

Центр экономических исследований "БЕРОК"
BEROC Economic Research Center



Инфляция и монетарная среда

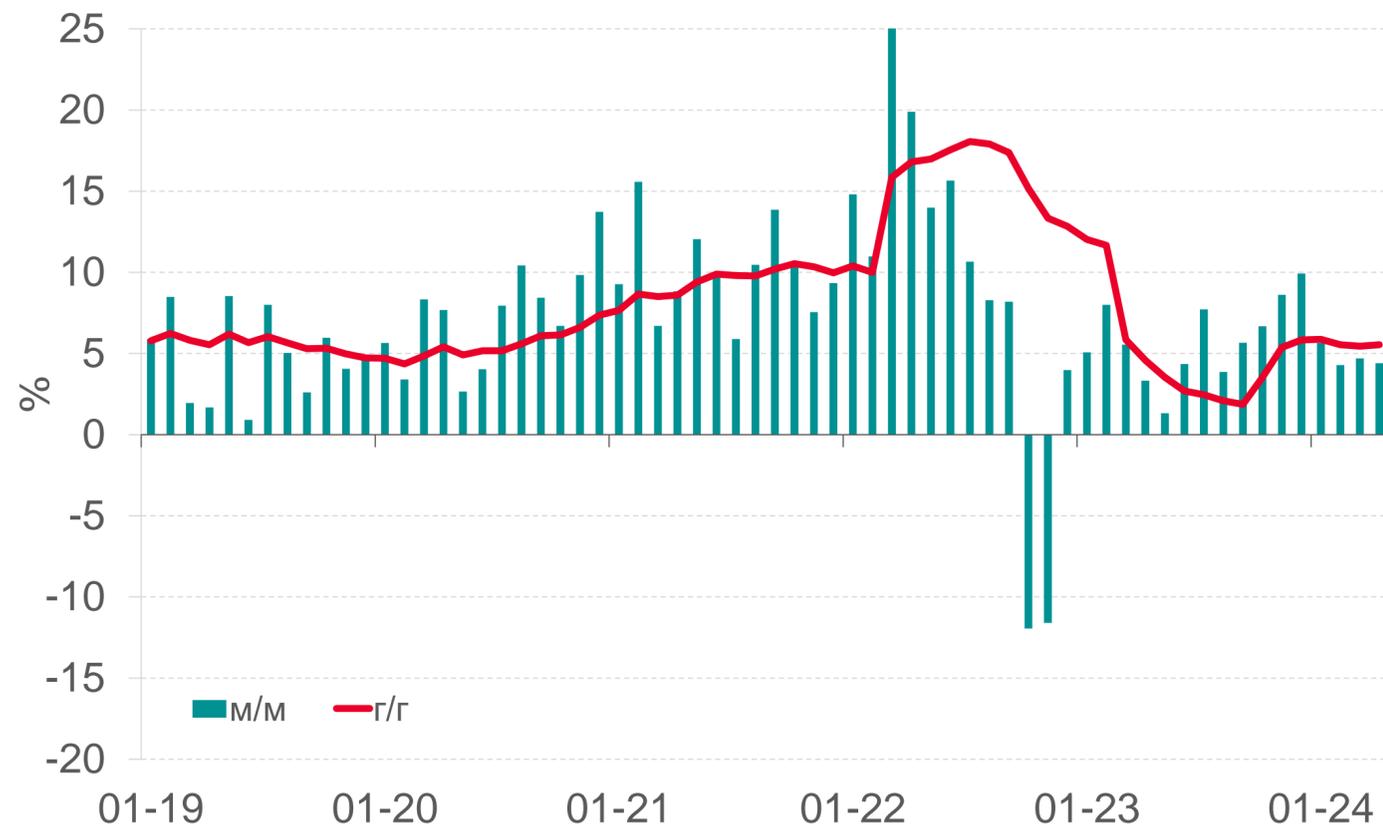
**Состояние в январе – апреле 2024 года
и краткосрочный прогноз**

4 июня 2024 г.

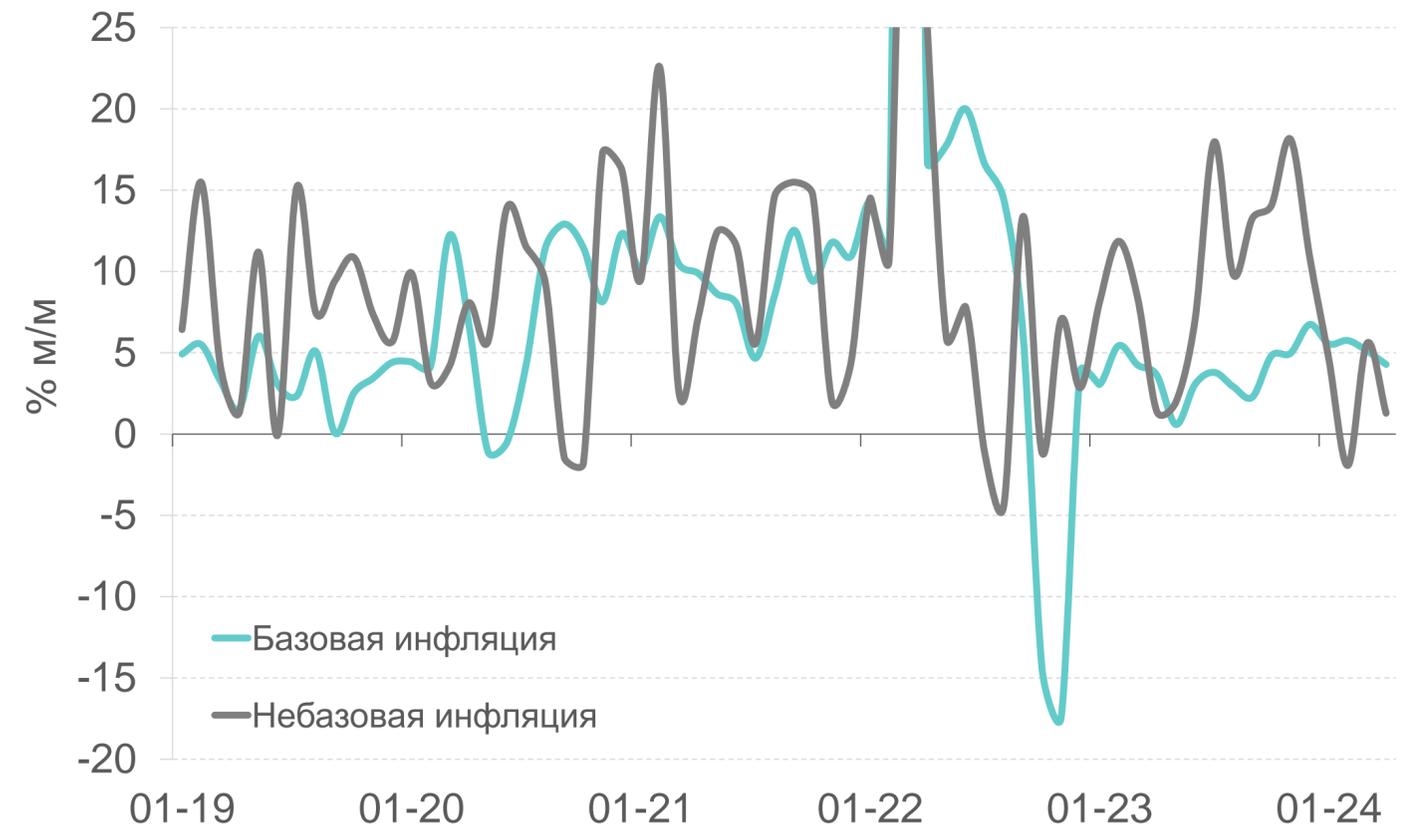
- **Инфляция в начале 2024 года – ниже 5% кв/кв и м/м (аннуализированный прирост цен за квартал (или месяц) с устранением сезонности):**
 - тотальный ценовой контроль подавляет перенос на цены возросшего давления издержек в среде перегрева экономики и рынка труда.
- Проинфляционное давление в 2024 году останется повышенным, но не будет полностью трансформироваться в инфляцию из-за ценового контроля. **Базовый сценарий – инфляция в диапазоне 5–7% г/г по итогам 2024 года.**
- Обратная сторона применения административных инструментов – расширение инфляционного навеса, который в II квартале 2024 г. оценивается минимум в 6%.
- **Монетарные условия останутся мягкими в 2024 году, но размер стимула для экономической активности снизится в результате повышения процентных ставок кредитно-депозитного рынка:**
 - Нацбанк с опозданием и ограниченно реагирует на инфляционные риски, задействуя пруденциальные инструменты, резервные требования и постоянно доступные операции регулирования ликвидности банков;
 - белорусский рубль недооценен в пределах 2% к уровню равновесного реального эффективного курса. Базовый сценарий – ослабление на 4–6% за 2024 год в среде ослабления внешнеторговой позиции.
- **Структурная трансформация белорусской и российской экономики порождает высокую неопределенность оценок текущего состояния экономики на базе структурных моделей.**

Инфляция снизилась в январе – апреле 2024 года из-за ослабления динамики ее небазовой составляющей

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; м/м — аннуализированный темп прироста месяц к предыдущему месяцу с устранением сезонности.

Инфляция ниже 5% м/м. Базовая инфляция — 4-6% м/м — ограничена ценовым контролем.

Небазовая инфляция — низкая: консервативный подход к повышению регулируемых цен ...

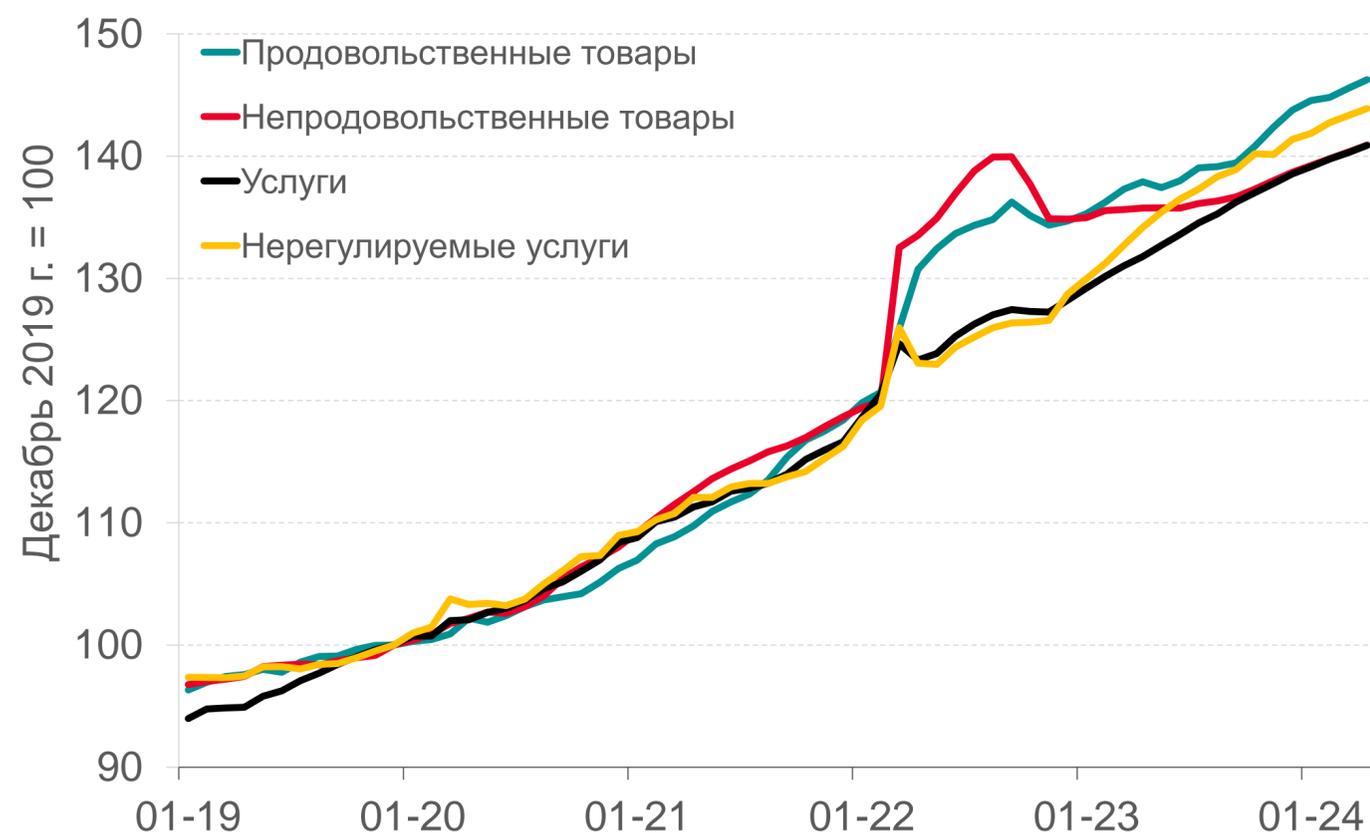
... в сочетании со снижением цен на овощи — вероятно, рост газовой субсидии со стороны РФ и влияние климатического фактора.

Распределение изменений цен позиций корзины ИПЦ близко к паттерну 2019 года, ...



... но условия функционирования экономики различны

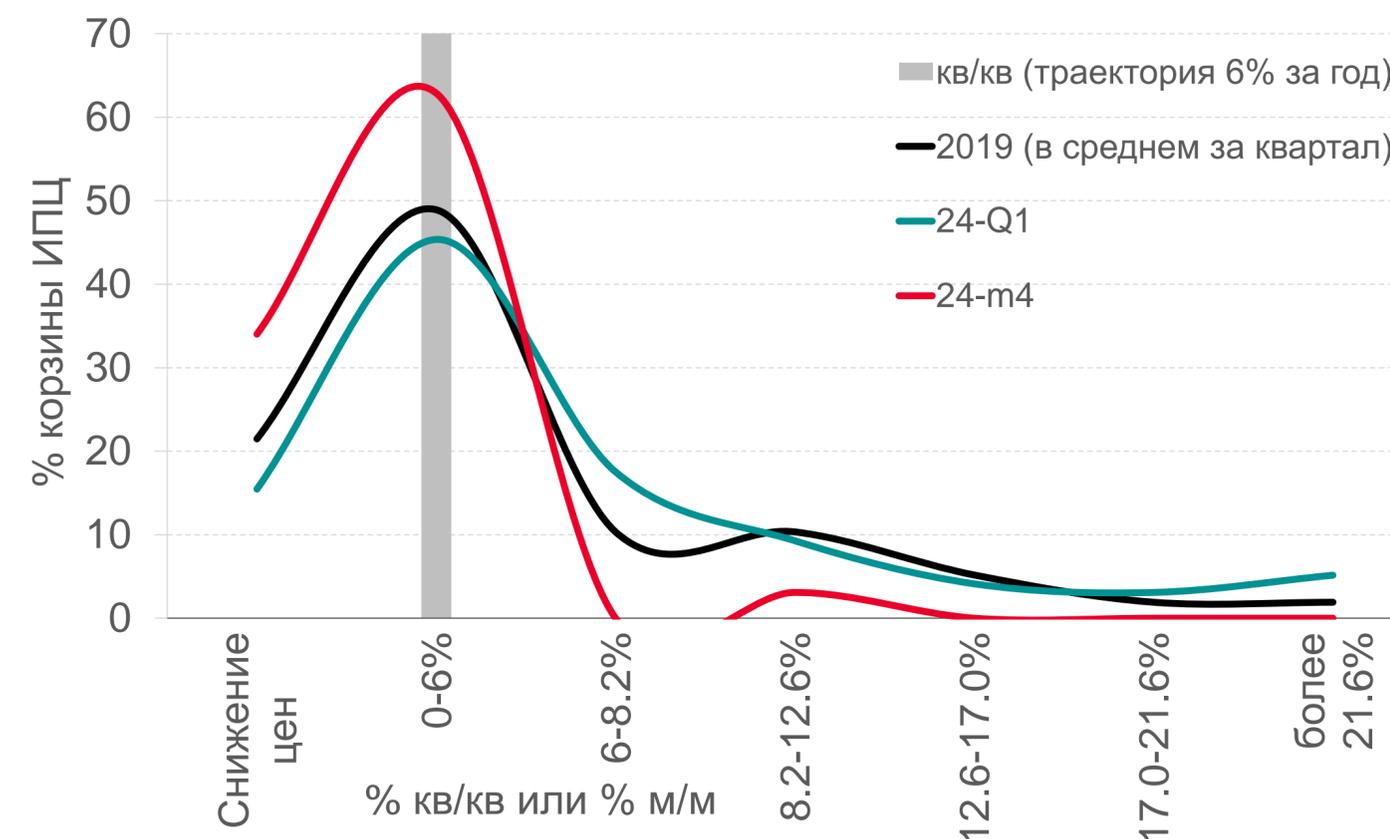
Уровень цен компонент ИПЦ (с устранением сезонности)



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)

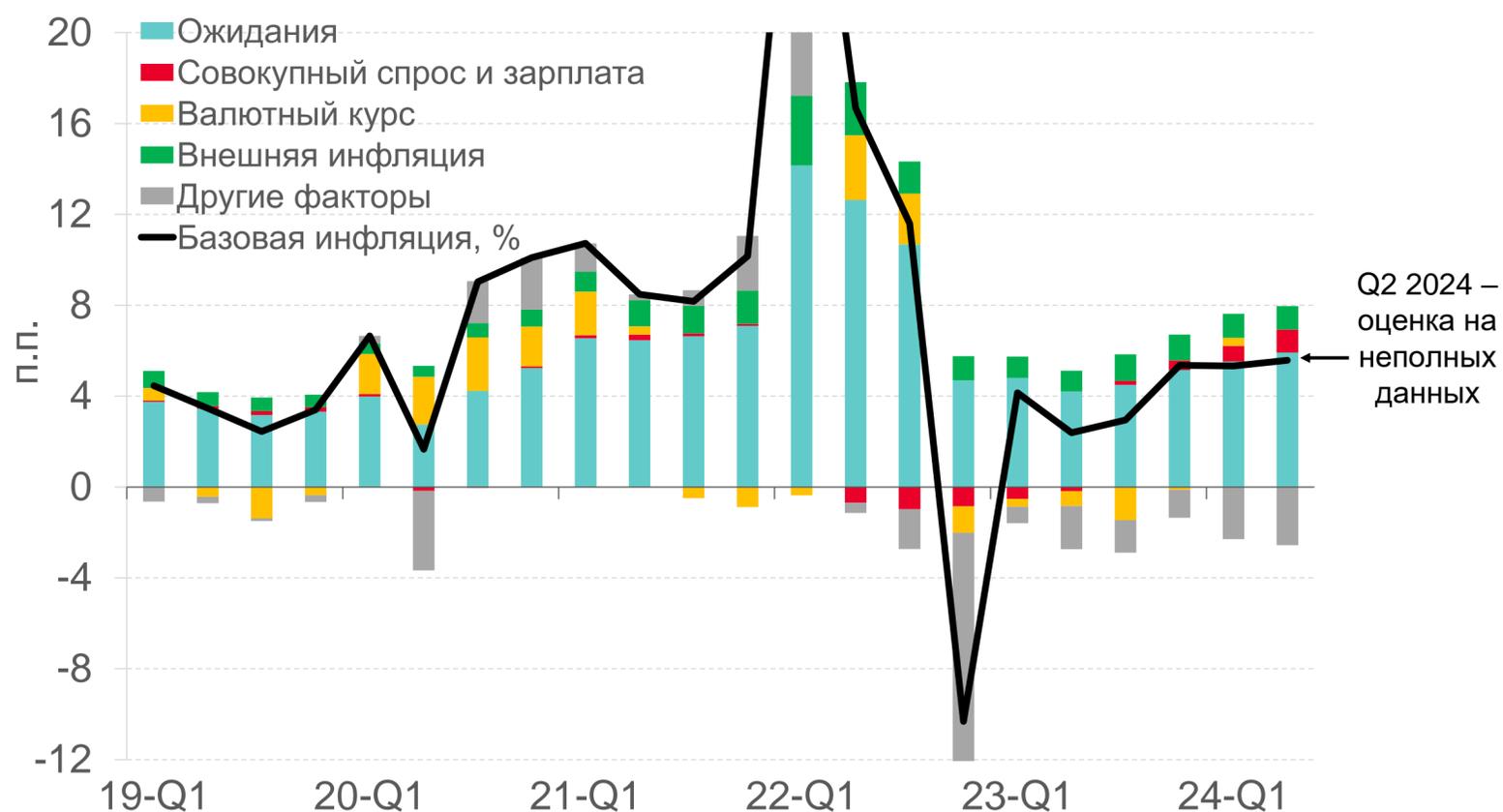


Цены на нерегулируемые услуги сильно отклонились вверх от цен на непродовольственные товары.

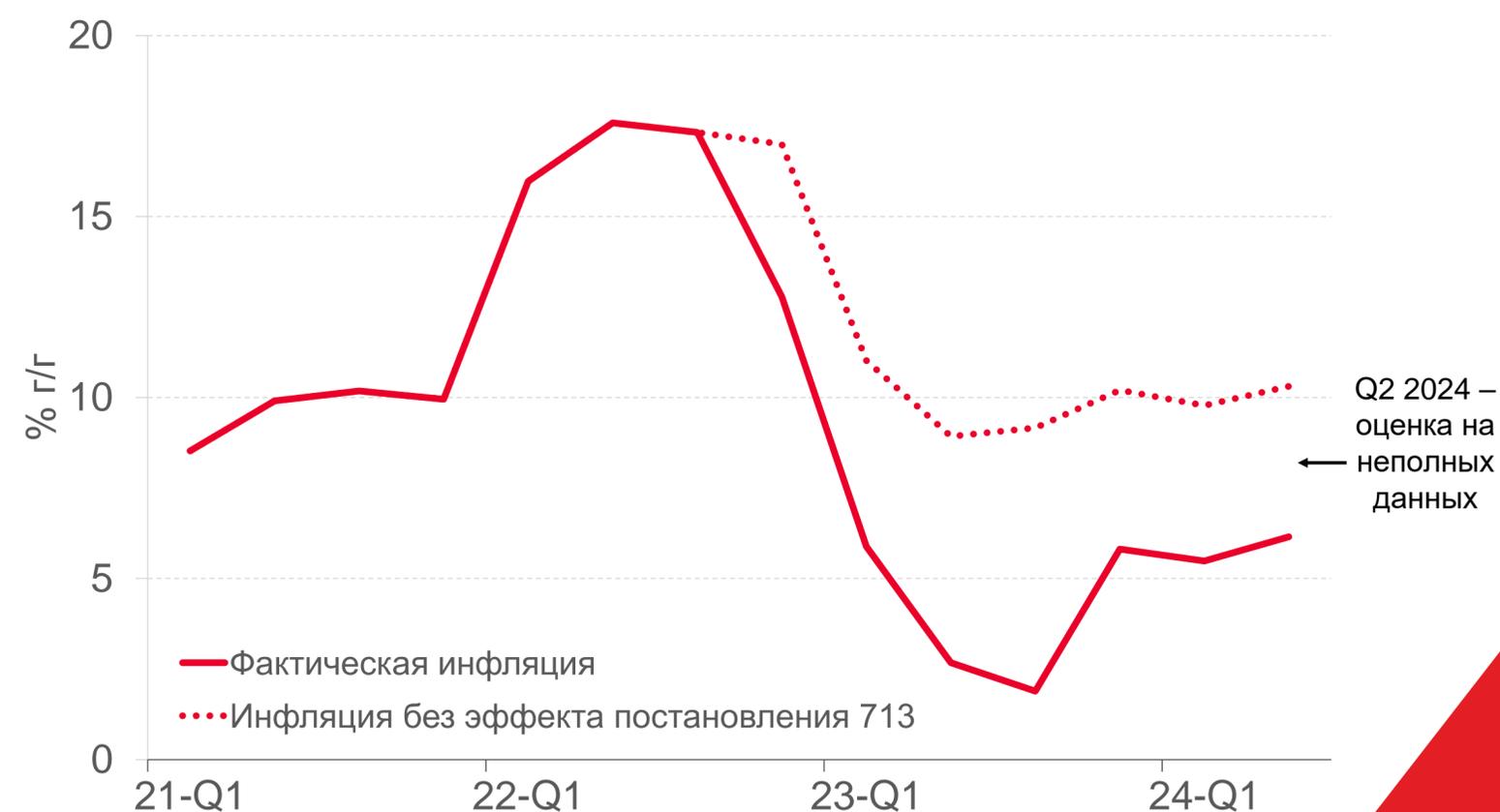
В 2019–2020 гг. таких расхождений не наблюдалось: признак наличия инфляционного навеса – потенциала ускоренного повышения цен в случае смягчения или отмены тотального ценового контроля.

Давление со стороны издержек нарастает, но не переносится в цены полностью из-за ТОТАЛЬНОГО ЦЕНОВОГО КОНТРОЛЯ со стороны правительства

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



Влияние ценового контроля на инфляцию (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.

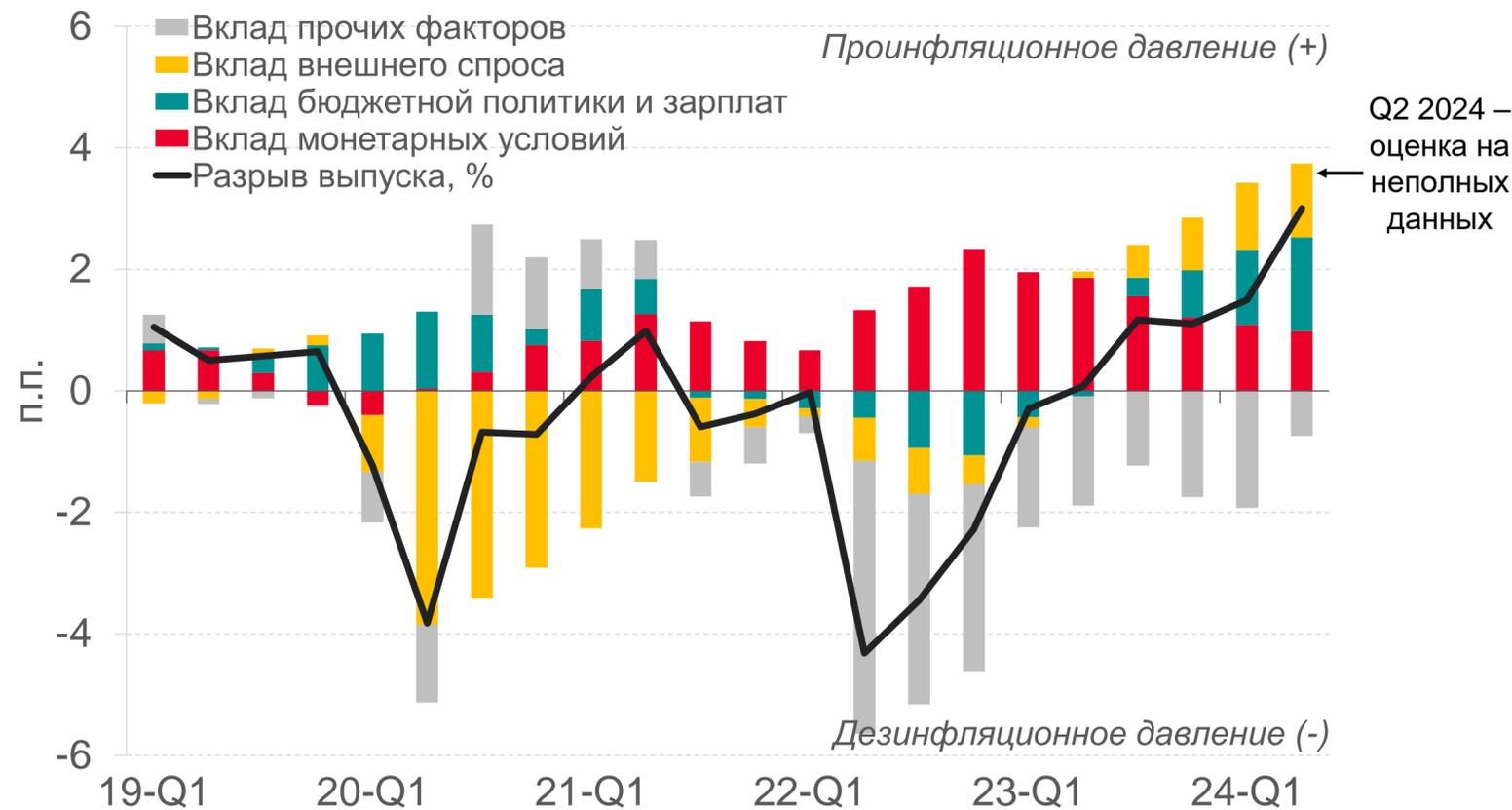
В отличие от 2019 г. экономика в 2024 г. функционирует в условиях избыточного спроса и рекордной загрузки мощностей, издержки на труд быстро растут, а ценовое давление в России и мире в целом сильнее.

Тотальный ценовой контроль – главный ограничитель инфляции. Без учета вклада ценового контроля инфляция составила бы не 5,6% г/г, а ≈10–11% г/г.

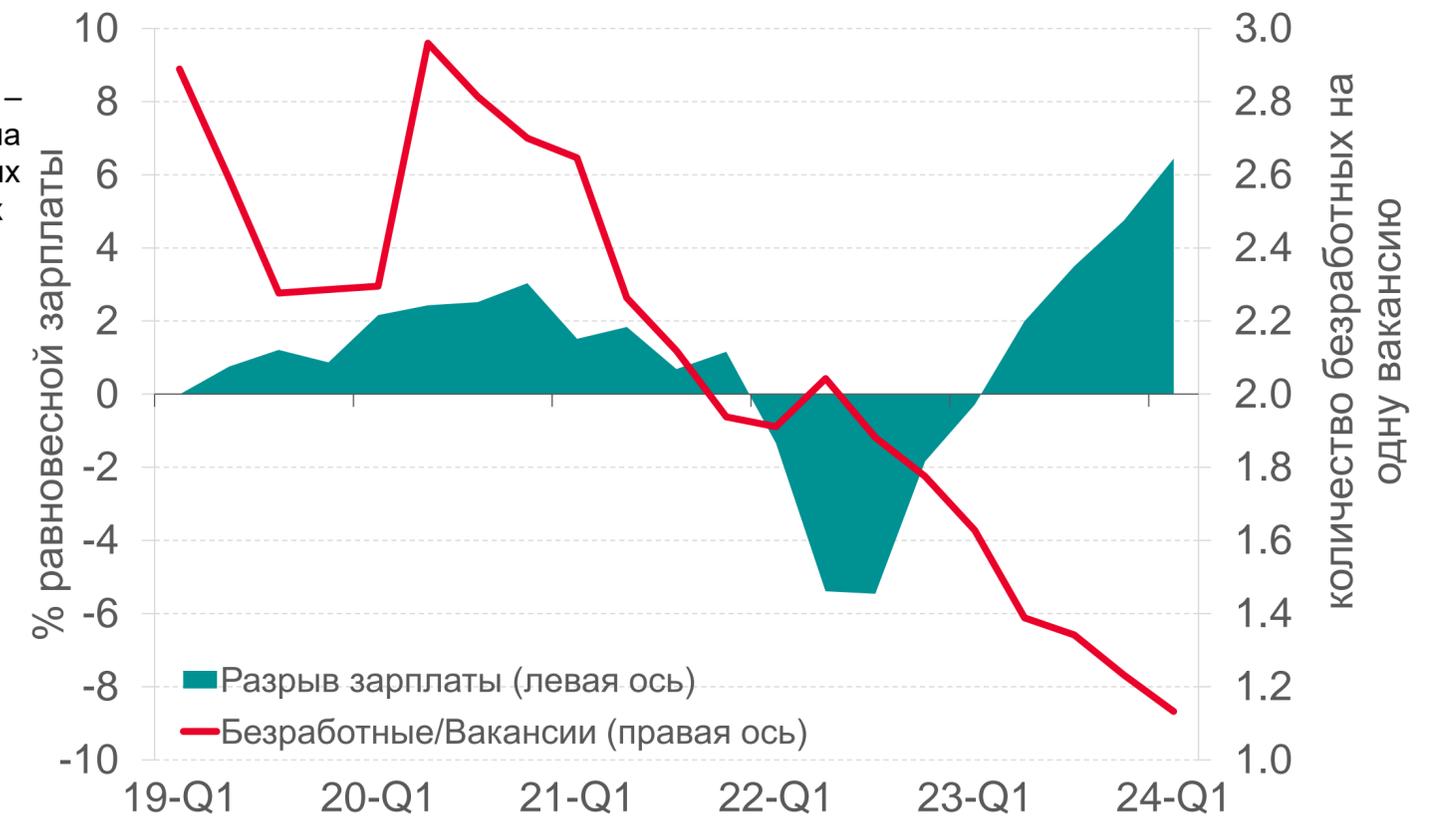
Экономика продолжает перегреваться в среде мягкой экономической политики и избыточного спроса в России, а напряженность на рынке труда не ослабевает



Вклады факторов в разрыв выпуска (на базе QPM)



Индикаторы рынка труда (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на основе данных Белстата, Минтруда 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.

Разрыв выпуска $\approx 3\%$ в II кв. 2024 г. – спрос выше сбалансированного уровня, но пока не критично. Производители не успевают в подстройке под спрос в среде дефицита работников и мощностей.

Затраты на производство и реализацию выросли на 18% г/г в I квартале 2024 г., в том числе на оплату труда – на 18,1% г/г, на соцнужды – на 18,9% г/г.

Стимул для экономической активности со стороны денежно-кредитной политики сузился, но действия Нацбанка остаются запаздывающими

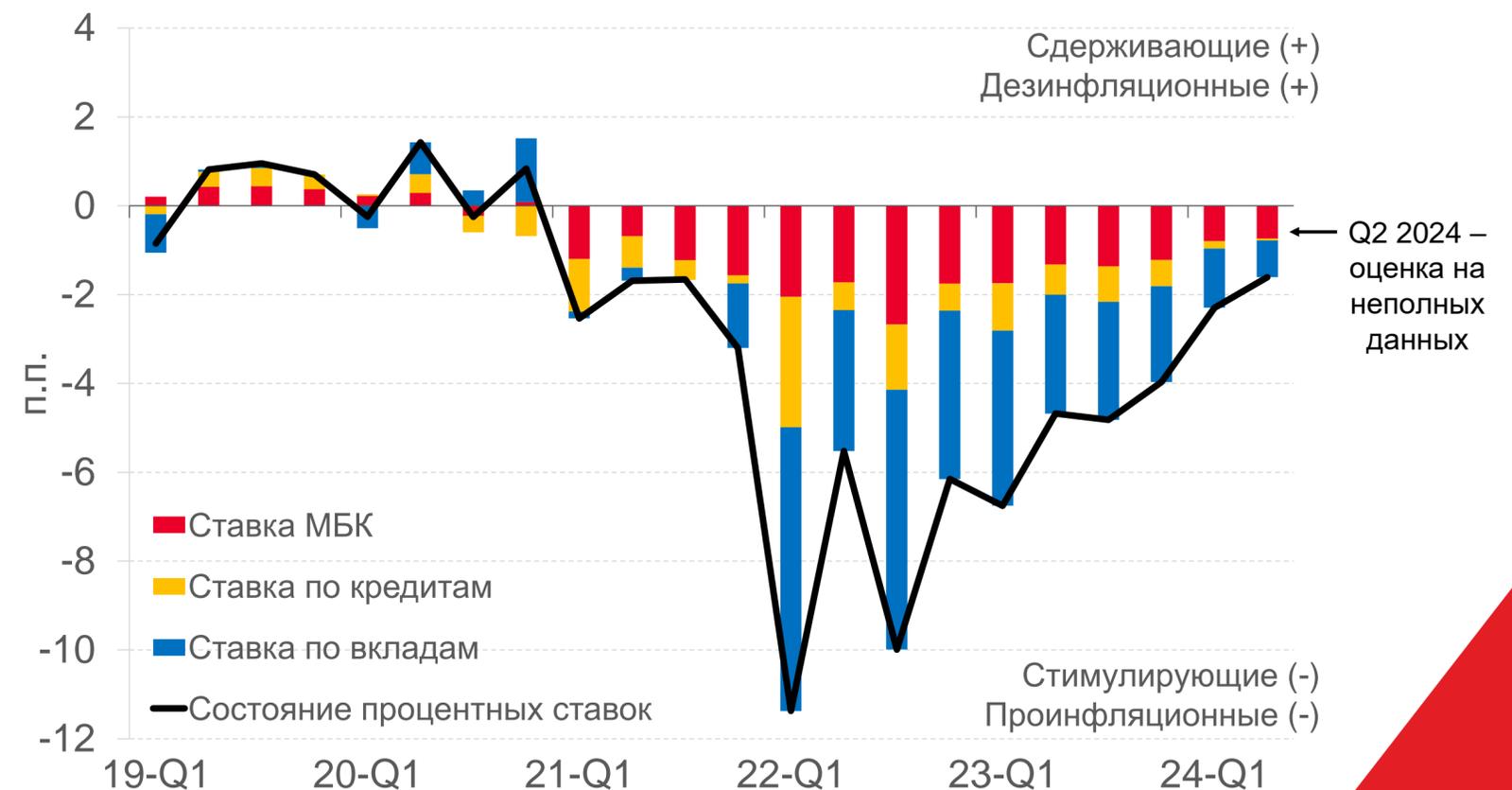
Ликвидность банковской системы (в среднем за месяц)



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.

Состояние рыночных процентных ставок (на базе QPM)



Процентные ставки выросли в I квартале 2024 г., но в среднем не достигали до нейтральных уровней.

Сдержанное повышение ставок, и ожидаемое «прилипание» ставки МБК к нижней границе коридора Нацбанка – следствие крайне осторожных действий Нацбанка в среде его подконтрольности правительству и администрации президента.

Кредитная активность усилилась в среде мягких денежно-кредитных условий, а поддержание высокого объема выпуска требует все большей кредитной поддержки



Объем новых кредитов (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

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



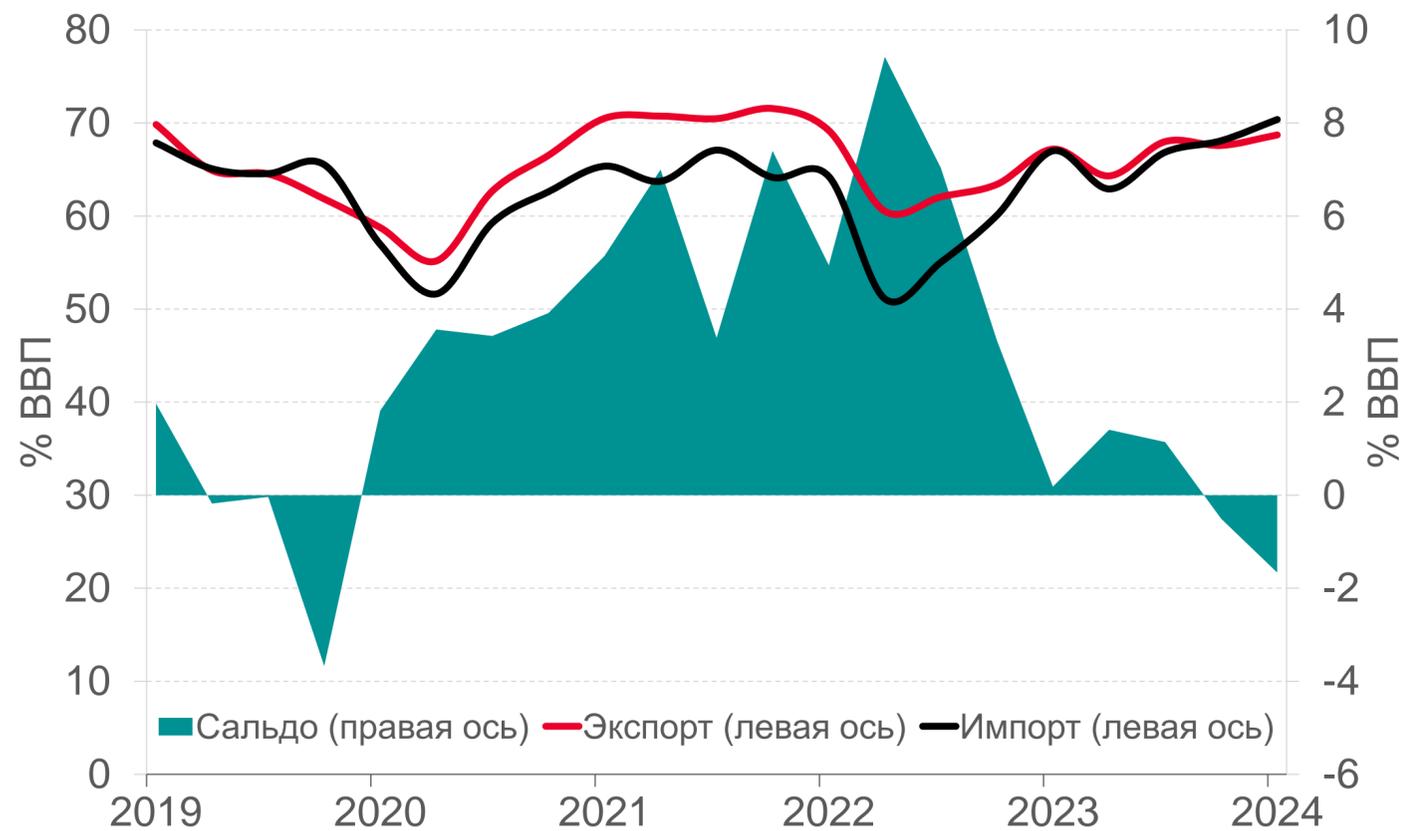
Объем выданных кредитов относительно ВВП достиг $\approx 73\%$. В 2017 г. соотношение составляло 59% ВВП, в 2018–2019 гг. – 64% ВВП, в 2021 г. – 57% ВВП.

Рост денежной массы замедлился, но оставался повышенным. Кумулятивно с IV квартала 2021 г. по I квартал 2024 г. прирост номинальной ШДМ опередил прирост номинального ВВП на 24 п.п.

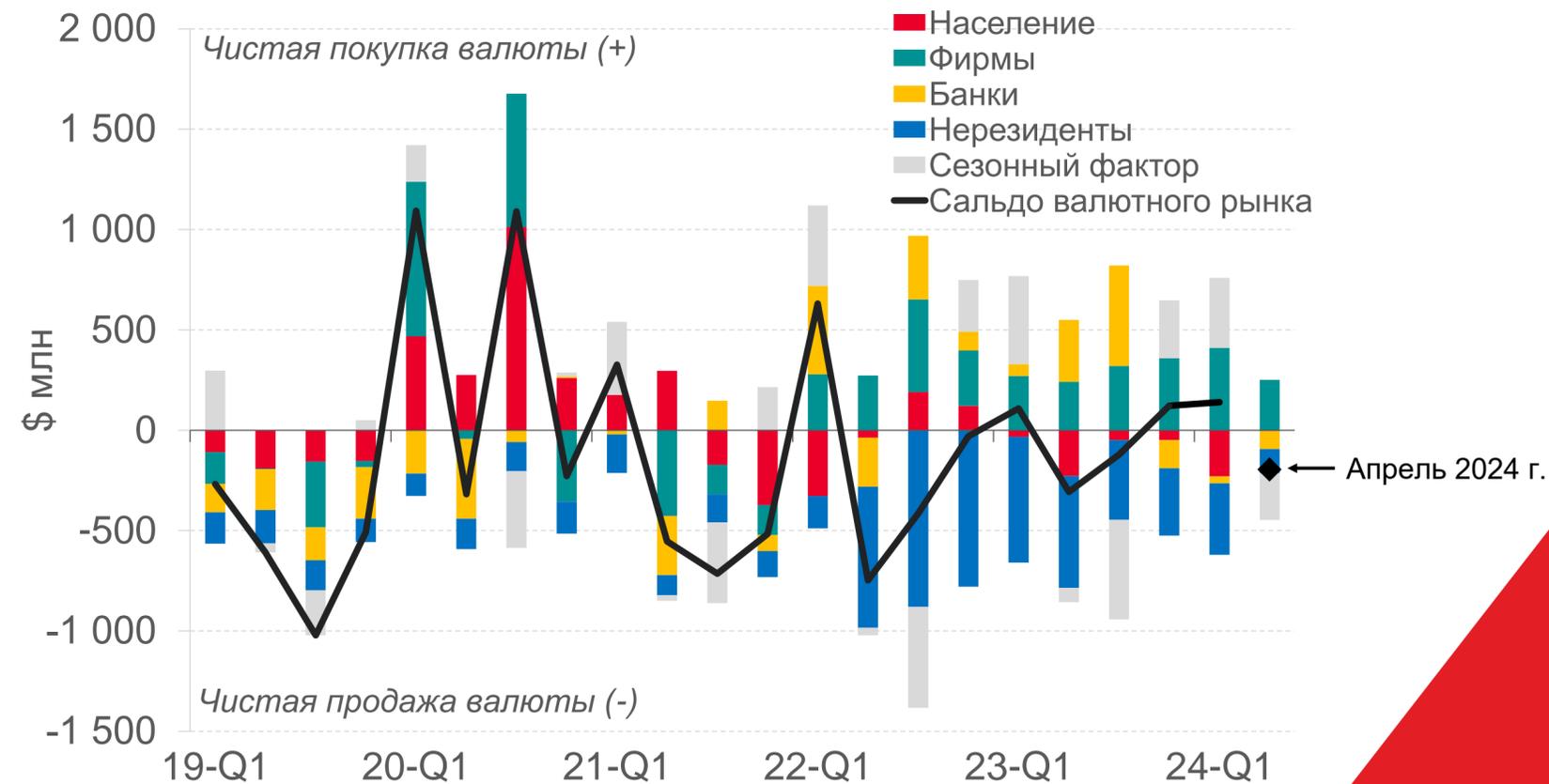
Внешняя торговля в небольшом дефиците в условиях избыточного спроса, а валютный рынок поддержало население – возросла норма организованных сбережений



Внешняя торговля товарами и услугами (с устранением сезонности)



Сальдо валютного рынка (сегменты – с устранением сезонности)



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

Внешняя торговля в I квартале 2024 г. – дефицит $\approx 1,7\%$ ВВП (с устранением сезонности).

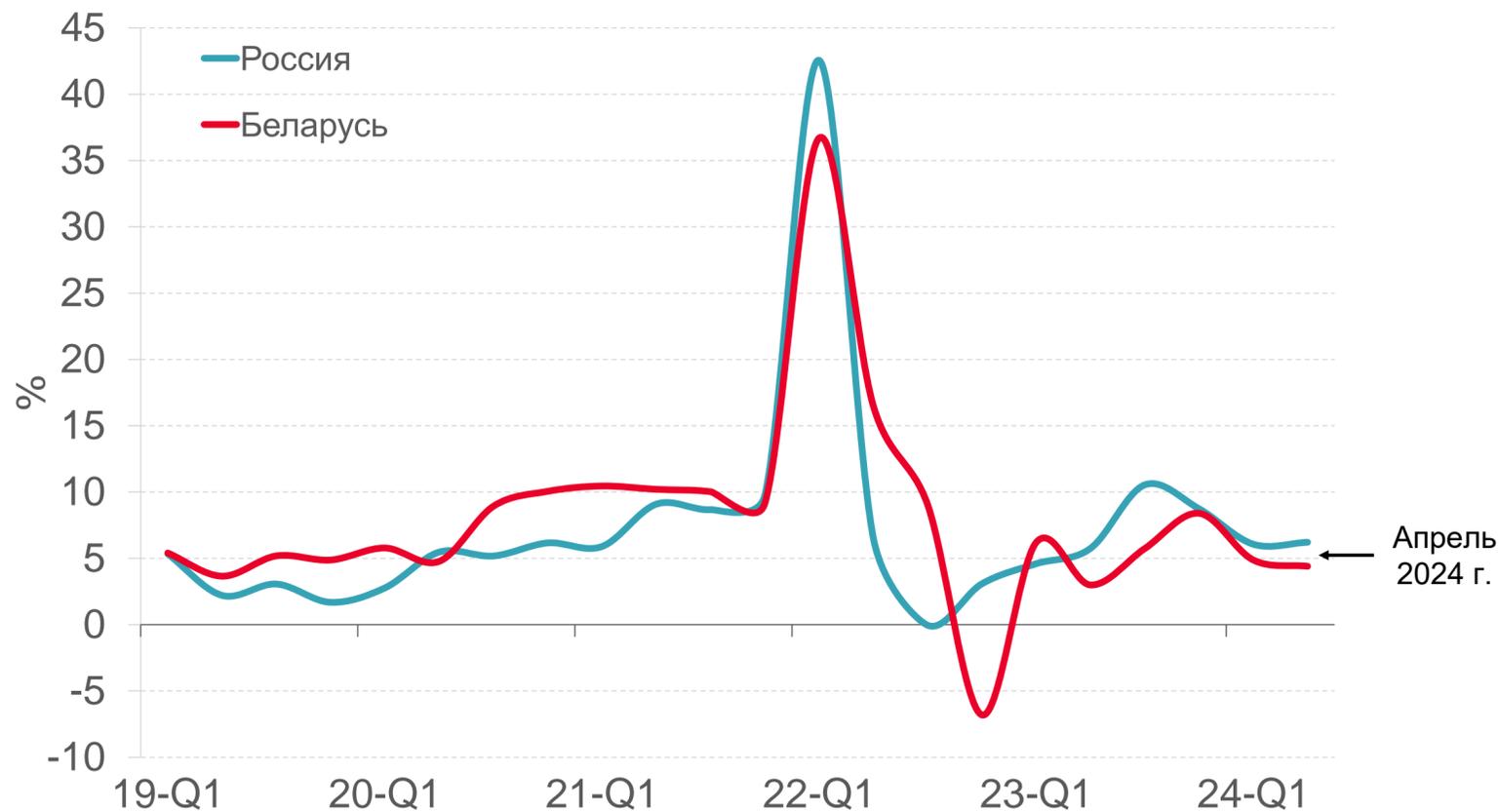
Население – чистая продажа валюты. Норма сбережений в срочных рублевых вкладах – более 1% доходов (в 2018–2019 гг. и в 2023 г. – в среднем 0,6%).

Нацбанк (сальдировано с Минфином) продал \$139 млн в I квартале и купил \$196 млн в апреле.

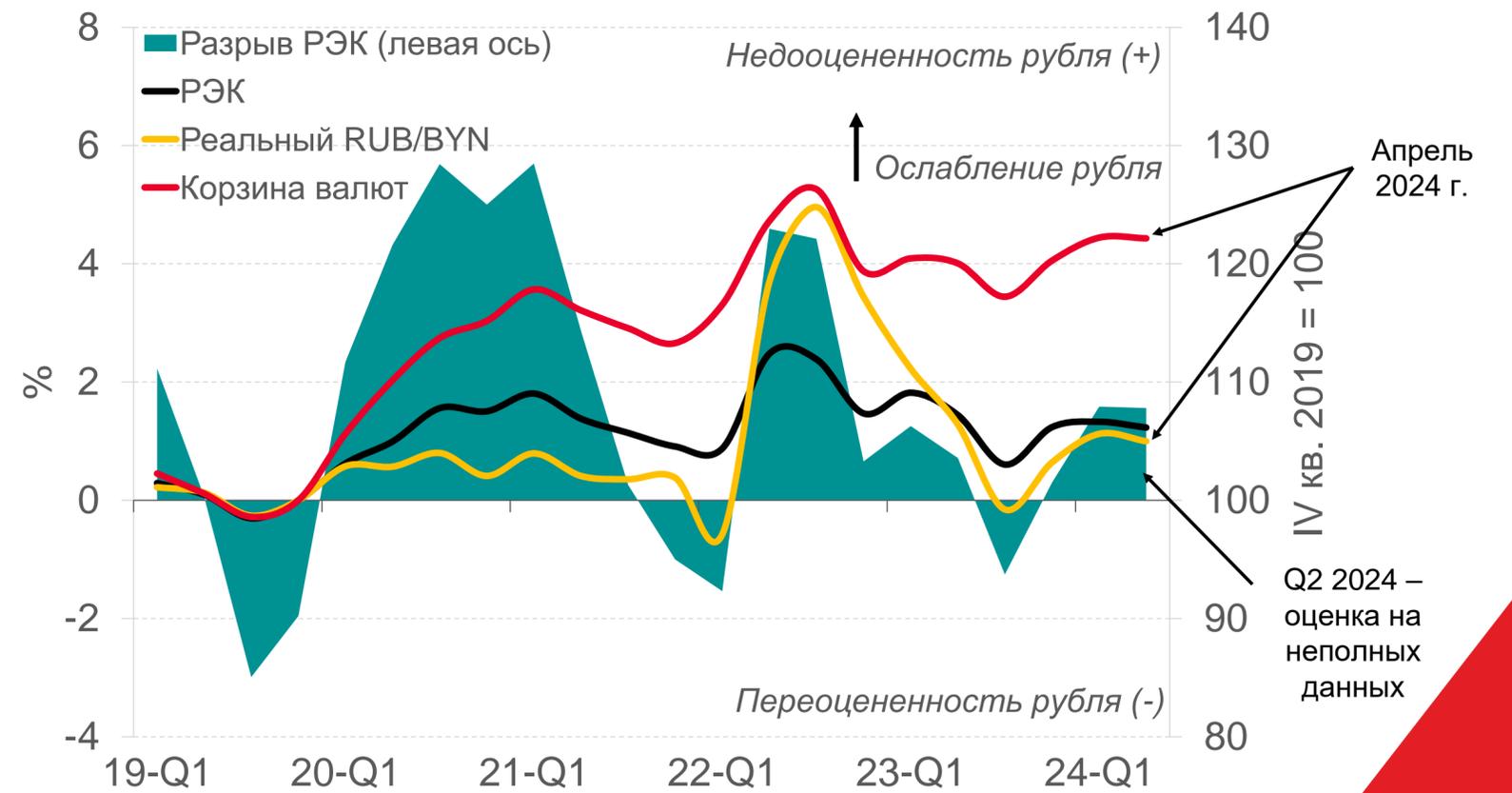
Курс белорусского рубля оказывал сдержанное проинфляционное влияние в январе – апреле 2024 г., а инфляционное давление из России сохранялось



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



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



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

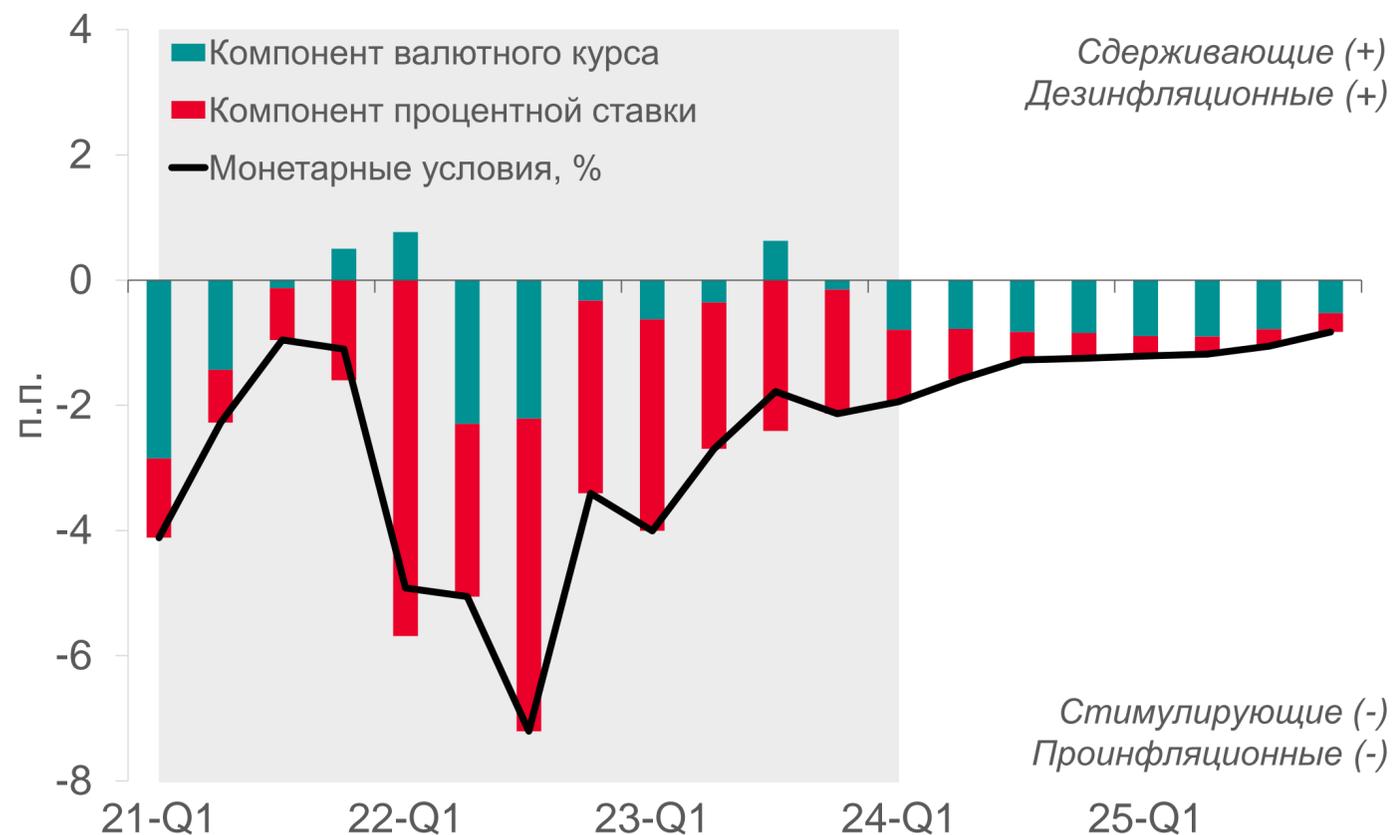
Примечание: кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности; м/м – аннуализированный темп прироста месяц к предыдущему месяцу с устранением сезонности. РЕК – реальный эффективный курс белорусского рубля. Отклонение РЕК от равновесного уровня оценено на базе квартальной модели прогнозирования (QPM). Равновесный уровень РЕК представляет такой уровень РЕК, который не оказывает ни дополнительного проинфляционного, ни дезинфляционного влияния.

Белорусский рубль недооценен – поддержка конкурентоспособности и сдержанное давление на внутренние цены.

Инфляция в России снизилась, но остается повышенной, особенно в базовом сегменте. Умеренное давление на цены в Беларуси.

Монетарные условия останутся мягкими в 2024 году, но размер генерируемого ими стимула сузится в результате повышения процентных ставок

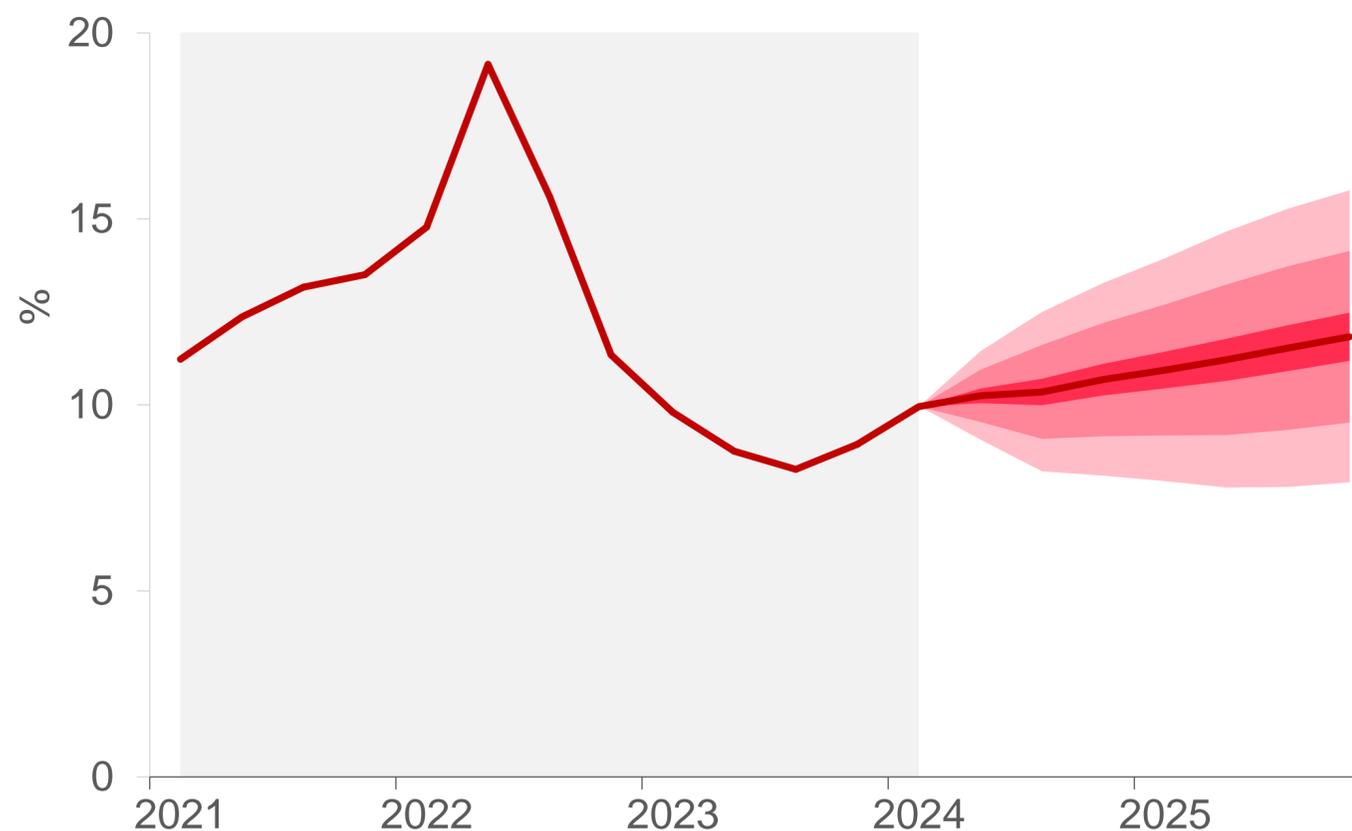
Прогноз монетарных условий (на базе QPM)



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)

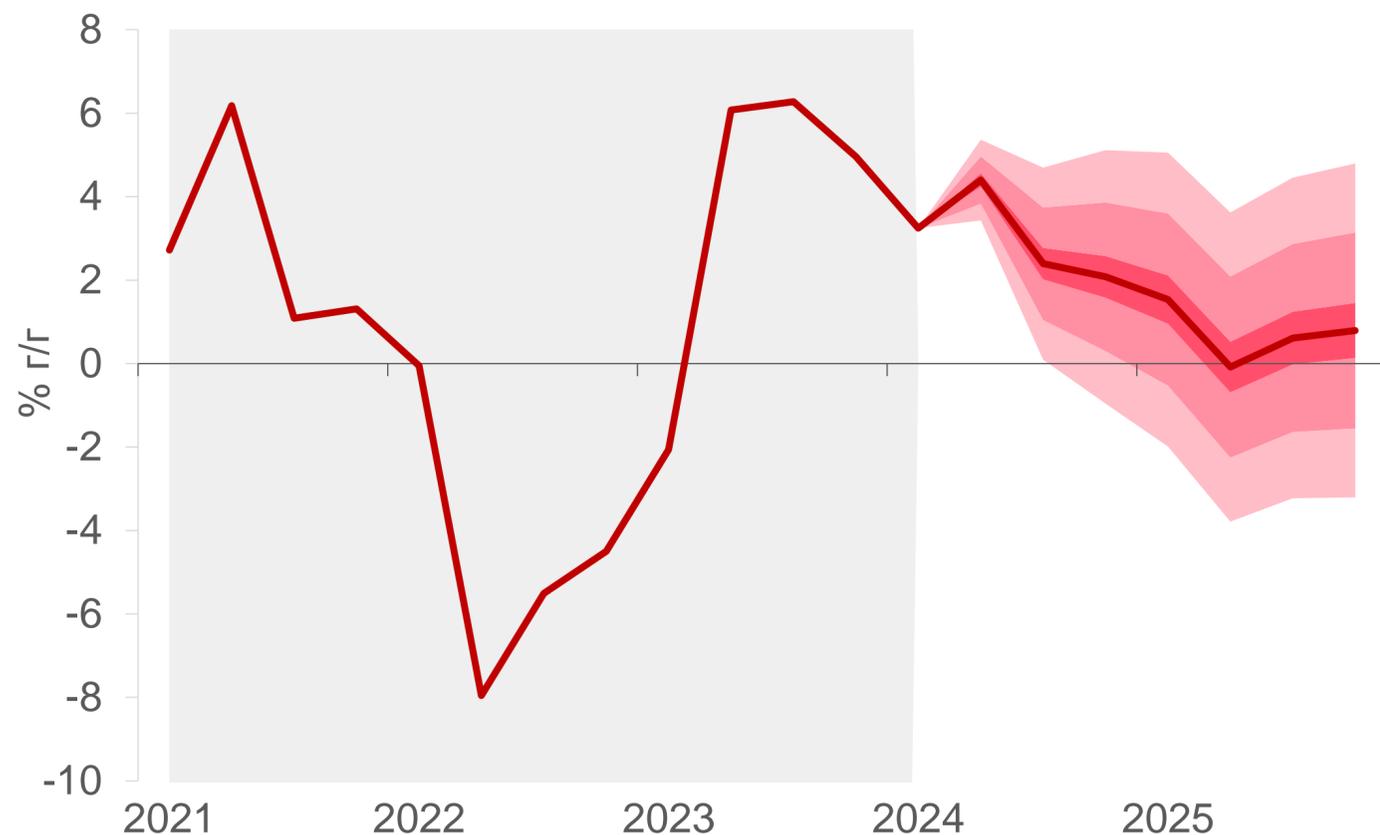


Ставка рефинансирования останется 9,5% в 2024 г. Нацбанк не способен ее изменять независимо, а директивное кредитование продолжит применяться для противодействия спаду выпуска.

Вероятно применение Нацбанком пруденциальных мер, резервных требований, а также медленное поднятие ставки по депозитам овернайт.

Мягкие монетарные условия, рост бюджетных расходов и квазибюджетные операции будут поддерживать избыточный спрос в экономике в 2024 году

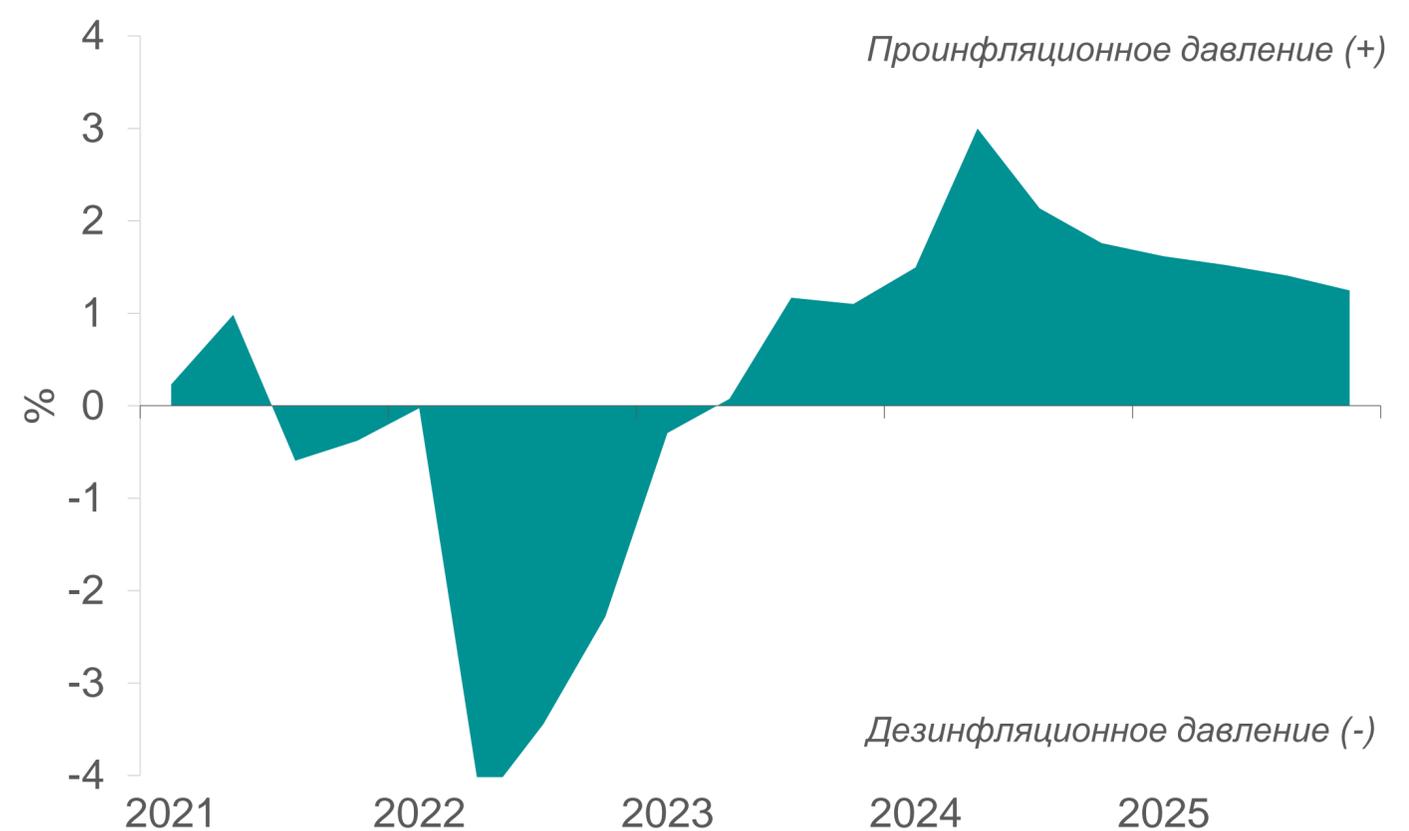
Прогноз прироста реального ВВП (г/г; на базе QPM)



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.

Прогноз разрыва выпуска (на базе QPM)



Рост ВВП будет замедляться в 2024 г., но в целом по году сложится вблизи 3%, что выше сбалансированных темпов.

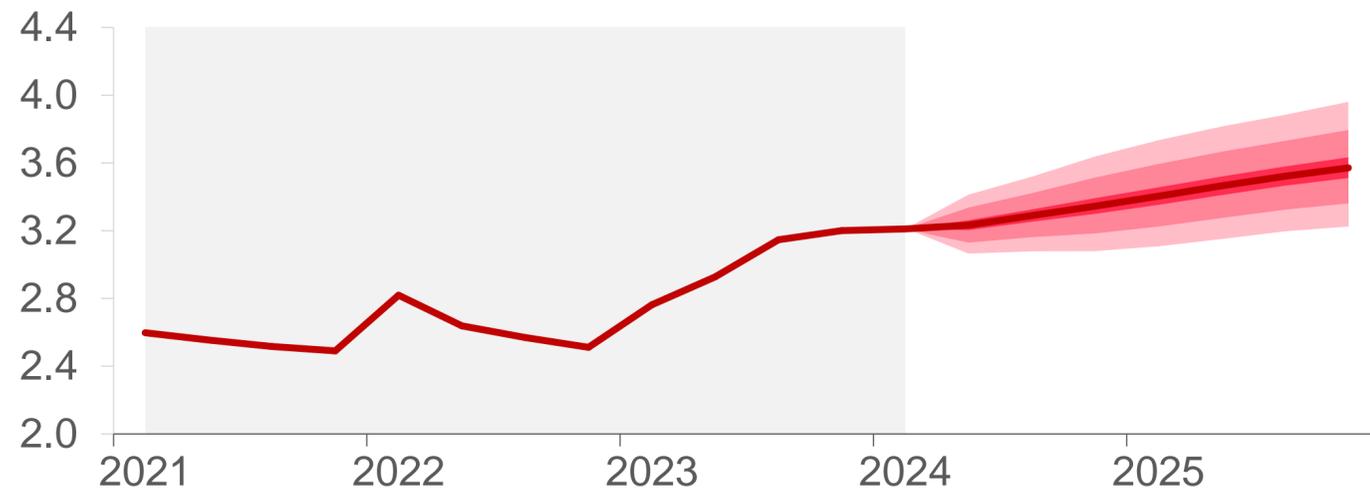
Постепенное сужение положительного разрыва выпуска будет частично происходить за счет подстройки предложения, но преимущественно из-за ослабления динамики совокупного спроса.

Белорусский рубль ослабнет на 4–6% в терминах корзины валют в 2024 году при прогнозируемой динамике внутреннего и внешнего спроса и процентных ставок



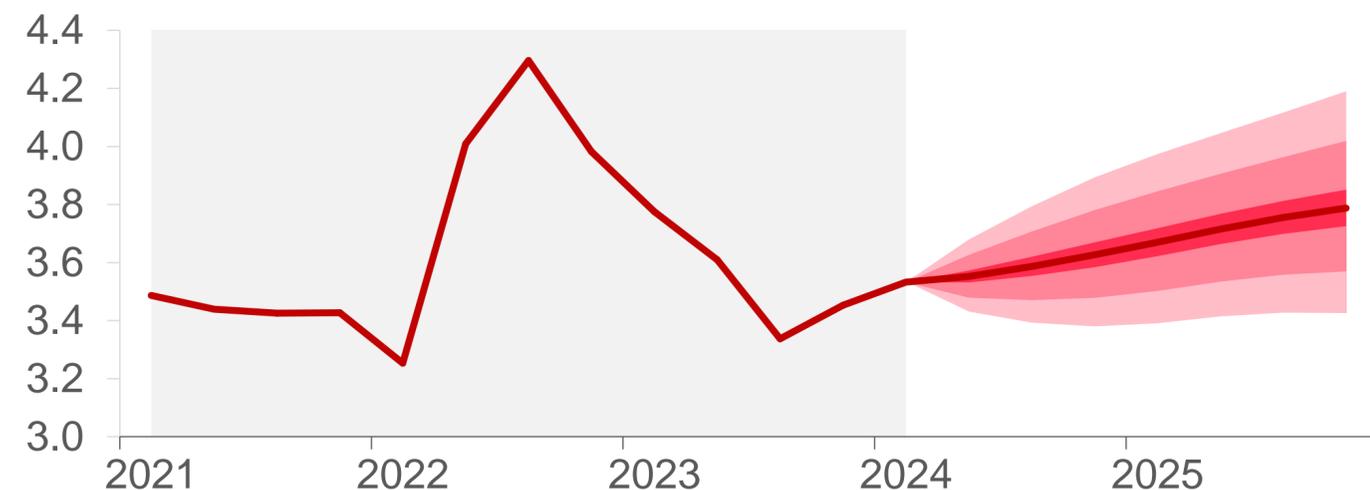
Прогноз курса USD/BYN

(в среднем за квартал; на базе QPM)



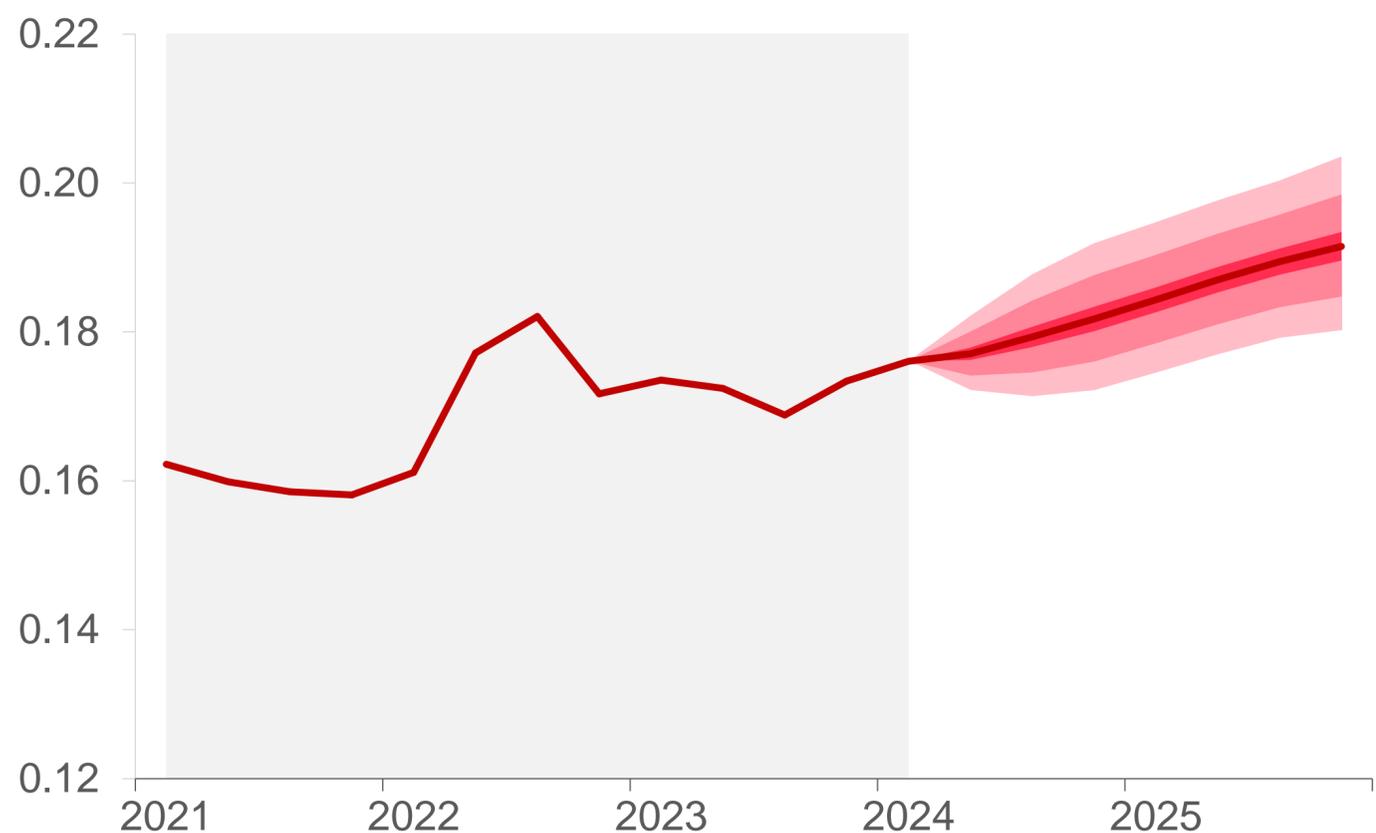
Прогноз курса 100*RUB/BYN

(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.

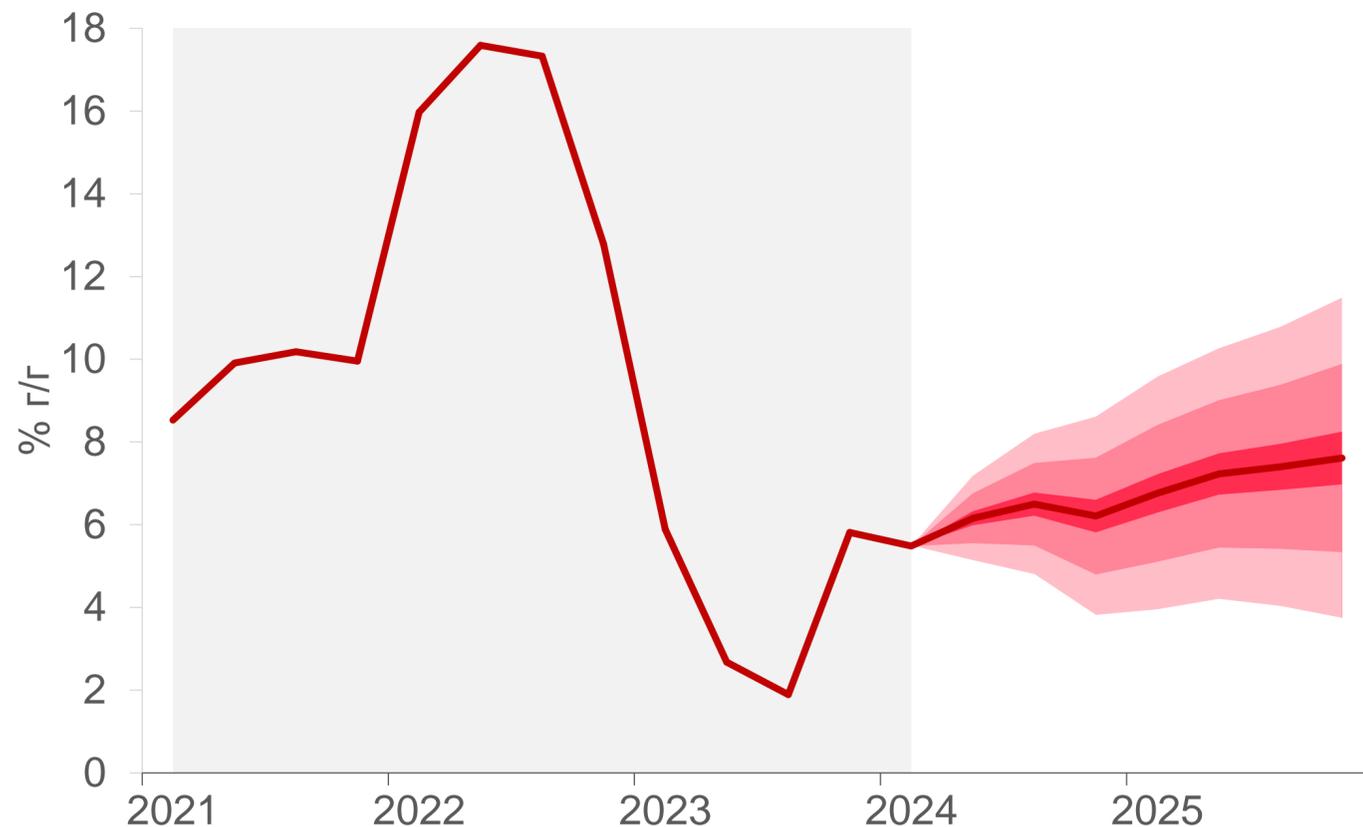
Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

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

Проинфляционное давление в 2024 году останется повышенным, но тотальный ценовой контроль будет сдерживать его трансформацию в фактическую инфляцию



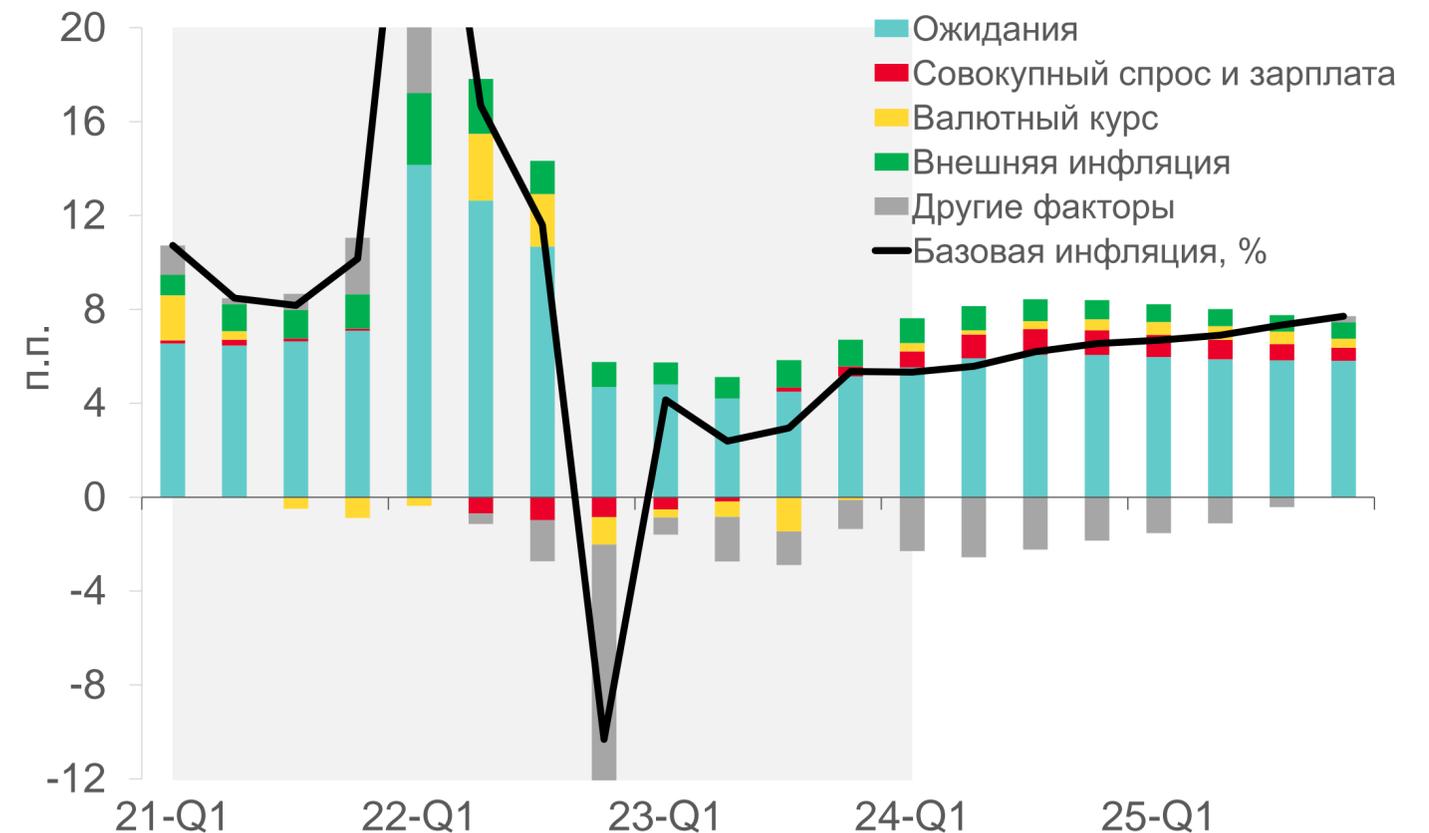
Прогноз годовой инфляции (г/г; на базе QPM)



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, ослабление рубля и постоянная адаптация к санкционным проявлениям будут стимулировать рост издержек.

Однако власти сохранят ценовой контроль, что будет ограничивать инфляцию.

Базовый прогноз – инфляция 5–7% г/г за 2024 г.

Вероятность реализации базового сценария остается ниже, чем обычно, из-за крайне высокого количества факторов неопределенности

- **Экономическая политика – ситуативная и опаздывает в реакции на шоки. Это может породить высокую волатильность экономического цикла и инфляции**
 - стимулирование спроса для роста ВВП на 4%. Угрозы для макроэкономической и финансовой стабильности повысятся. Но это не значит, что в 2024–2025 г. будет кризис!!! К примеру, в 2011–2014 гг. положительный разрыв выпуска не опускался ниже 2,8% и в среднем превышал 5%;
 - борьба с инфляцией и не противодействие замедлению роста экономики. Может способствовать «рассасыванию» ценового давления внутреннего спроса и удержанию инфляции вблизи 5% в 2024 г. Длительное сдерживание роста цен административными методами будет сопряжено с поддержанием инфляционного навеса, угрозой разрастания товарных дефицитов и угасанием инвестиционной активности.
- **Ценовое регулирование может быть смягчено в случае критического ухудшения финансового состояния организаций:**
 - финансовое положение фирм может пострадать как из-за ужесточения ценового регулирования, так и в случае разрывов логистических цепочек и/или усиления внешнего инфляционного давления;
 - при реализации подобного сценария может стать осязаемой угрозой кризиса неплатежей, который заденет банковскую систему;
 - наиболее мягкие последствия представляются в случае резкого ослабления административного воздействия на бизнес и отмены постановления №713 о ценовом регулировании.
- **Потенциальный (сбалансированный) объем ВВП может быть выше, если бизнес ожидает устойчивого спроса на продукцию в среде структурной трансформации белорусской и российской экономики. В среде возросшей конкуренции инвестиции в наращивание мощностей и повышение производительности труда станут жизненно необходимы даже для сохранения достигнутых объемов продаж.**

Перегрев экономике меньше, чем оценивался ранее, следует принимать во внимание вероятность реализации сценария повышения потенциального ВВП

Если гипотеза о меньшем масштабе перегрева и более высоком равновесном ВВП верна, то:

- вероятность роста ВВП на 3% или несколько выше в 2024 г. повышается. Базовый сценарий – рост ВВП на 2,8–3,3%;
- шансы на выполнение цели по росту ВВП в 2024 г. увеличиваются – ≈30–40%;
- при росте экономики на 4% в 2024 г. перегрев экономики к концу года будет не 5–6% (как оценивалось ранее), а 3–4% – меньшее давление на инфляцию и валютный рынок;
- возможно большее наращивание потенциального ВВП в краткосрочной перспективе, если рост выпуска в последние месяцы основывается на усилившихся ожиданиях устойчивости спроса в среде структурной трансформации. Надо следить за инвестициями и их структурой – устойчивый рост за счет собственных средств (и особенно в частном секторе) будет индикатором реализации подобного сценария;
- возврат роста ВВП к 1–2% в долгосрочном периоде, так как глубинные детерминанты экономического роста (формальные и неформальные институты) не стали сопутствующими его высоким темпам.

Разрыв выпуска в Беларуси (на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

Примечание: разрыв выпуска представляет собой отклонение реального ВВП от своего равновесного уровня.