограничивать эффективность монетарной политики и замедлять скорость возврата экономики к сбалансированному состоянию.
- **Ситуативность и волюнтаризм экономической политики – мощные факторы неопределенности прогноза:**
 - нельзя исключать возврата к «безоглядному» стимулированию выпуска ближе к середине года, когда годовой темп прироста ВВП снизится ниже 2% г/г;
 - Нацбанк остается «карманным» и «страдает» от проблем во внутренних коммуникациях.

Инфляция почти достигла 10% м/м к декабрю 2023 г., но резко замедлилась к 6% м/м в январе 2024 г.

Сводная инфляция (с устранением сезонности)



Базовая и небазовая инфляция (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на основе данных Белстата, Нацбанка Беларуси.

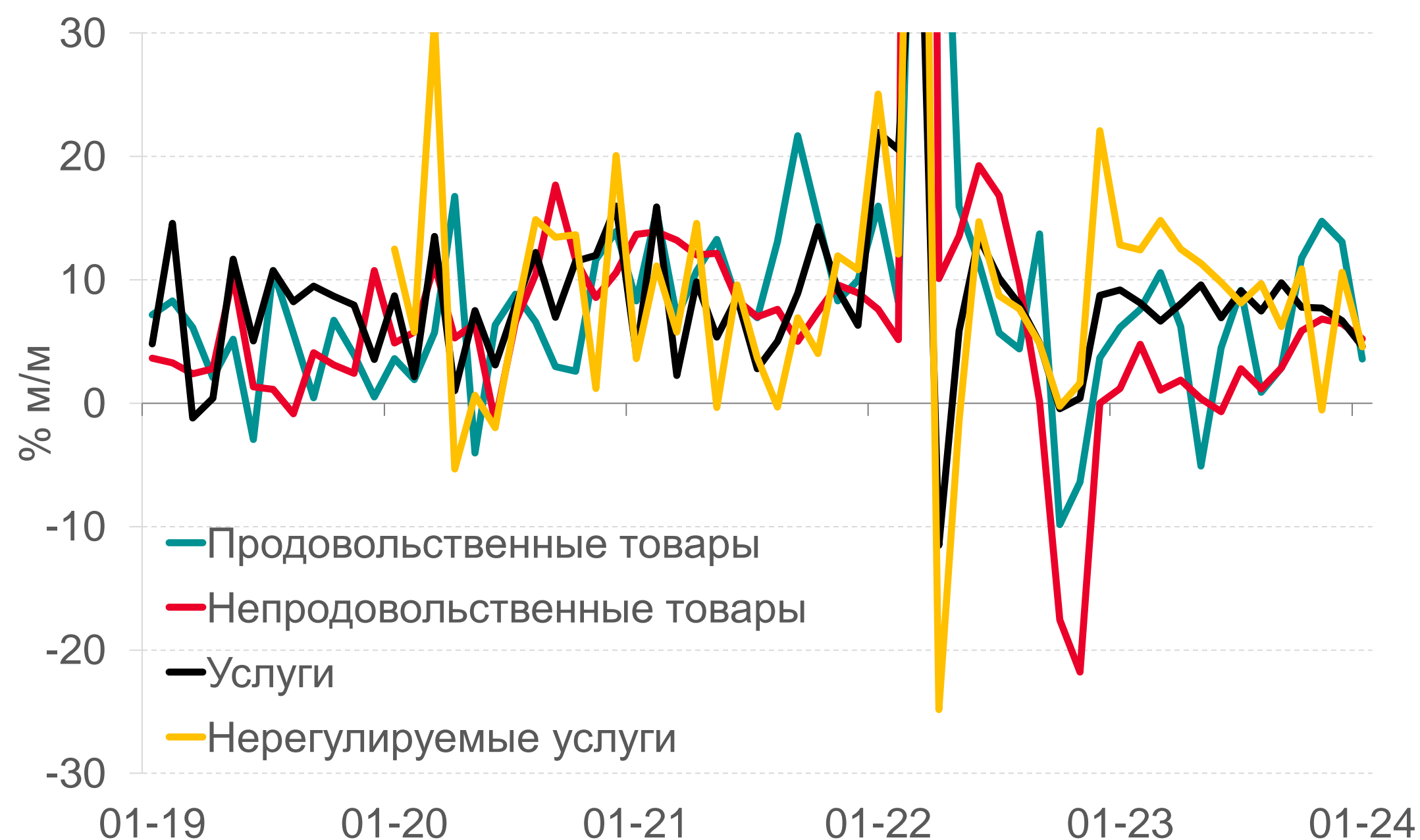
Примечание: г/г — темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу соответствующего квартала предыдущего года; кв/кв — аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности; м/м — аннуализированный темп прироста месяц к предыдущему месяцу с устранением сезонности.

В Q4 23 ускорилась как базовая, так и небазовая инфляция. Медианная инфляция поднялась более чем в 5 раз — с менее 1% в Q3 23 до более 5% в Q4 23.

Резкое замедление роста цен в январе 24 г. может быть связано с воздействием измененной с начала текущего года системы ценового контроля.

В IV кв. 2023 г. ценовое давление усилилось почти по всей потребительской корзине, но в январе инфляция снизилась во всех компонентах

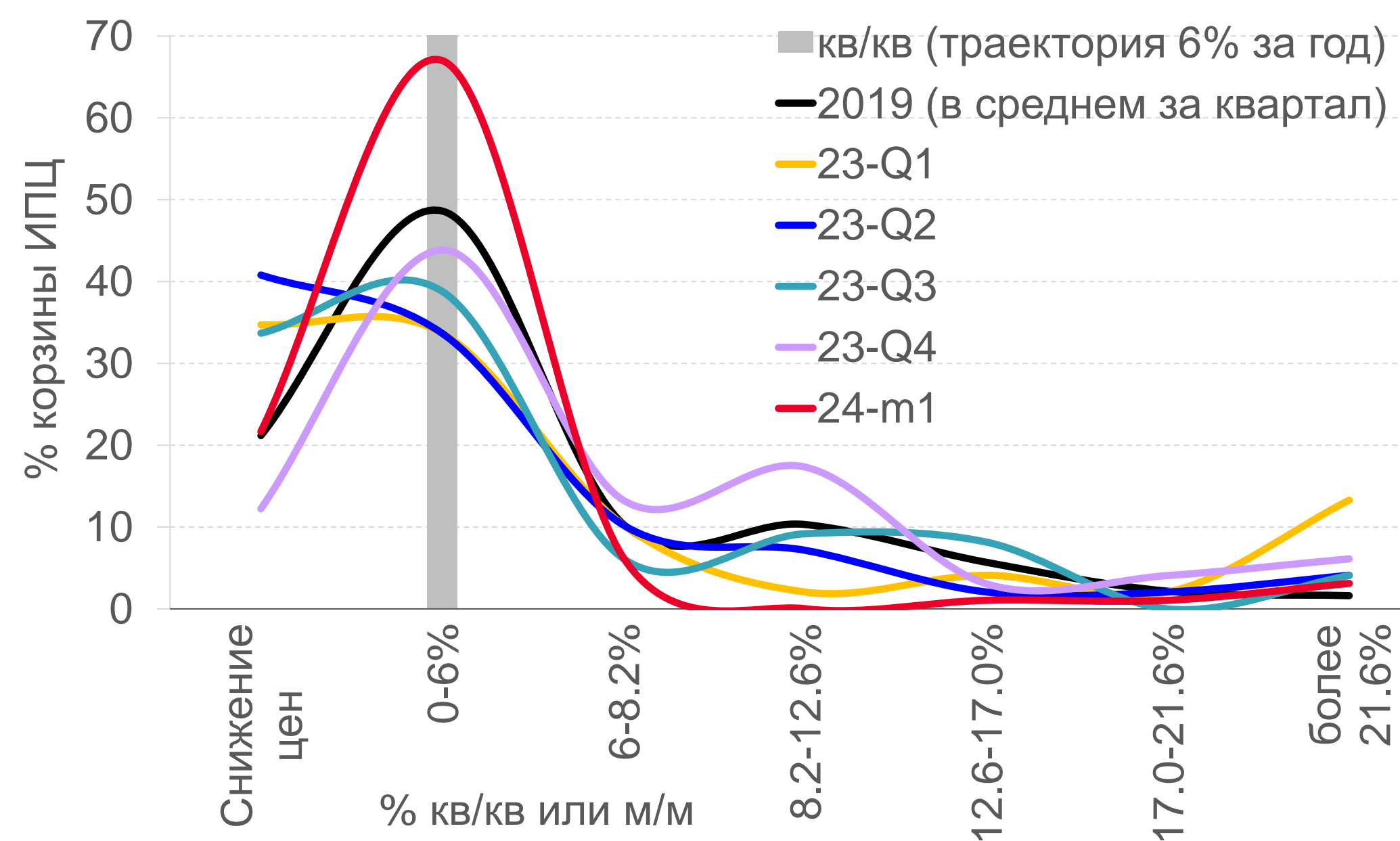
Инфляция компонент ИПЦ (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на основе данных Белстата.

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

Распределение прироста цен (с устранением сезонности)

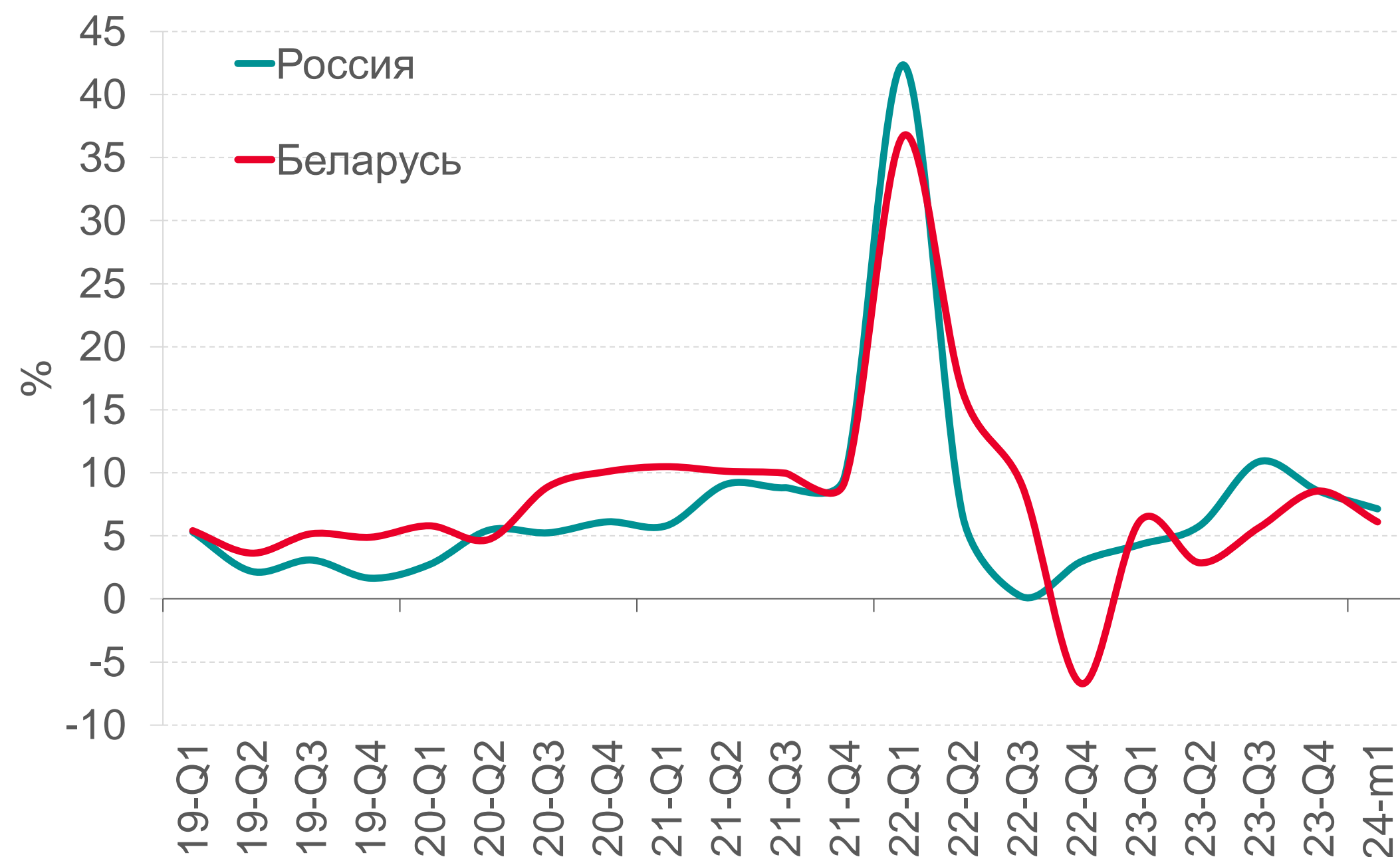


Ценовой контроль ужесточили с начала 2024 г.?

- рост цен на 0,3% в месяц без согласования соответствует их повышению менее чем на 4% за год;
- прирост цен на овощи и яблоки – не более 3,5% г/г;
- риторика чиновников о намерении добиться инфляции ниже 6%;
- цель по инфляции в районе 4–5%?

Инфляционное давление со стороны России усилилось вследствие ослабления белорусского рубля

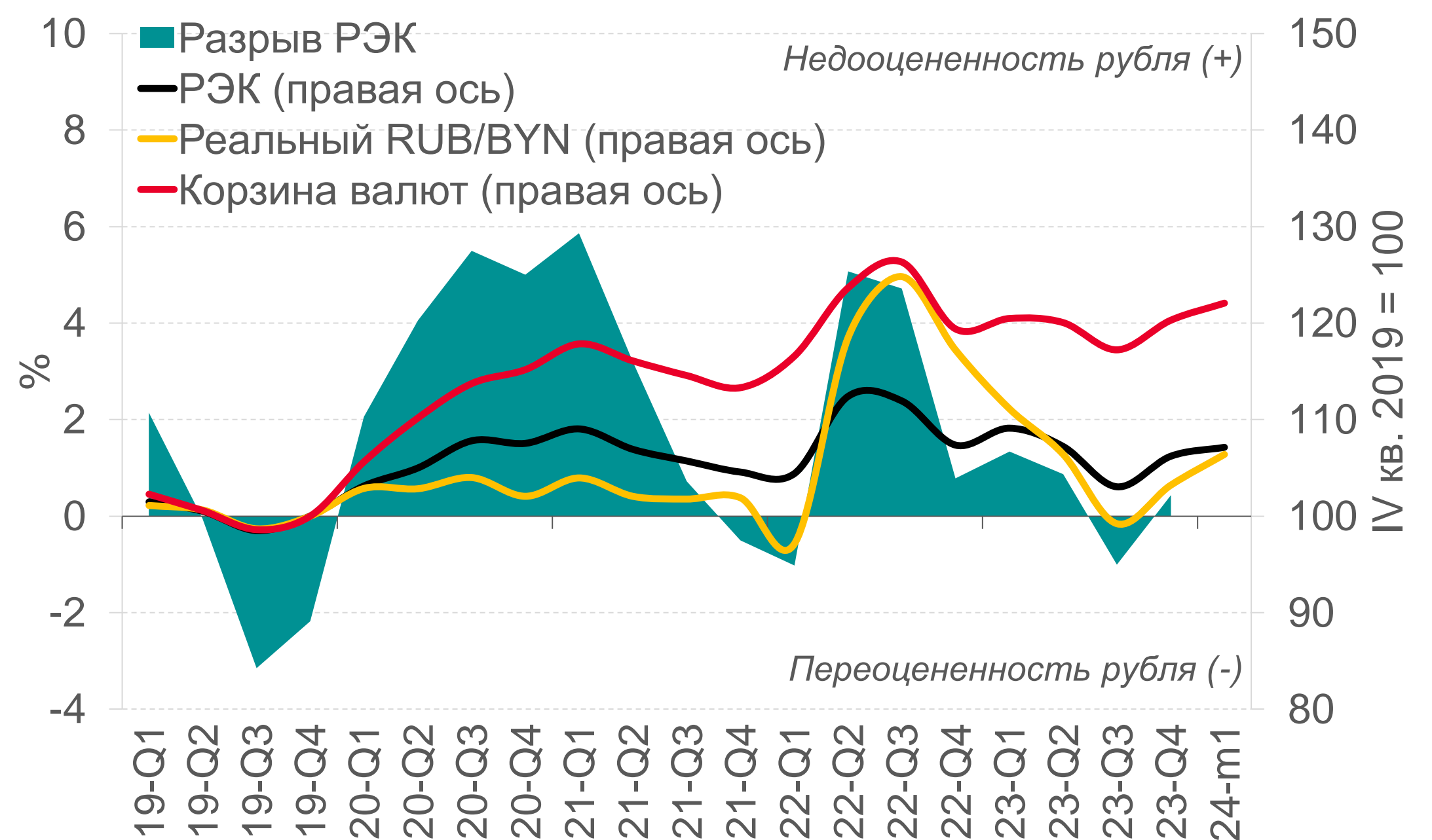
Инфляция в Беларуси и России (кв/кв или м/м)



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

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

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



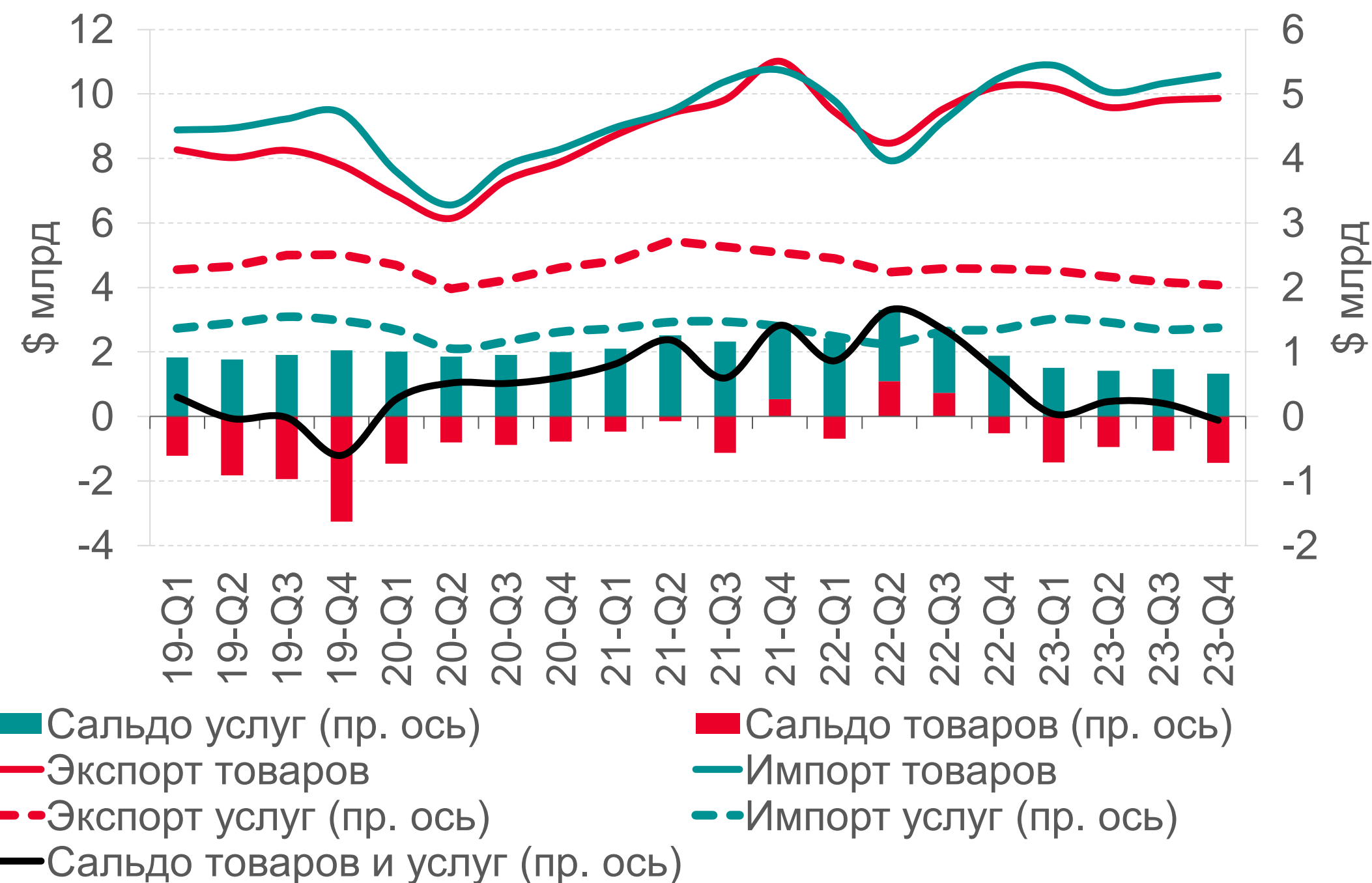
Инфляция в России заметно превышает цель Банка России: давление перегретых рынка труда и внутреннего спроса.

Курс белорусского рубля перестал сдерживать инфляцию – переоцененность рубля нейтрализовалась в результате его ослабления к валютам стран – торговых партнеров.

Ослабление рубля – следствие чистого спроса на валюту. Профицит внешней торговли «нейтрализован», но население – чистая продажа (с устранением сезонности)

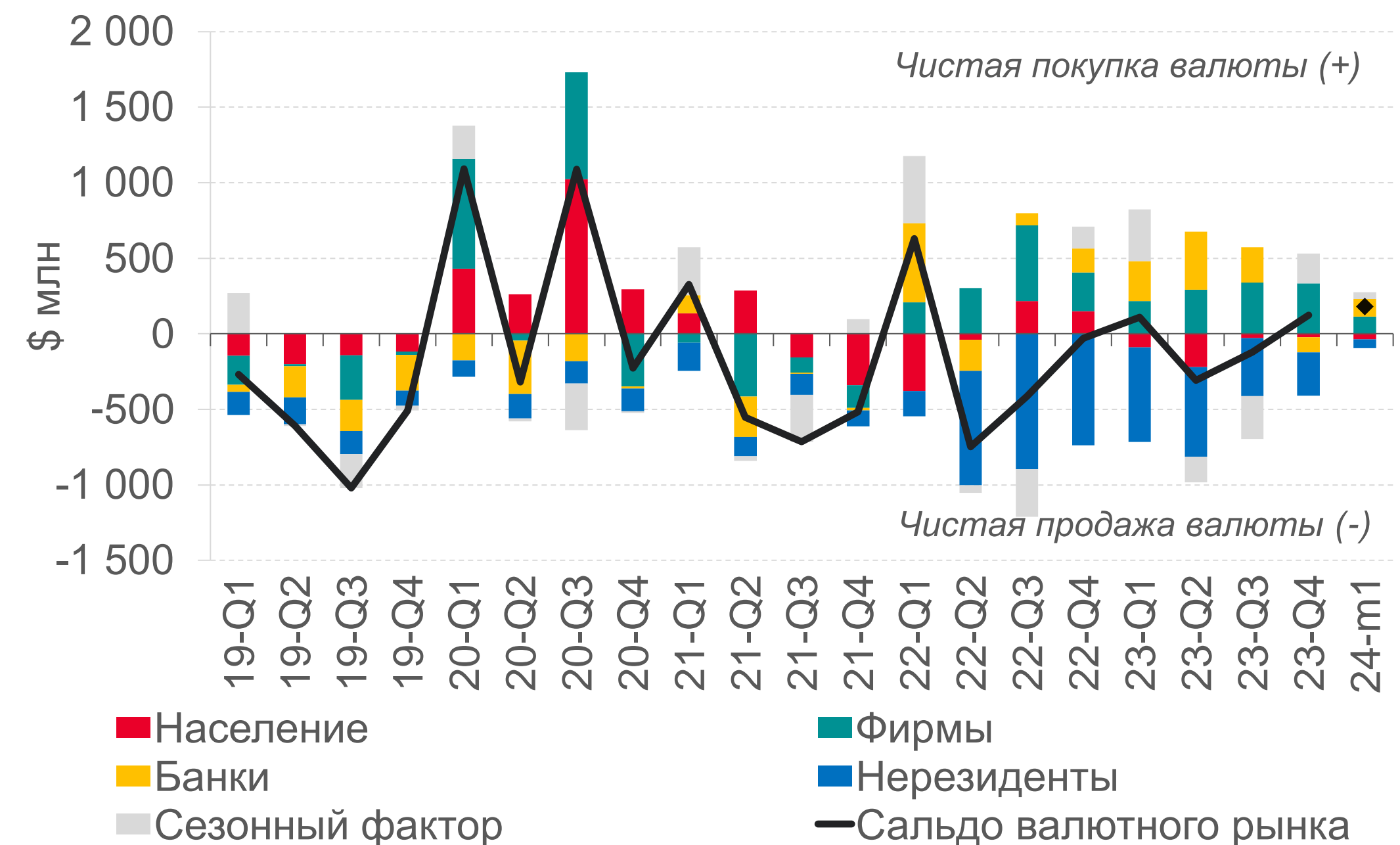


Внешняя торговля (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси.

Сальдо валютного рынка (сегменты – с устранением сезонности)



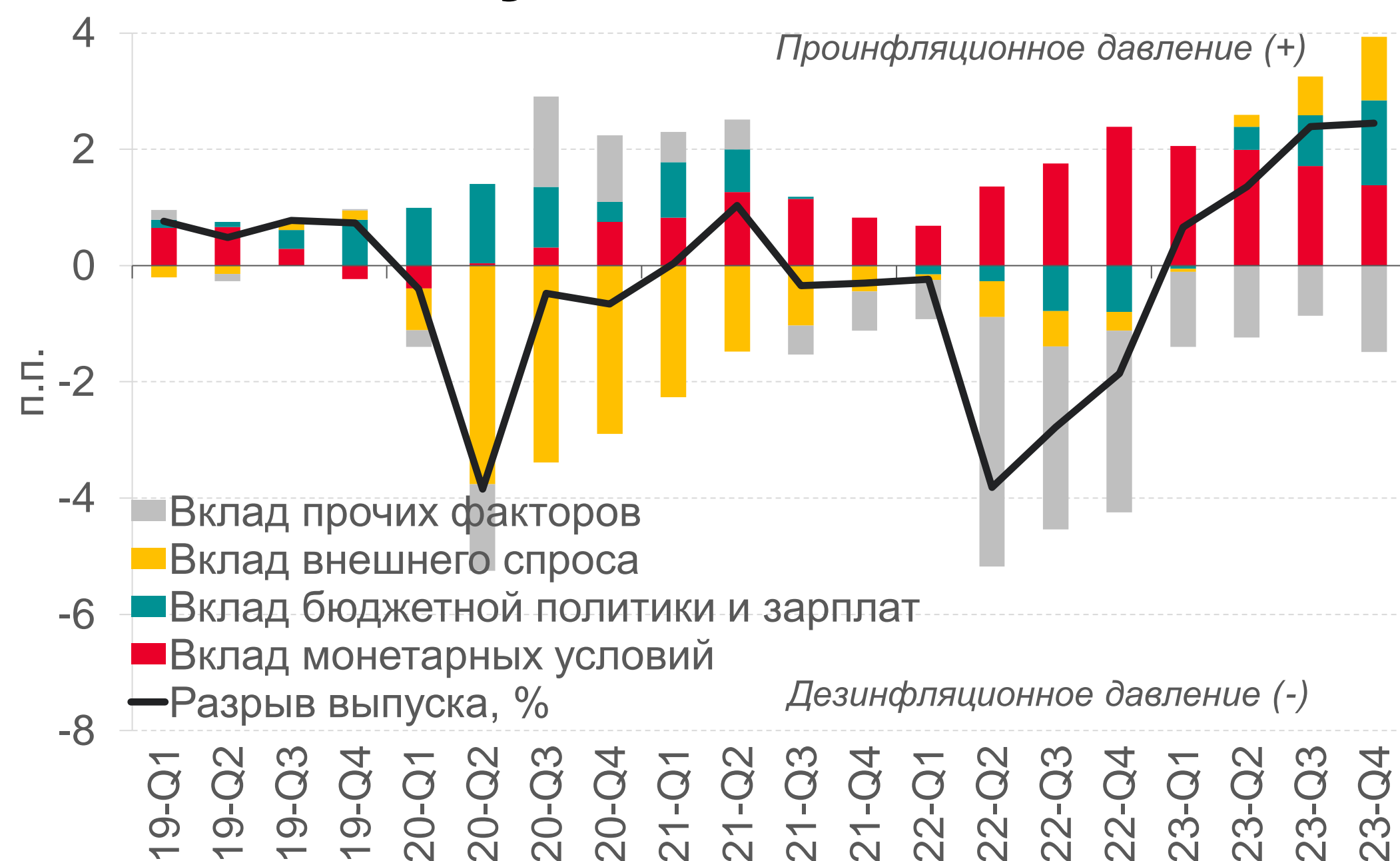
Совокупное сальдо валютных операций фирм и нерезидентов перестало быть устойчивой чистой продажей в результате ухудшения внешней торговли. Также возможно увеличение оттока капитала.

Валютные интервенции (чистая продажа валюты) Нацбанка и Минфина составили \$122 млн в Q4 23 и \$180 млн в январе 24 г.

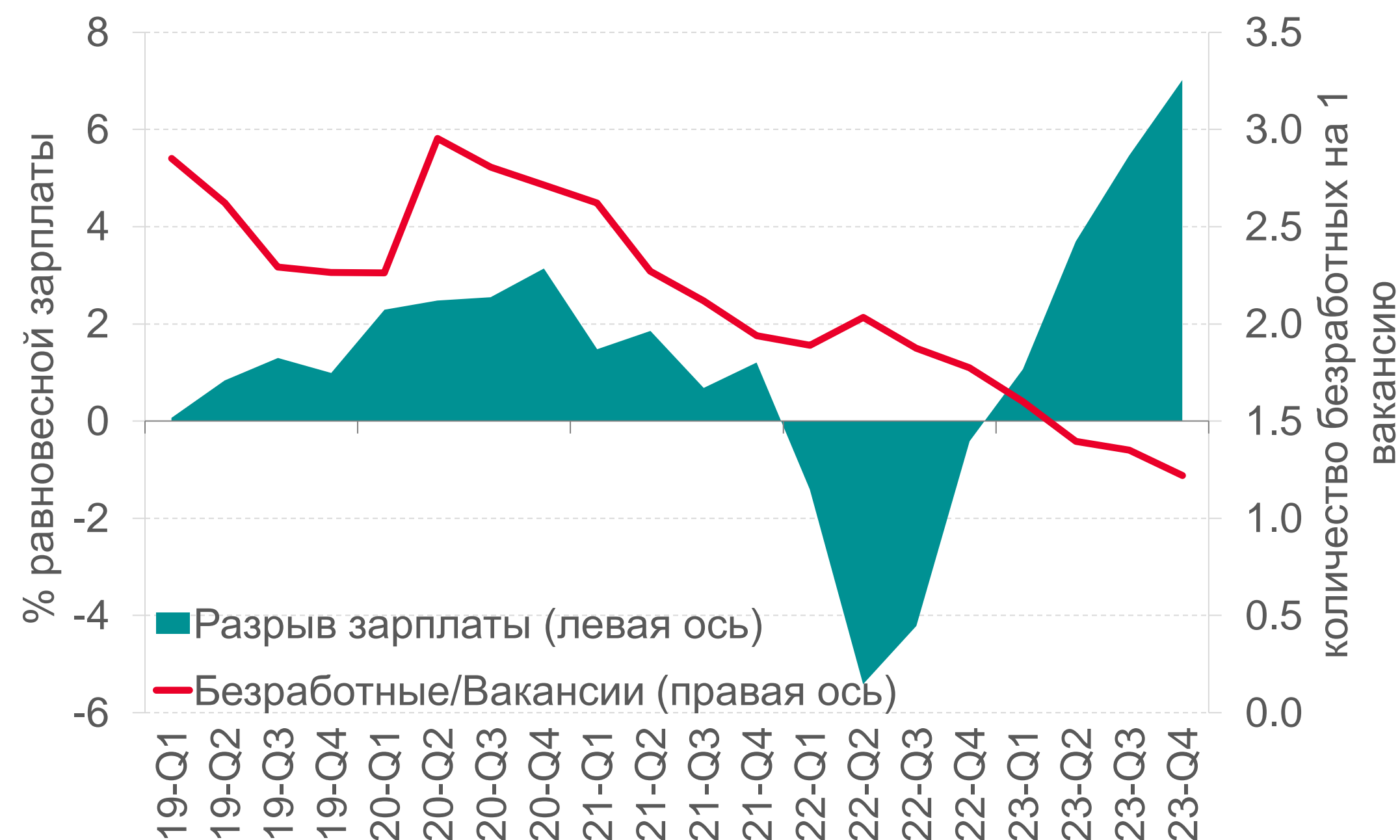
Монетарные и бюджетные стимулы все меньше ведут к высокому росту ВВП, но все больше – к поддержанию ценового давления из-за ограничений на стороне предложения



Вклады факторов в разрыв выпуска (на базе QPM)



Индикаторы рынка труда (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на основе данных Белстата, Министерства труда и соцзащиты Беларуси, QPM BEROC.

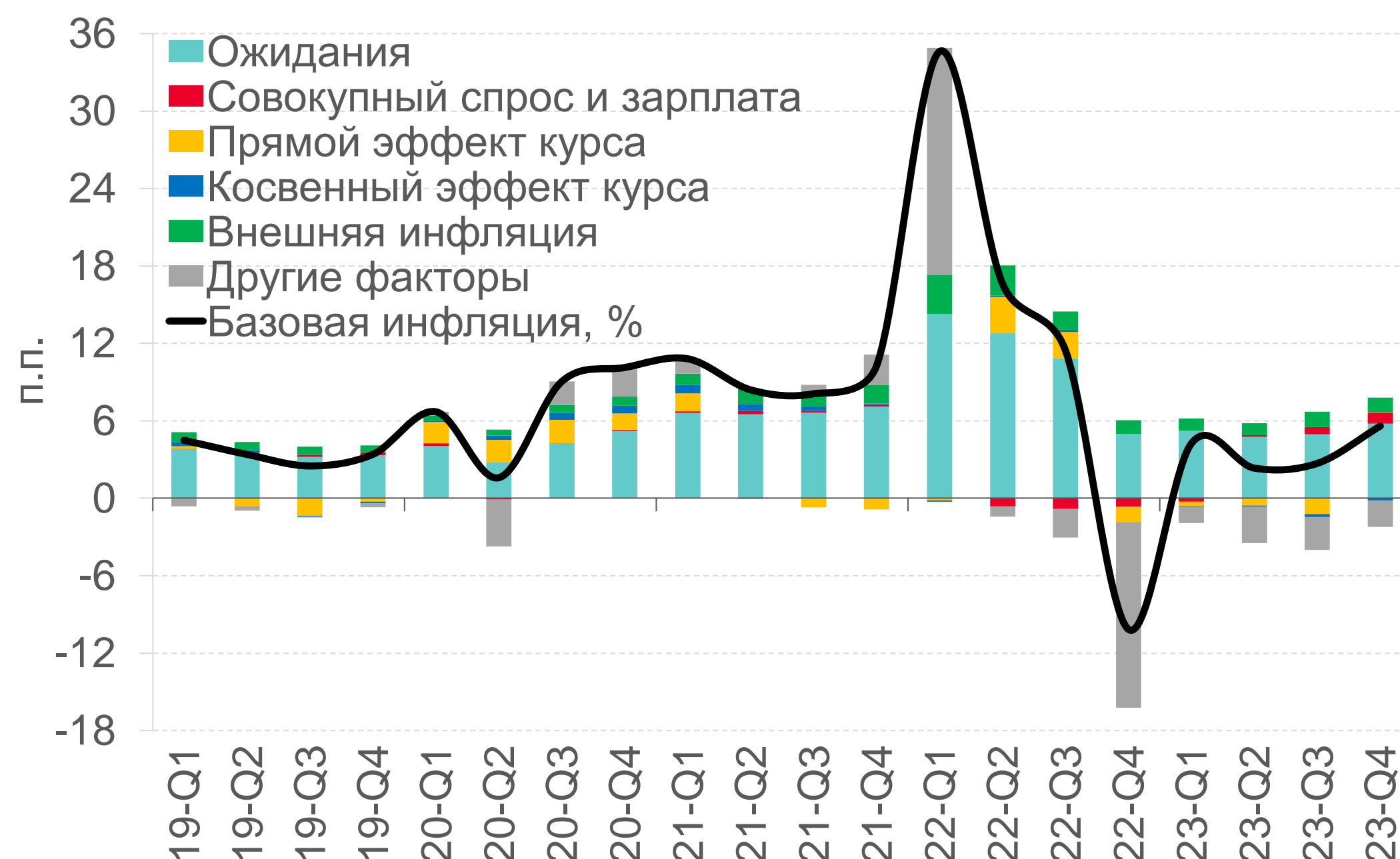
Примечание: вклады факторов в разрыв выпуска рассчитаны на базе квартальной модели прогнозирования (QPM) с учетом инерционности. Разрывы выпуска и зарплаты представляет собой отклонения реальных ВВП и зарплаты от своих равновесных (инфляционно-нейтральных) уровней. При поступлении новых данных динамика индикаторов уточняется. Монетарные условия оценены как комбинация отклонений реальных процентных ставок по рублевым активам и реального эффективного курса рубля от своих равновесных уровней.

Умеренный перегрев экономики – следствие стимулирующей экономической политики в 2022–2023 и ограниченных возможностей производителей в подстройке под избыточный спрос.

Дефицит работников – ограничитель экстенсивного роста экономики и фактор существенного повышения издержек на труд.

Проинфляционное давление избыточного спроса и перегретого рынка труда остается высоким, но его перенос в цены ограничивает их госрегулирование

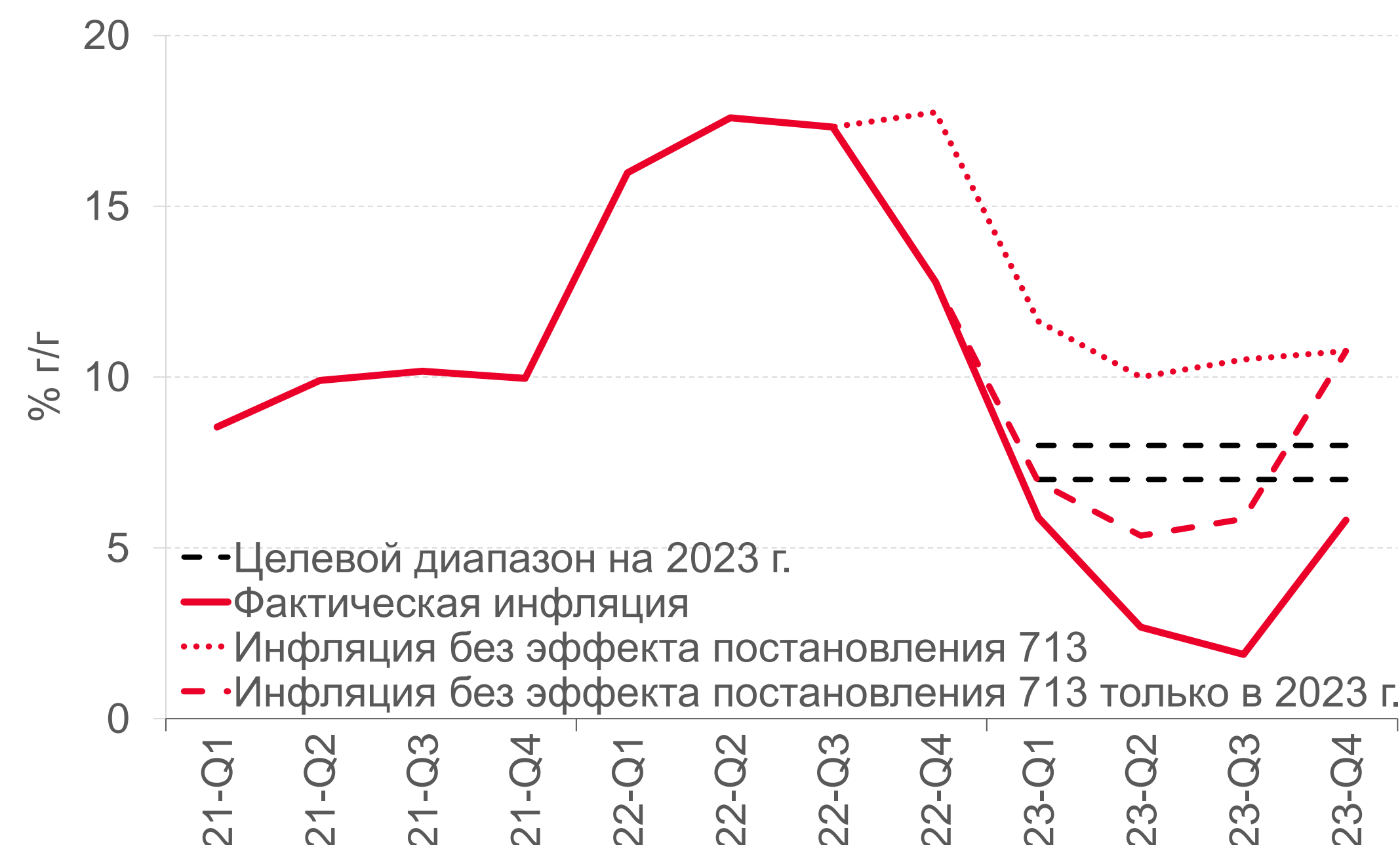
Декомпозиция базовой инфляции (кв/кв, логарифм. данные, на базе QPM)



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 рассчитаны на базе квартальной модели прогнозирования (QPM) с учетом инерционности. При поступлении новых данных динамика индикаторов уточняется.

Влияние ценового контроля на инфляцию (на базе QPM)



Издержки растут в среде перегрева спроса и стремительного роста заработных плат из-за нехватки работников.

Тотальный ценовой контроль подавляет влияние рыночных факторов на динамику цен, но ведет к накоплению инфляционного навеса.

Фокус экономической политики (пока на пару месяцев?) мог сместиться на сдерживание инфляции из-за угрозы ее всплеска и высоких издержек этого для властей

Правительство не препятствовало принятию
Нацбанком мер по ограниченному уменьшению
денежно-кредитных стимулов

+ 2 п.п.
норма резервирования
во валютных обязательствах

→ **≈ Br0,4–0,5 млрд**
изъятие ликвидности
(избыток ≈2-3 млрд)

+0,8 и +2,0 п.п.
РВСП для бизнеса и населения
восстановление доступа банков к
постоянно доступным операциям
регулирования ликвидности

↓
повышение рыночных
процентных ставок:

снижение нижней границы
процентного коридора до 4%
(ставка по депозитам овернайт)

- МБК – на ≈2-3 п.п. до 4-5%;
- рыночные кредиты – на ≈0,8 п.п. до 9,7%;
- срочные вклады – на ≈1,9 п.п. до 6,2%.

аукционные операции при
необходимости –
нерегулярные??

Ликвидность банковской системы (в среднем за месяц)

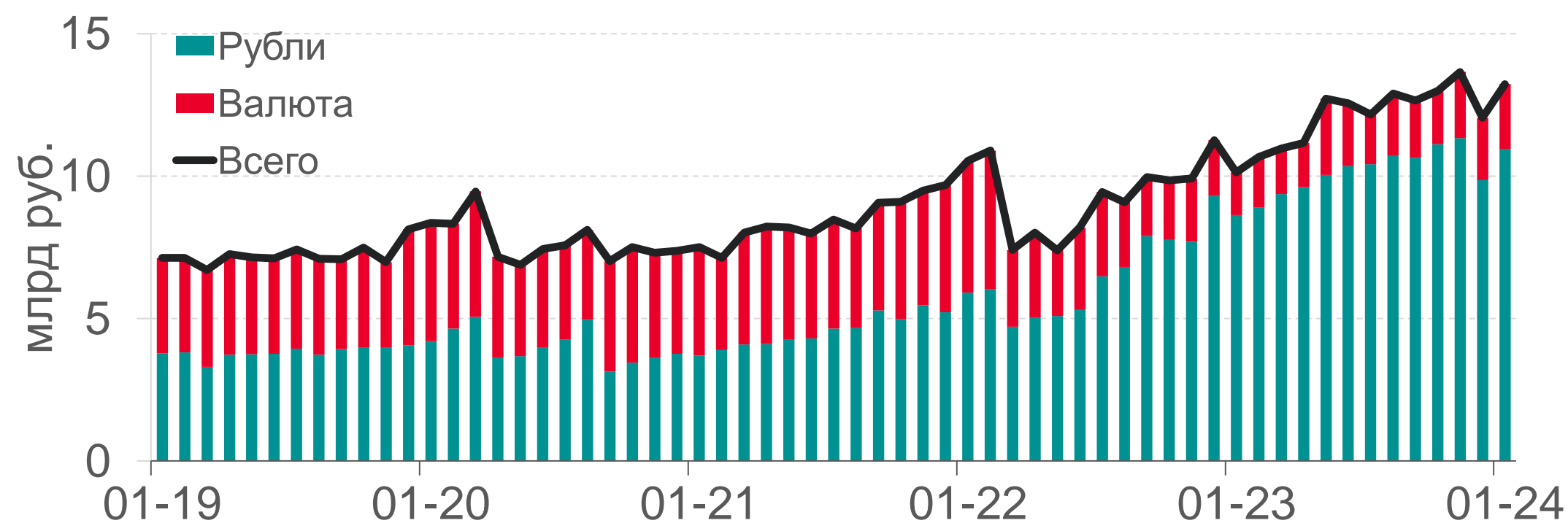


Источник: расчеты на базе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

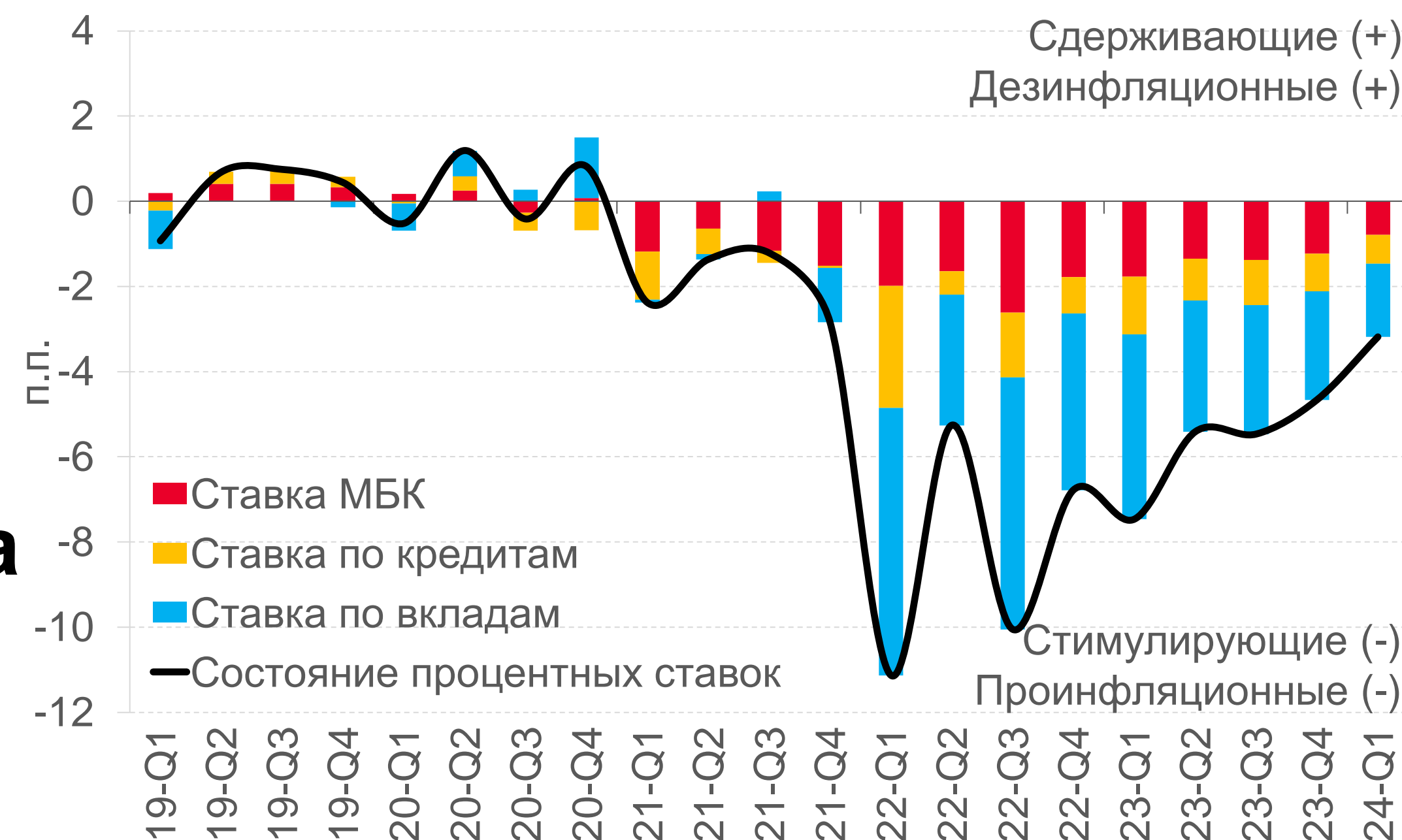
Неизменность ставки рефинансирования и более активная целевая эмиссия (покупка Нацбанком гособлигаций на вторичном рынке на сумму Br768 млн в Q4 23 и Br224 млн в январе 24 г.) указывают на противоречивость дизайна экономической политики и поддержание преференциального доступа госсектора к денежным ресурсам.

Масштаб денежно-кредитного стимула сузился, но процентные ставки остаются ниже инфляционно-нейтральных уровней

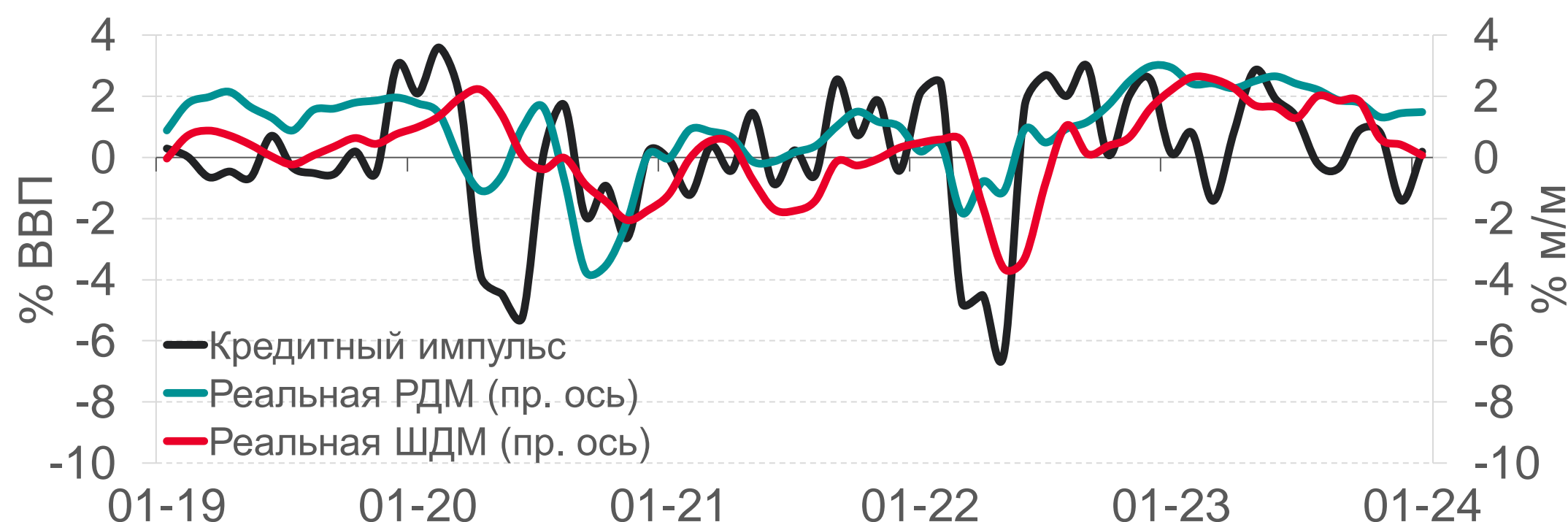
Объем новых кредитов (с устранением сезонности)



Состояние рыночных процентных ставок (на базе QPM)



Кредитный импульс и денежная масса (среднее за 3 мес.; с устранением сезонности)



Низкие ставки поддерживали высокий объем кредитования (более +50% к 2021 г.), но импульс ослаб в среде достигнутого потолка роста выпуска.

Рост денежной массы замедлился, но ее объем в реальном выражении превышал инфляционно-нейтральный уровень более чем на 10% в конце 2023 г.

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

Примечание: состояние рыночных процентных ставок характеризует их отклонение от равновесных уровней. Положительные значения указывают на сдерживающий экономическую активность и дезинфляционный характер, отрицательные – на стимулирующий и проинфляционный характер.

У Нацбанка нет ясного понимания состояния экономики и масштаба накопленных дисбалансов, а также нет ясного представления перспектив экономики в 2024 году



1. А.И. Катеков

«Все наши модели ... говорят, что инфляционного навеса нет».

2. Обзор инфляции Нацбанка за IV квартал 2023 г.

«Монетарная политика сохраняла направленность на формирование условий, способствующих ограничению инфляционных процессов», а бюджетная политика имела нейтральный характер

3. С.В. Калечиц, Д.Л. Калечиц, А.И. Катеков

Нацбанк продолжает коммуницировать необходимость роста кредитования и денежной массы в рамках целевых параметров на 2024 года. Для денежной массы это 5–6% в реальном выражении – **соответствует предположению о сбалансированном приросте ВВП Беларуси почти на 4% в год!!!**

Нацбанк надеется на то, что дисбалансы «рассосутся» сами собой, так как экономика уперлась в потолок и вряд ли продолжит быстро расти даже при сохранении экономических стимулов, а инфляцию сдержат жестким ценовым контролем, который по крайней мере в 2024 году не приведет к критическому ухудшению финансового положения фирм.

1. Доклад С.В. Калечица

Декомпозиция инфляции содержит масштабный вклад неучтенных в базовой модели Нацбанка факторов в инфляцию в IV кв. 22 – IV кв. 2023 гг.

2. Доклад С.В. Калечица

Нацбанк оценивает отклонения реальных ВВП и зарплат от своих равновесных уровней как значимо положительные в IV кв. 2023 г.

3. Доклад С.В. Калечица, обзор инфляции за IV кв. 2023 г.

Динамика разрыва выпуска позволяет с уверенностью определить, что **Нацбанк оценивает сбалансированный прирост ВВП Беларуси в размере около 1% в год.**

О чем молчит Нацбанк? Часть I

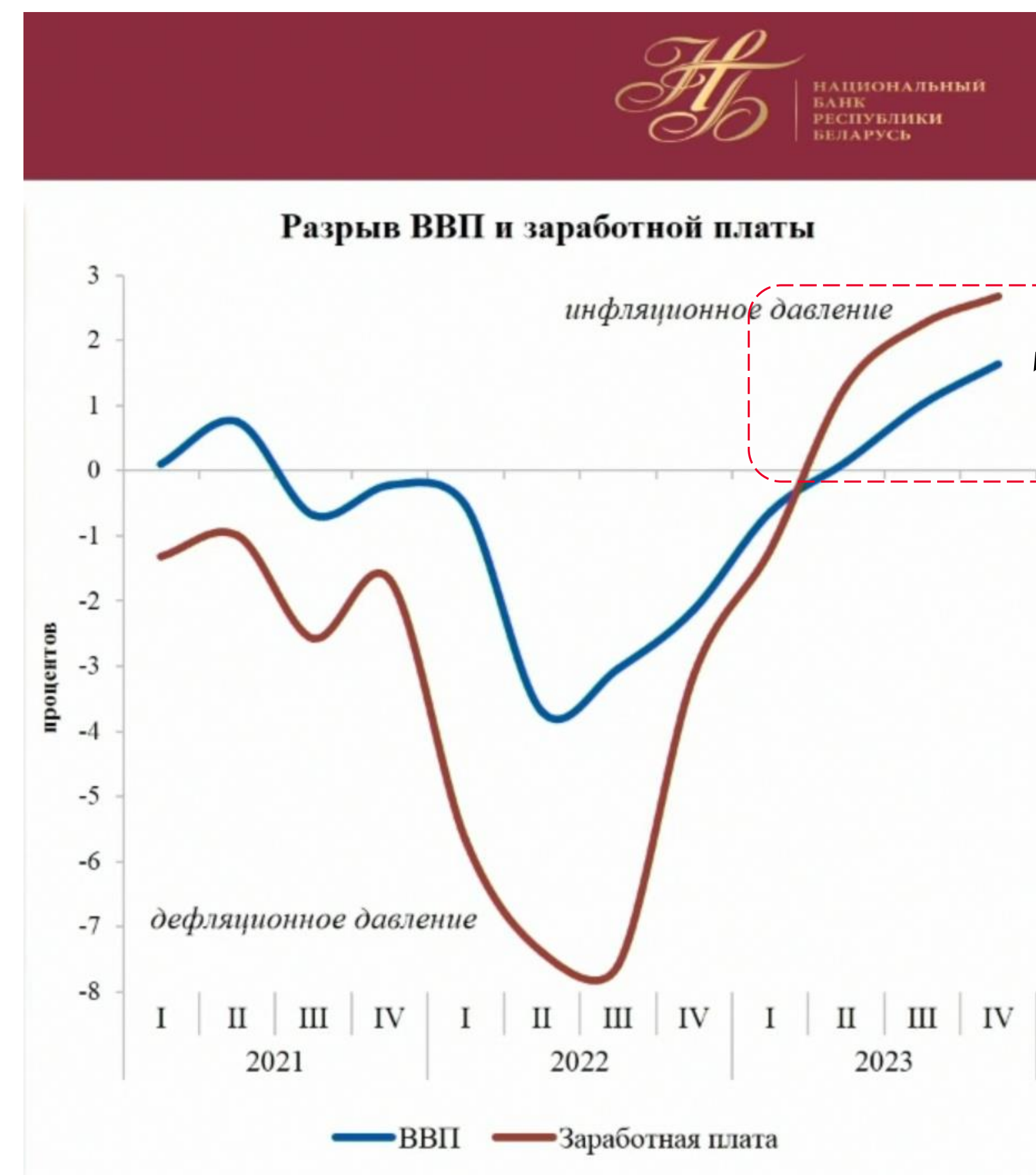


Постоянный сдерживающий вклад инфляцию неучтенных в модели Нацбанка факторов.

Инфляционный навес?

... или

Неспособность базовой модели Нацбанка адекватно оценивать состояние экономики?

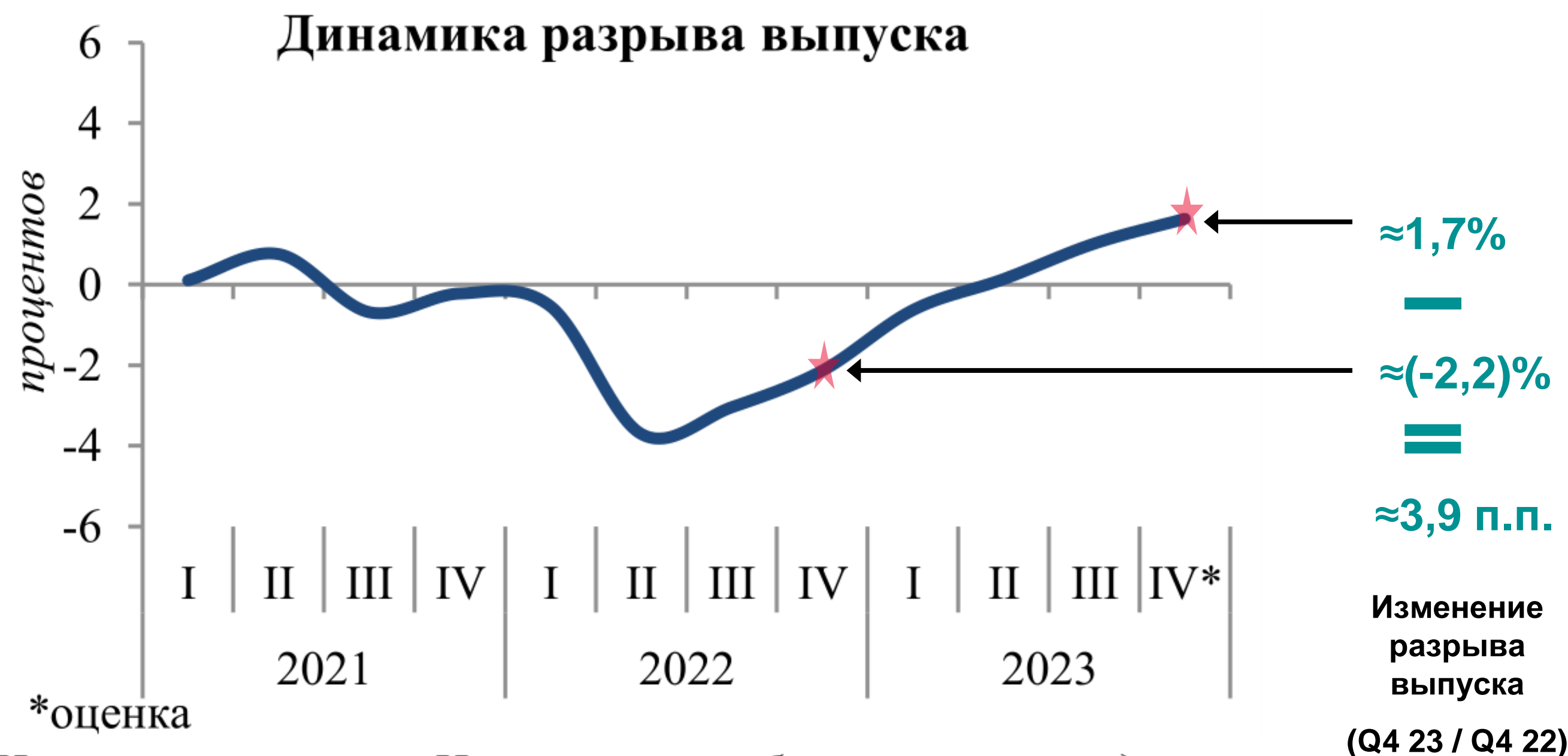


Перегрев экономики и рынка труда - значимое ценовое давление

Источник: презентация доклада С.В. Калечица на расширенном заседании Правления Нацбанка 25 января 2024 г.

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

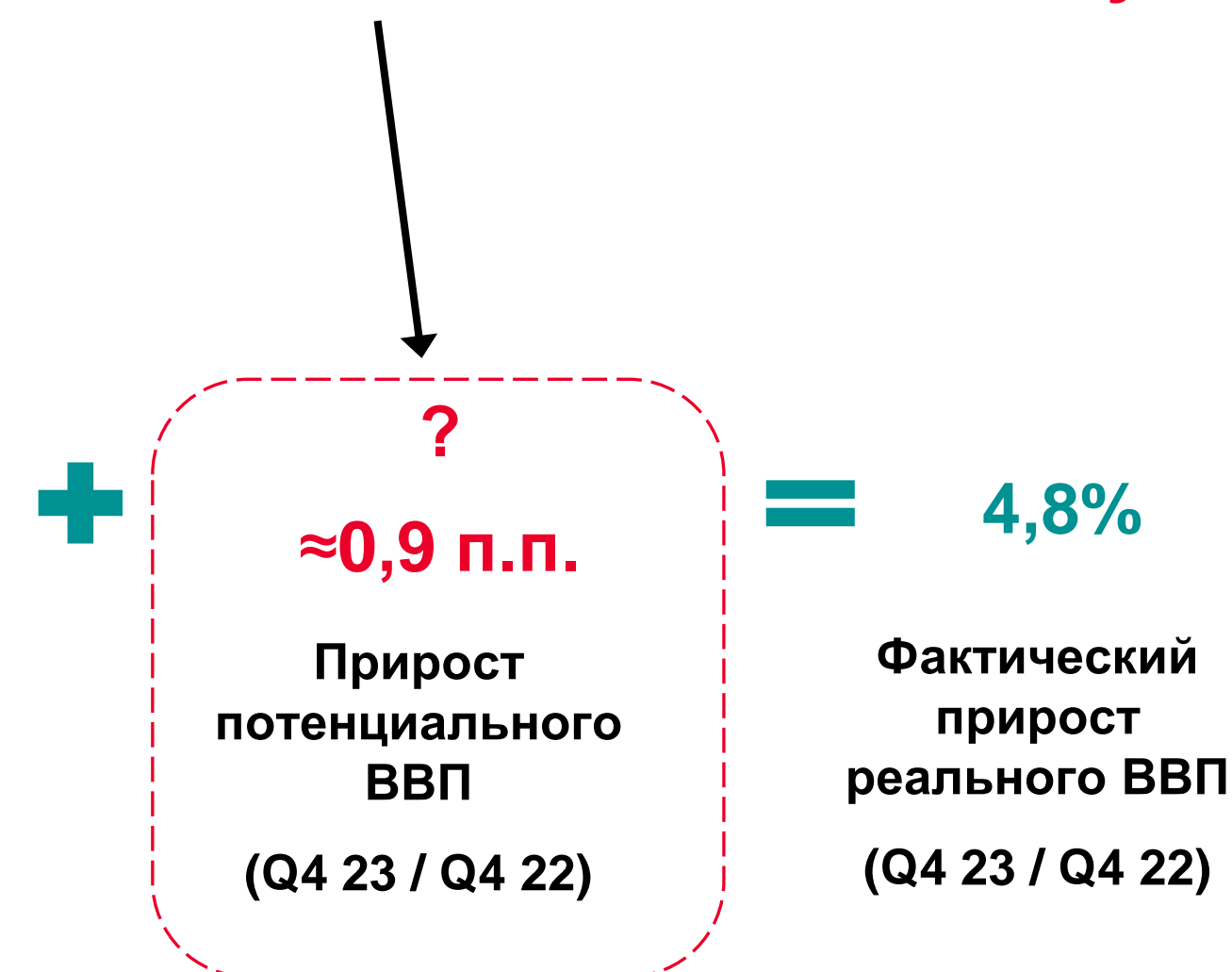
О чем молчит Нацбанк? Часть II



Источник: расчеты Национального банка на основе данных Национального статистического комитета (в среднегодовых ценах 2018 г.). В связи с уточнением статистических данных и дополнением новыми фактическими данными используемого для построения оценок экономико-математического инструментария возможно изменение исторической динамики показателя по сравнению с представленной ранее

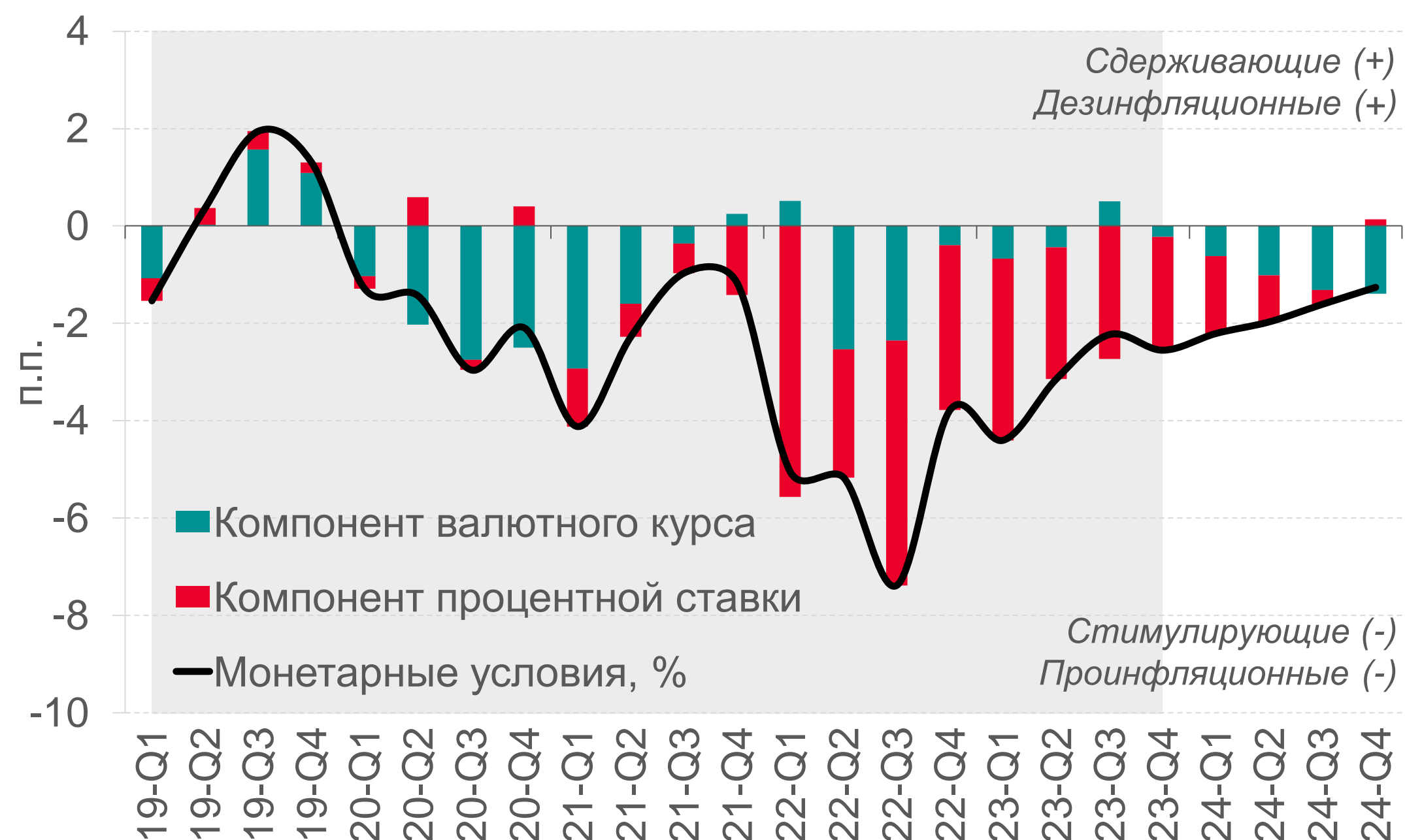
Нацбанк оценивает сбалансированный прирост ВВП Беларуси не более 1% в год

Прирост ВВП на 3,8% в 2024 г. – увеличение перегрева на 2,8 п.п., т.е. примерно до 5% к концу 2024 года



Нацбанк продолжит запаздывать с реакцией на реализацию инфляционных рисков, но масштаб монетарного стимулирования снизится в 2024 году

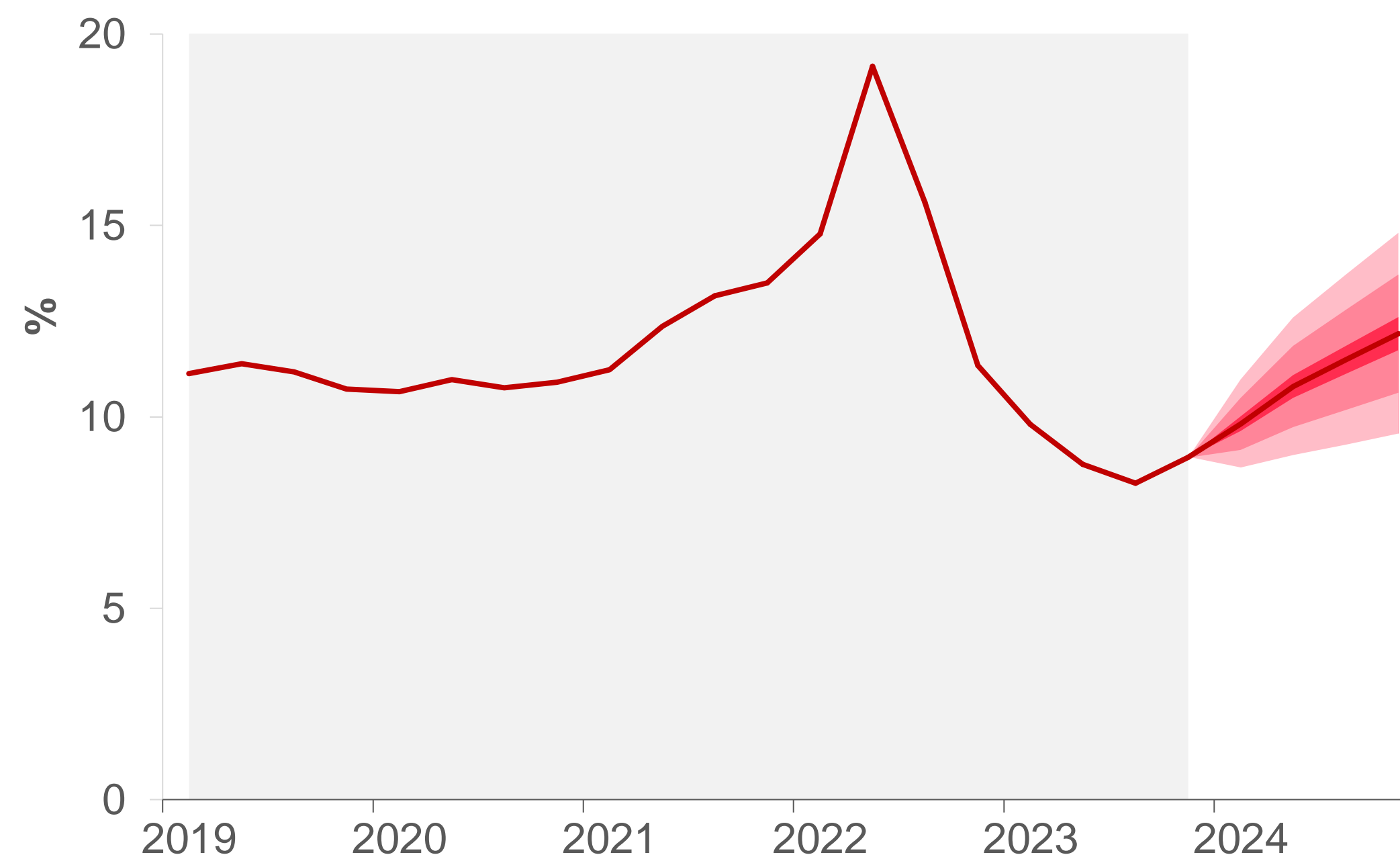
Прогноз монетарных условий (на базе QPM)



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)



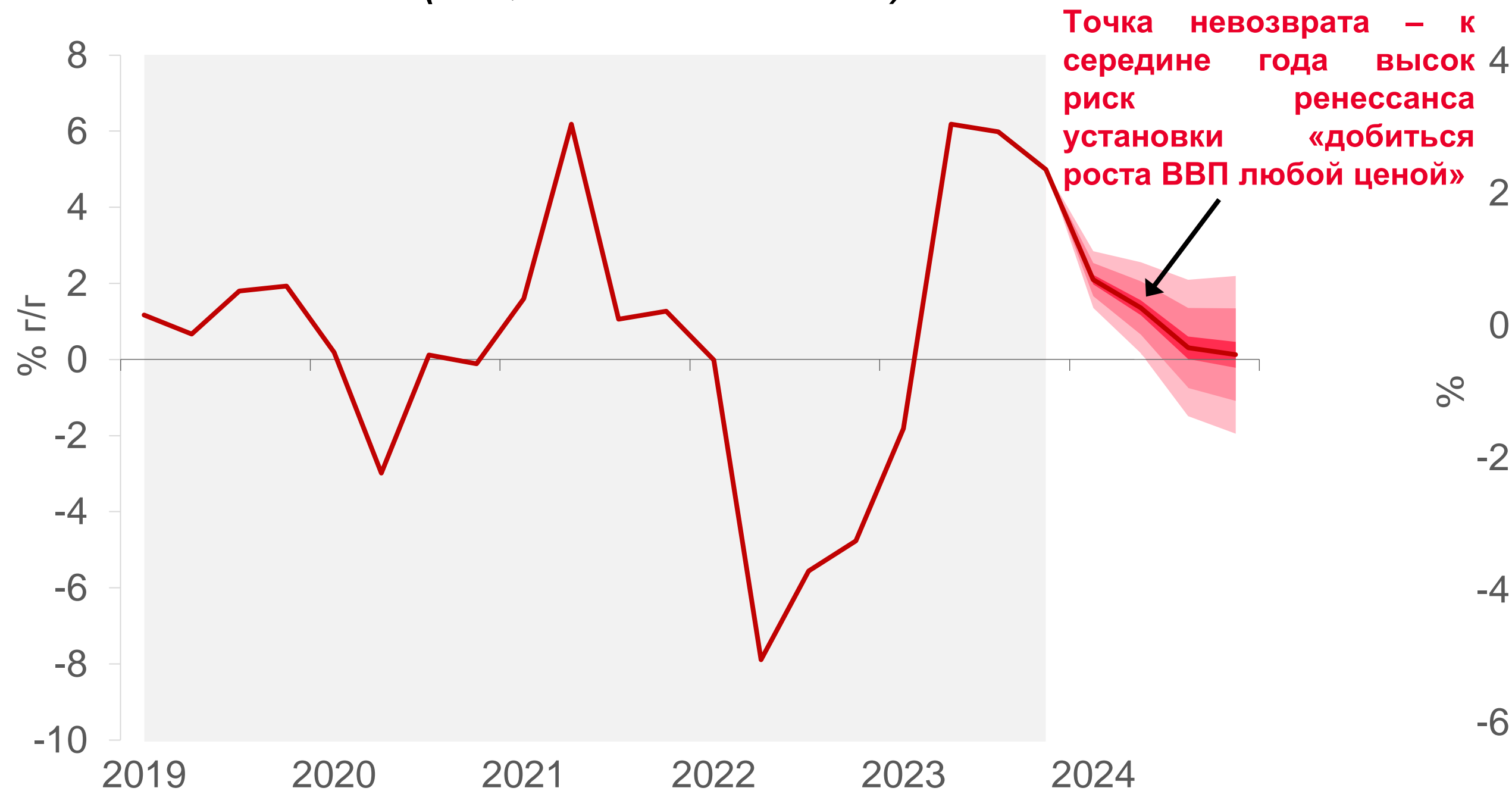
Возможен выход рыночных ставок к нейтральным уровням к концу года.

О переходе монетарной политики к умеренной жесткости пока речи не идет, а именно это было бы «здоровой» реакцией на ускорение инфляции нежели административное заламывание рук.

Госсектор сохранит преференциальные условия доступа к кредиту, что будет ограничивать эффективность монетарной политики и поддерживать избыточный спрос



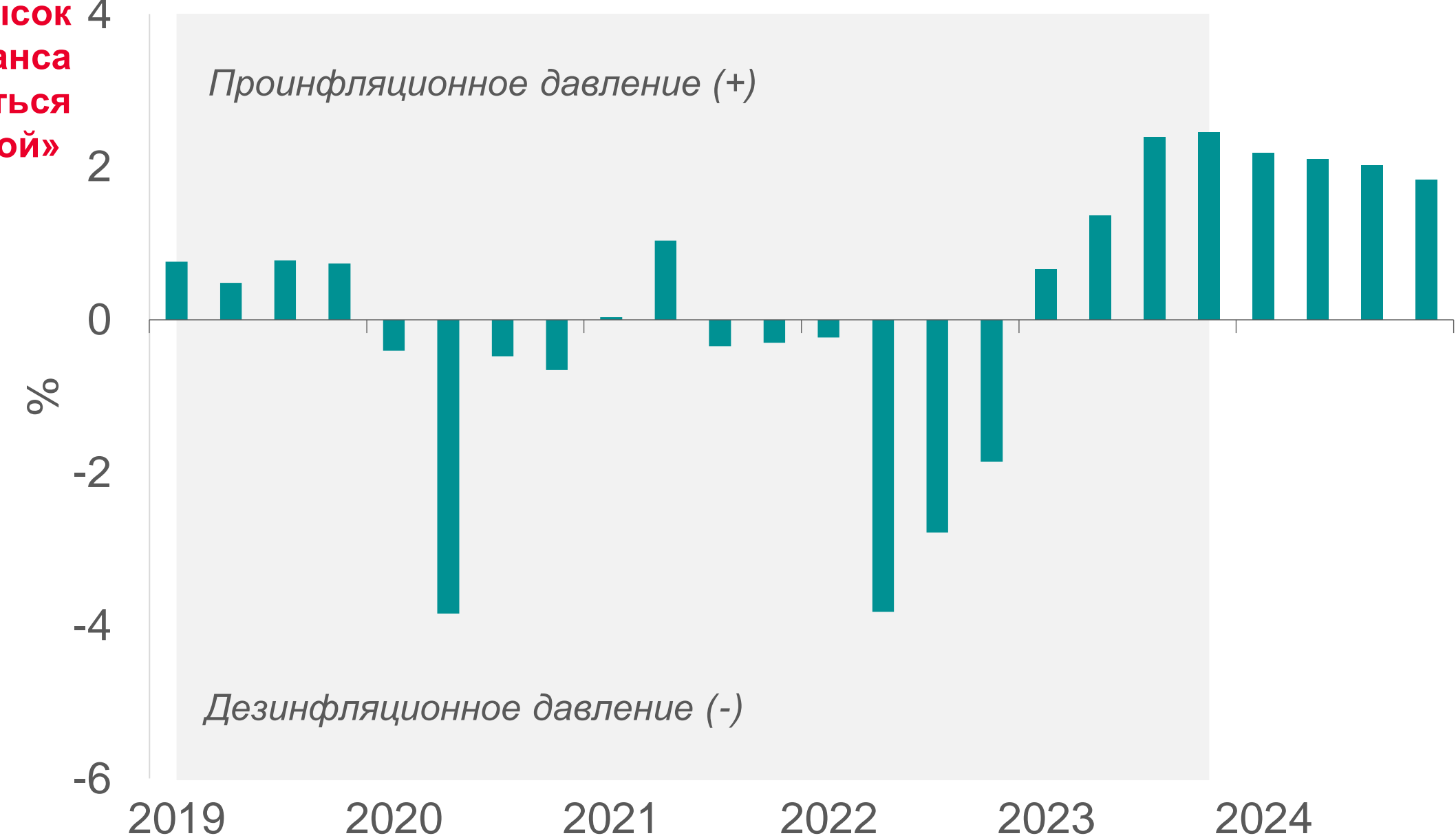
Прогноз прироста реального ВВП (г/г; на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

Примечание: г/г – темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу соответствующего квартала предыдущего года. Разрыв выпуска представляет собой отклонение реального ВВП от своего равновесного уровня. Диапазоны на рисунке соответствуют 15%, 50% и 75% доверительным интервалам.

Прогноз разрыва выпуска (на базе QPM)

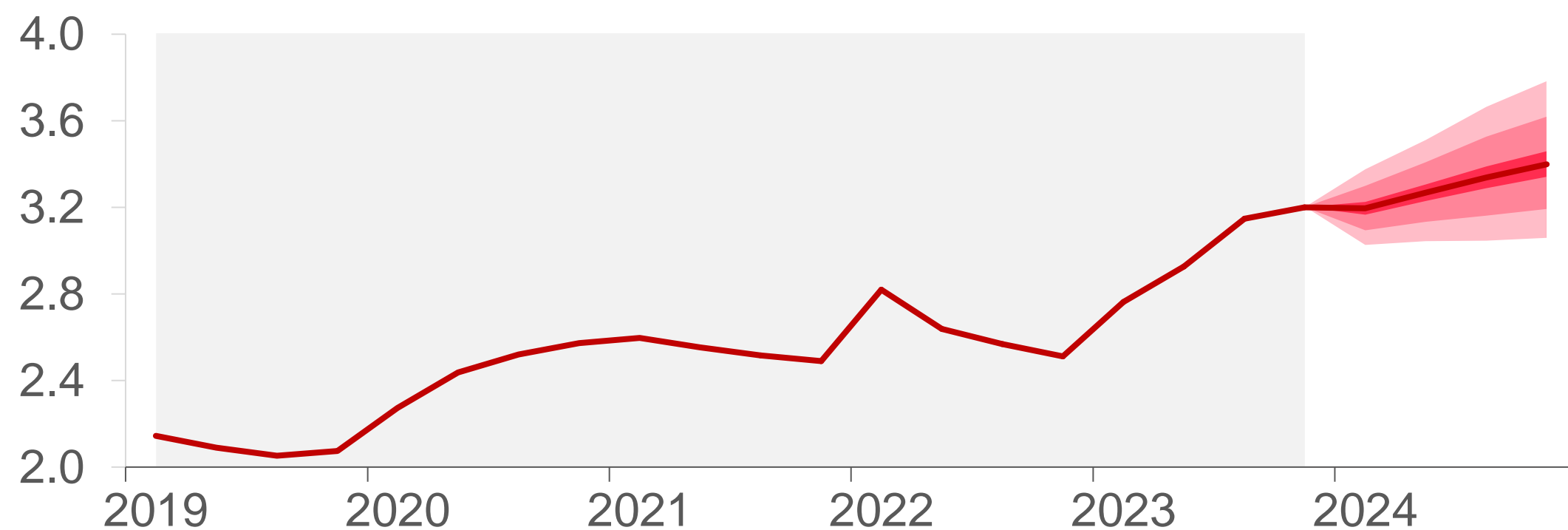


Активная практика директивного кредитования и наращивание бюджетных расходов будут замедлять скорость возврата экономики к сбалансированному состоянию.

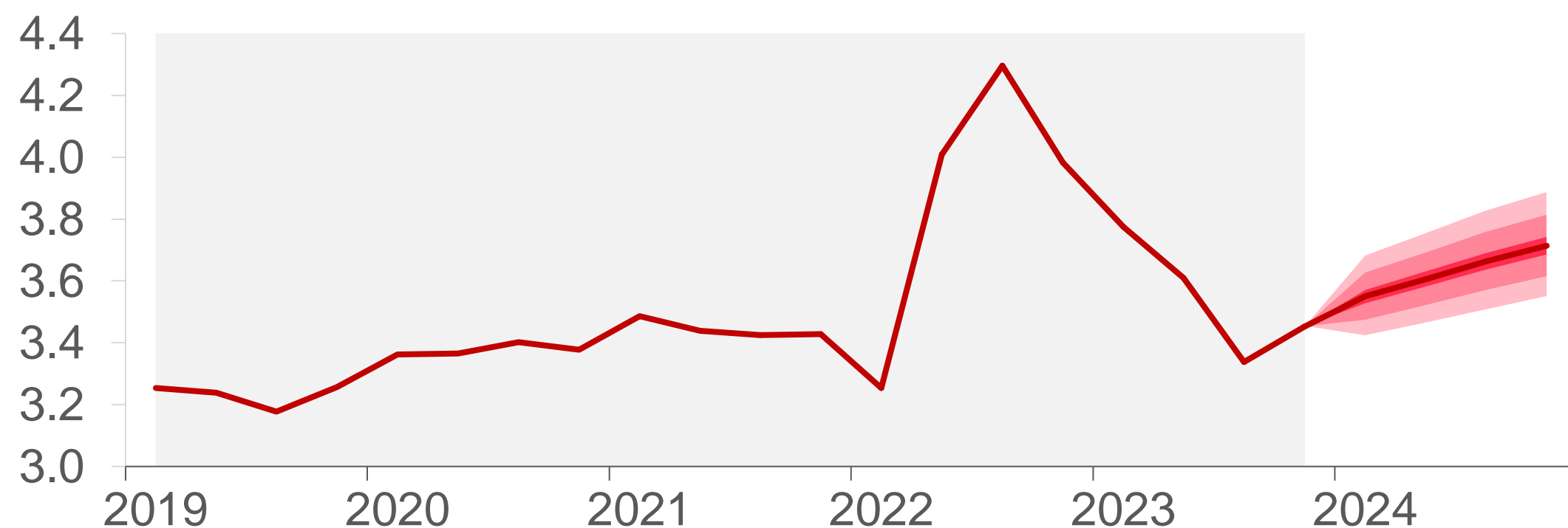
Такая политика может поддерживать избыточный спрос, но рост ВВП сильно замедлится из-за ограничений на стороне предложения.

Белорусский рубль имеет предпосылки к ослаблению в пределах 10% по корзине валют в 2024 году

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



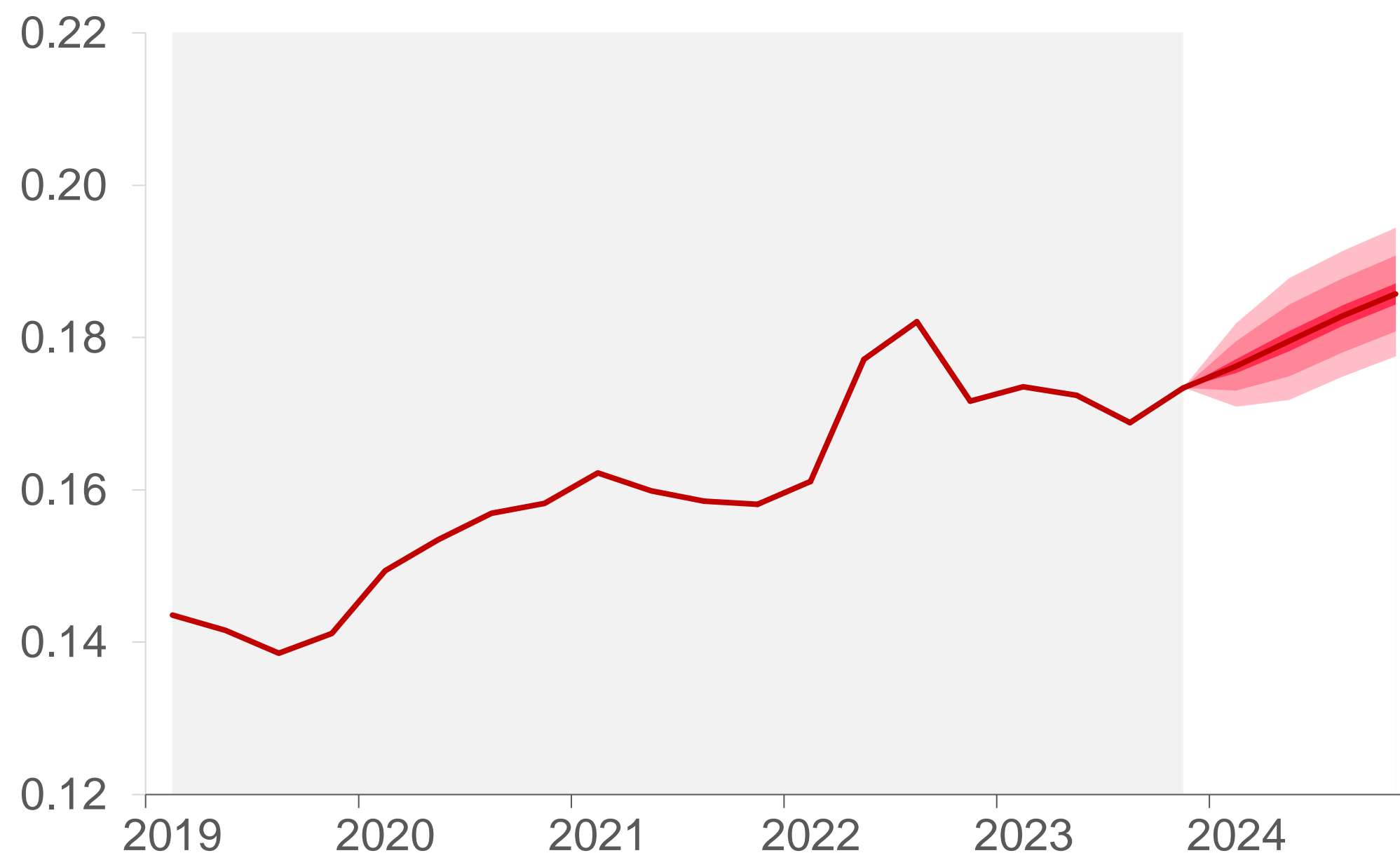
Прогноз курса 100*RUB/BYN (в среднем за квартал; на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

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

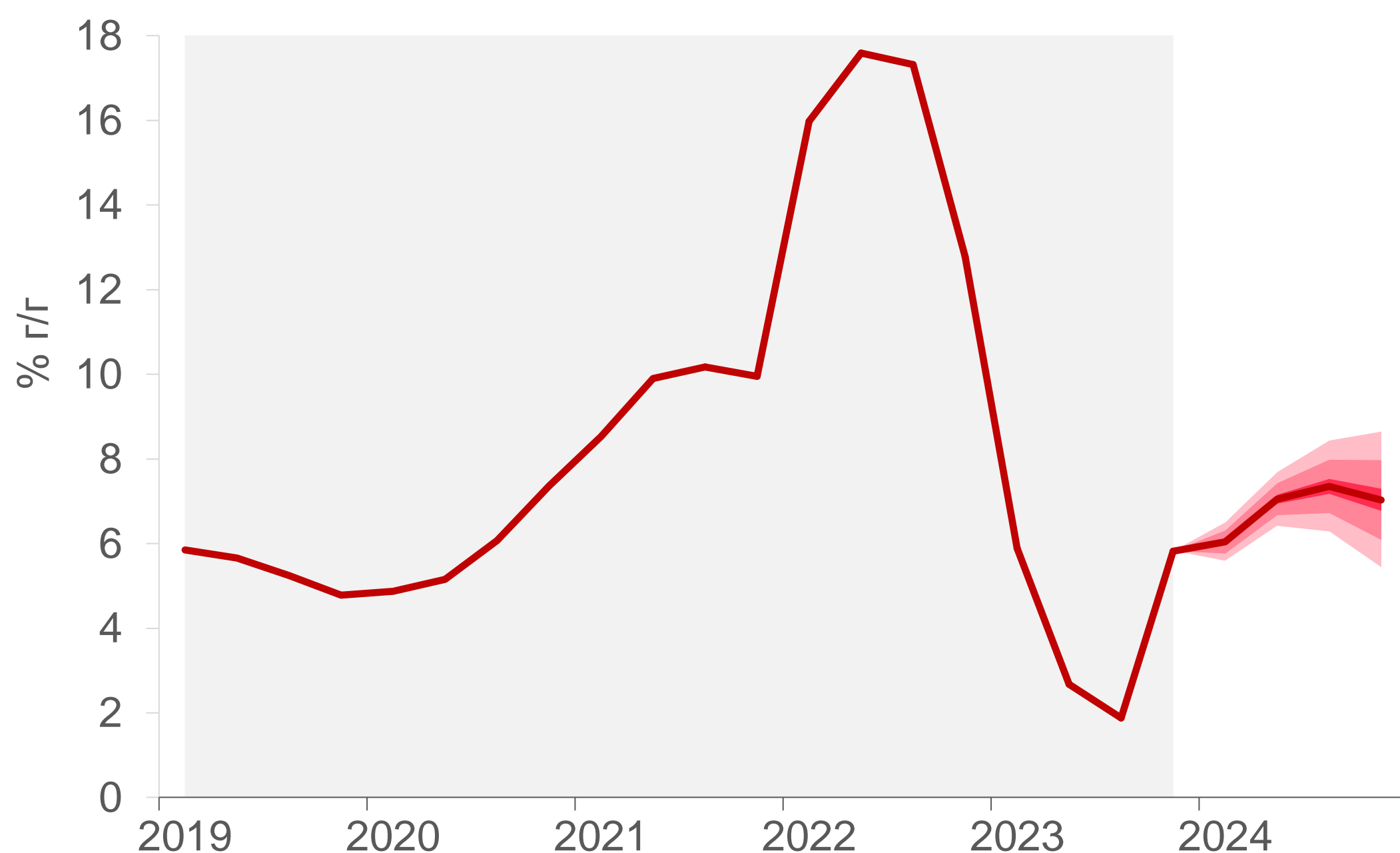
Прогноз стоимости корзины валют (в среднем за квартал; на базе QPM)



Внешняя торговля товарами и услугами в 2024 г. может стать дефицитной. При отсутствии сильных шоков размер дефицита прогнозируется умеренным – в пределах 1% ВВП. Однако это будет оказывать давление на ослабление белорусского рубля в терминах корзины иностранных валют.

Накопленное ценовое давление формирует условия для ускорения инфляции до 8–10%, но власти будут использовать жесткий ценовой контроль для ее сдерживания

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)



Если прирост регулируемых цен будет ограничен 5%, цены на остальные товары останутся негибкими из-за жесткого госконтроля, Нацбанк обеспечит постепенный выход процентных ставок к нейтральным значениям, а на российском рынке и в мировой экономике не произойдет потрясений, то инфляция по итогам 2024 г. может сложиться в диапазоне 5–7%, скорее у верхней границы.

Вероятность реализации базового сценария ниже, чем обычно, а неопределенность выше

- **Ситуативность и волюнтаризм внутренней экономической политики:**
 - горизонт прогнозирования и планирования мер экономической политики сузился до нескольких месяцев – кварталов;
 - приоритеты политики и количественные ориентиры постоянно корректируются;
 - решения принимаются ситуативно, в зависимости от складывающейся конъюнктуры.
- **Вероятность значительного ухудшения финансового состояния фирм:**
 - увеличение ценового давления из внешнего сектора;
 - разрывы логистических цепочек экспорта/импорта;
 - чрезмерное вмешательство государства в экономику (ценовой контроль) подавляет встроенные в рыночную экономику механизмы адаптации к шокам.
- **Вероятность возврата фокуса во внутренней экономической политике на достижение планового показателя прироста ВВП в размере 3,8% в 2024 году любыми средствами.**