

Центр экономических исследований "БЕРОК"  
BEROC Economic Research Center



# Инфляция и монетарная среда

**Итоги II квартала 2024 года и краткосрочный прогноз**

Анатолий Харитончик

7 августа 2024 г.

- **Инфляция оставалась сдержанной в II квартале 2024 г. – 6,1% кв/кв** (аннуализированный прирост цен за квартал устранением сезонности).
- Ценовое давление усилилось: избыточный спрос увеличился, рынок труда перегрет, рост цен в России ускорился.
- Тотальный ценовой контроль подавлял перенос проинфляционных факторов в фактический рост цен, что поддерживало значительный размер инфляционного навеса.
- Ценовое давление в 2024 – 2025 гг. останется повышенным. Если из-за административного вмешательства цены будут негибкими к изменению рыночных условий, то **инфляция сложится в диапазоне 5–7% г/г по итогам 2024 года и может ускориться до 6–9% г/г в 2025 г.**
- **Денежно-кредитная политика и сформированные ей монетарные условия оставались стимулирующими для экономической активности и проинфляционными в II квартале 2024 г.**
- Процентные ставки по кредитам и вкладам выйдут к нейтральным уровням во второй половине года. Это позволит ослабить динамику спроса, но **нейтрального характера монетарных условий недостаточно, при прочих равных, для скорого возврата экономики к сбалансированному состоянию.**
- Белорусский рубль оставался недооцененным около 1,5% к уровню равновесного реального эффективного курса. Базовый сценарий – ослабление вблизи 4% за 2024 год и 6% за 2025 г.

# Инфляция за II квартал – 6,1% кв/кв (аннуализированный прирост за квартал с устранением сезонности). Это низко для сложившихся макроэкономических условий

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

Небольшое ускорение роста цен связано с повышением небазовой инфляции с 3,8% кв/кв в I кв. до 7,4% кв/кв в II кв.:

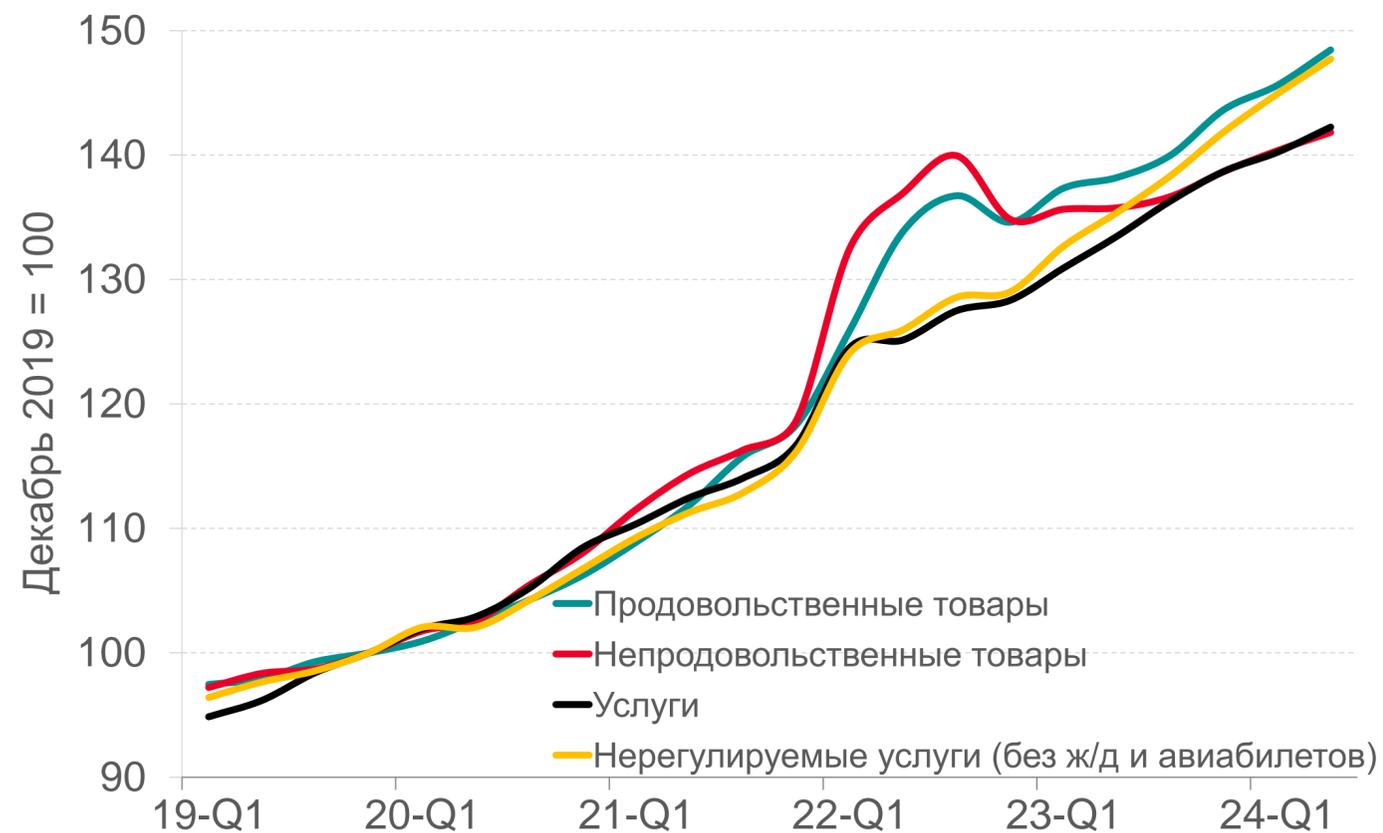
- влияние удорожания плодоовощной продукции и повышения регулируемых цен на топливо.

Базовая инфляция в II кв. оставалась крайне сдержанной – 4,8% кв/кв после 5,5% кв/кв в I кв.

# Слабая инфляция в непродовольственных товарах при высоких темпах удорожания нерегулируемых услуг – ВЕРОС признак накапливания инфляционного навеса



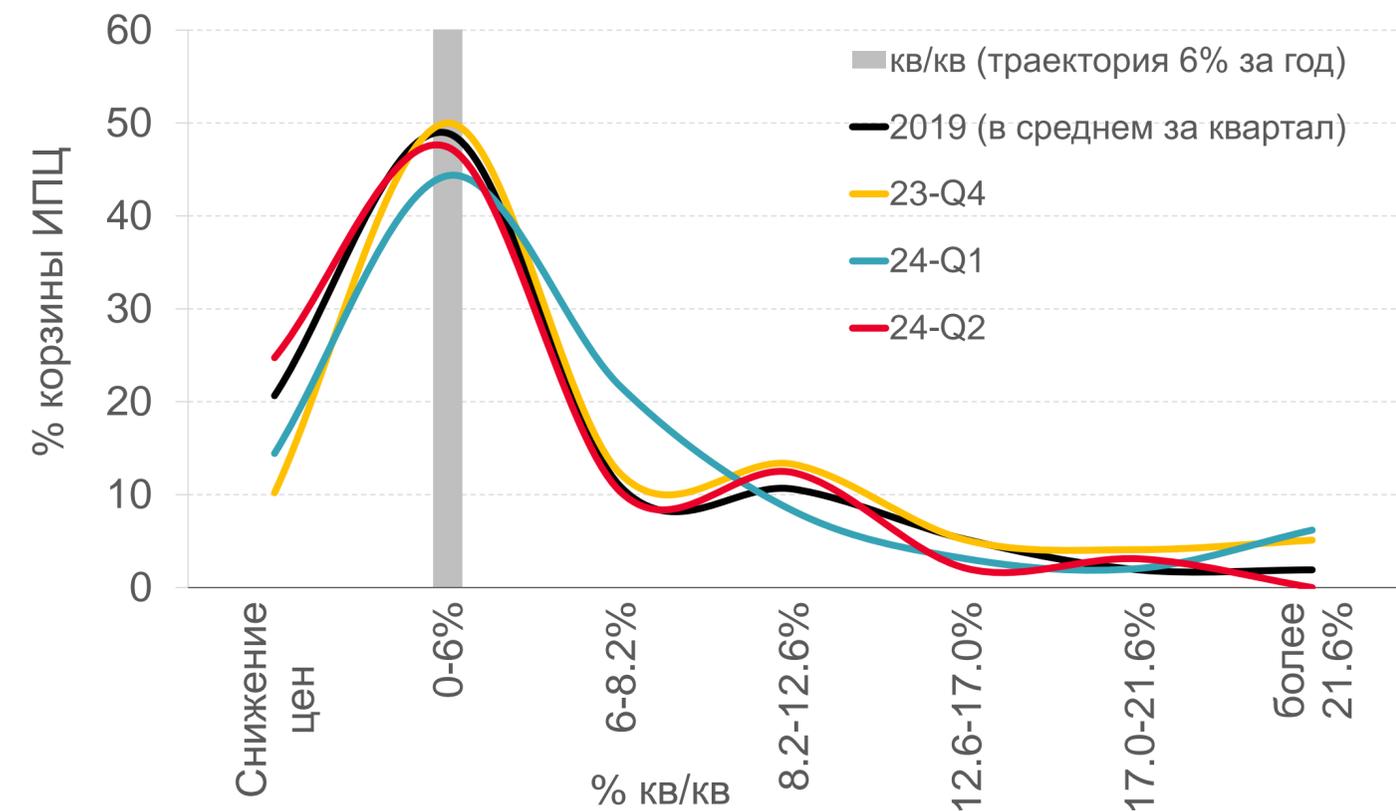
## Уровень цен компонент ИПЦ (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на основе данных Белстата.

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

## Распределение прироста цен (с устранением сезонности)

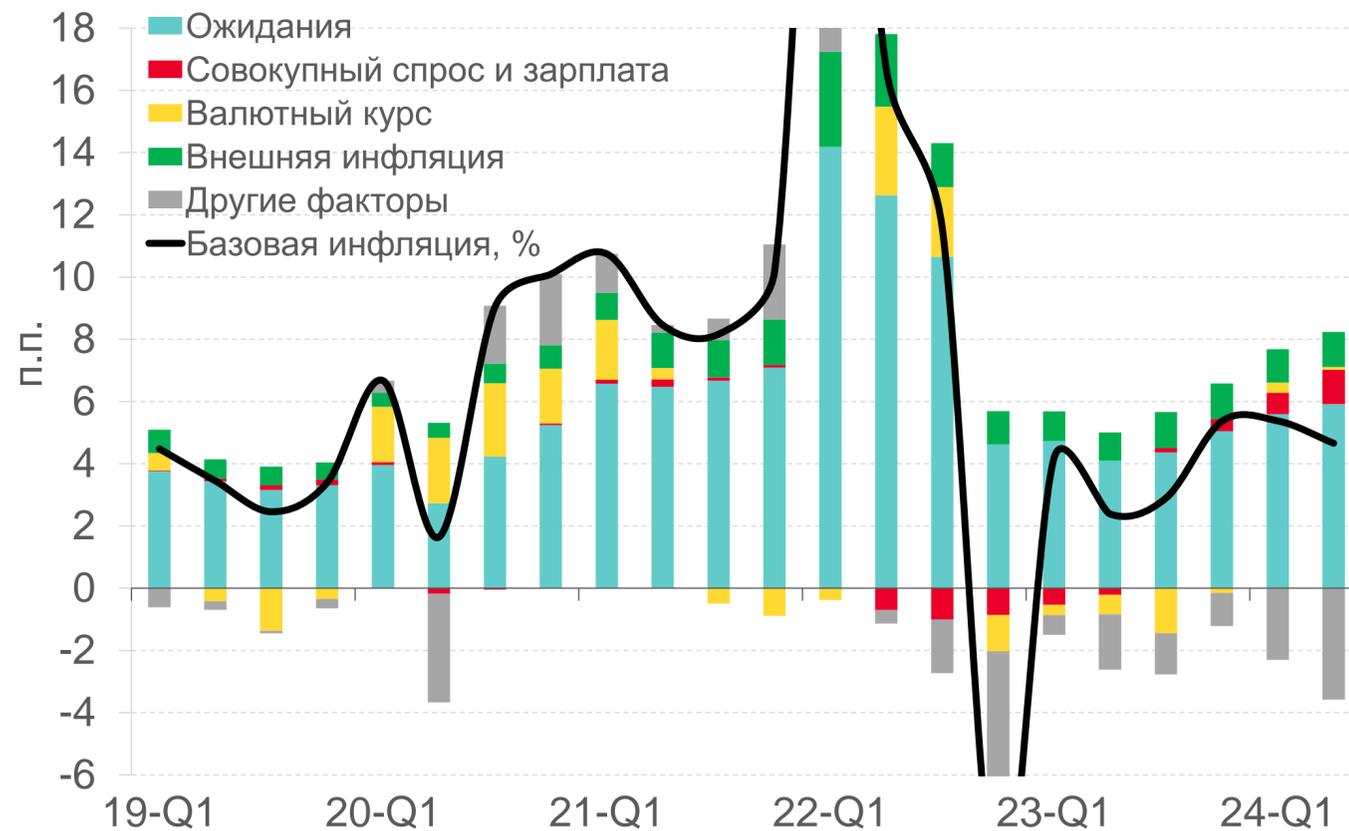


Инфляция нерегулируемых услуг (без ж/д и авиабилетов) –  $\approx 8\%$  кв/кв в II кв. 2024 г.

Уровень цен на нерегулируемые услуги в июне 2024 г. более чем на 4% превышал уровень цен на непродовольственные товары.

# Проинфляционные факторы преобладали в II квартале, но не переносились полностью в цены из-за их строгого регулирования

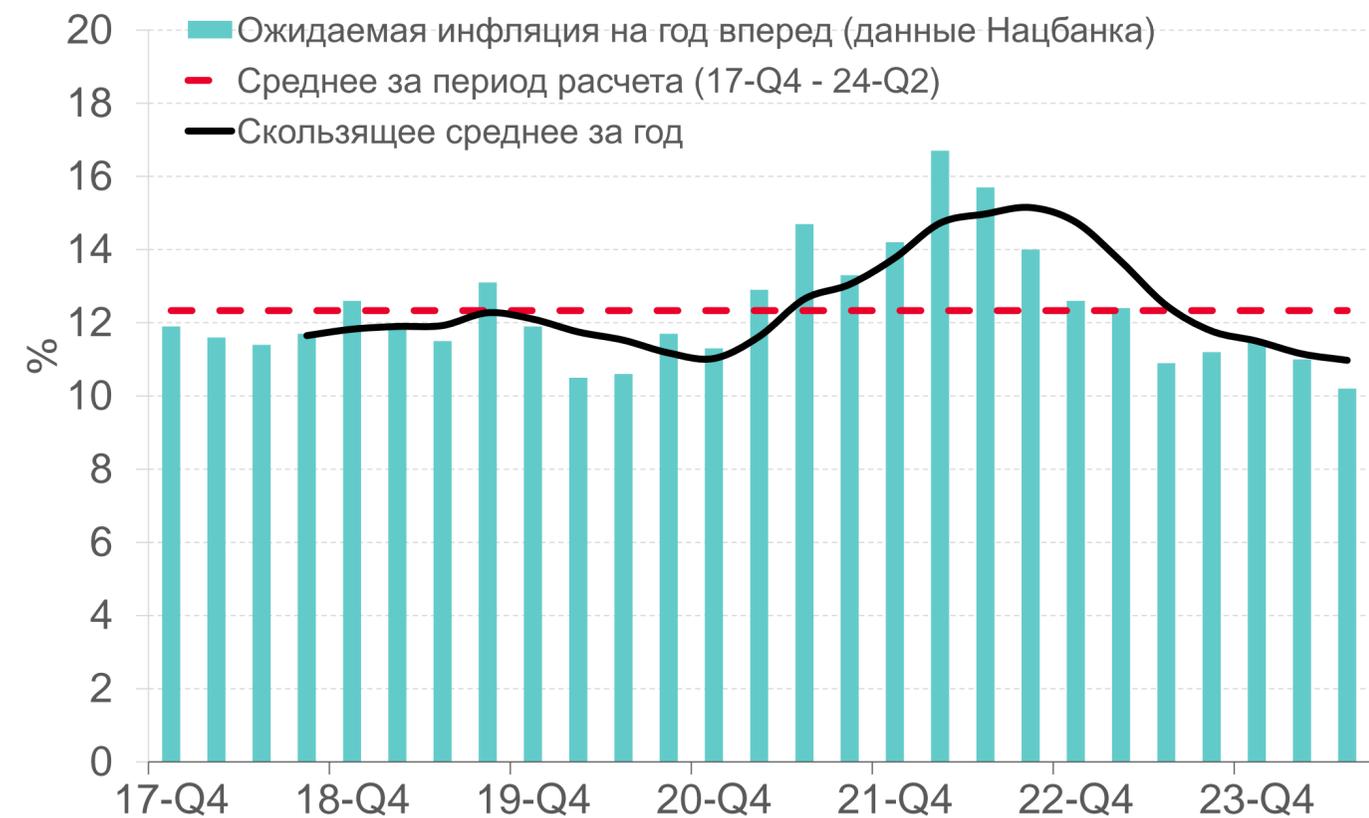
## Декомпозиция базовой инфляции (кв/кв, логарифм. данные, на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM BEROC, данных Нацбанка.

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. При поступлении новых данных динамика индикаторов уточняется.

## Ожидаемый населением прирост цен на год (по данным Нацбанка)

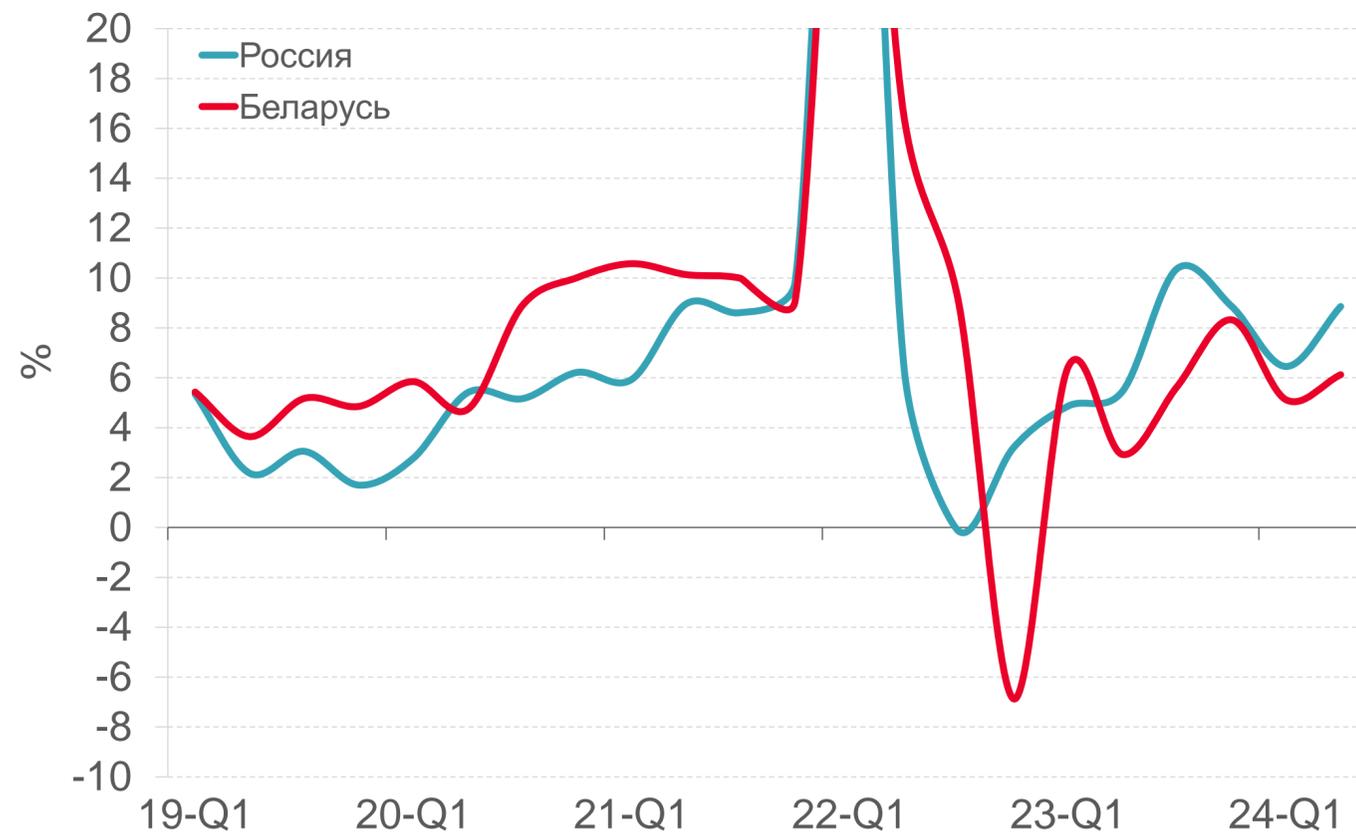


Тотальный ценовой контроль – главный ограничитель инфляции. Без учета вклада ценового контроля инфляция в июне составила бы не 5,8% г/г, а ≈10–11% г/г.

Не провоцировали ускоренного роста цен в II кв. и инфляционные ожидания, которые также могут находиться под влиянием эффектов ценового контроля.

# Внешнее ценовое давление возросло: инфляция в России ускорилась почти до 9% кв/кв, стоимость перевозки грузов увеличивалась двузначными темпами

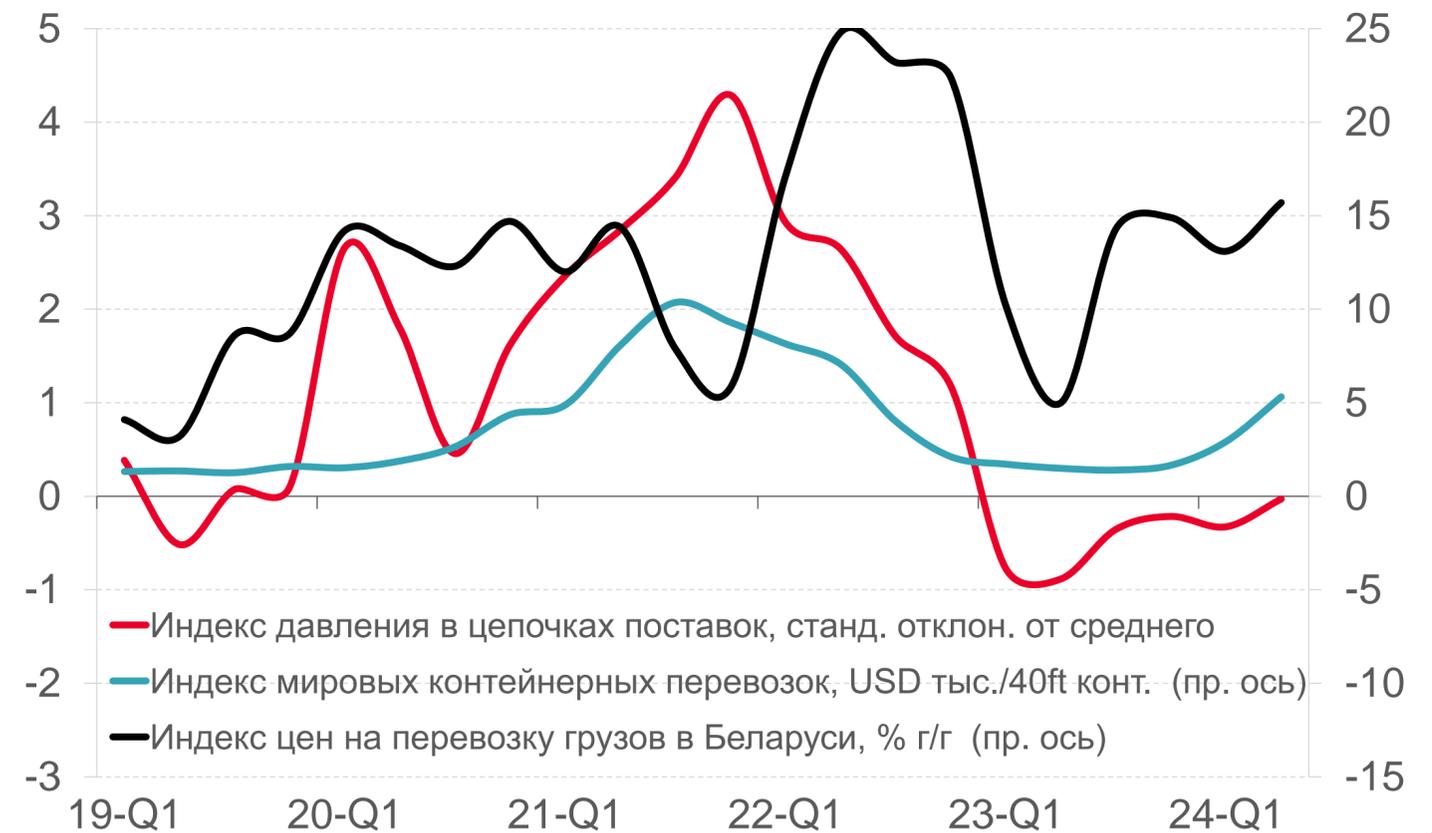
## Инфляция в Беларуси и России (кв/кв)



**Источник:** расчеты на основе данных Белстата, Росстата, ФРБ Нью-Йорка, Drewry World Container Index and Supply Chain Advisors..

**Примечание:** г/г – темп прироста месяц к соответствующему месяцу предыдущего года; кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности.

## Индикаторы давления в цепочках поставок



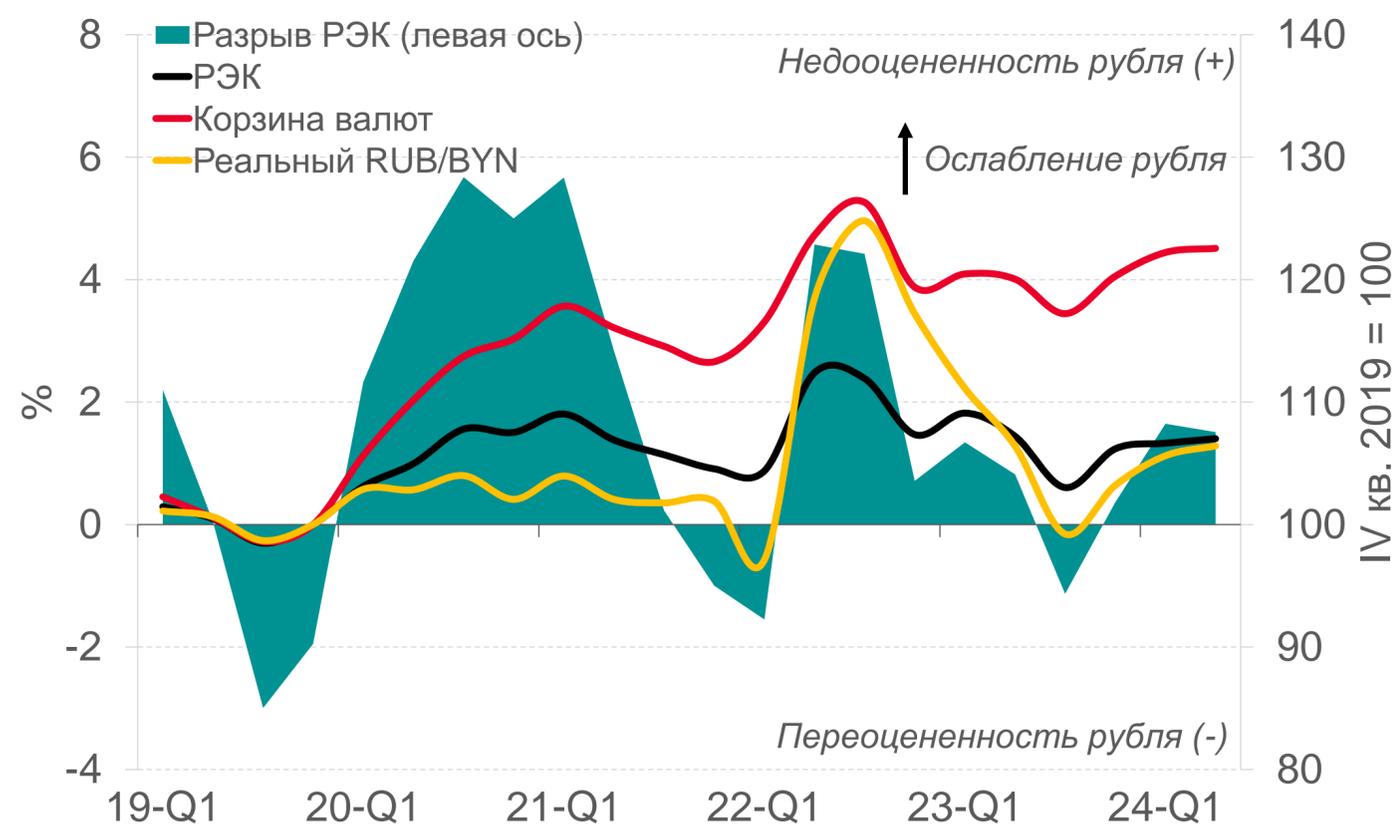
**Дополнительный проинфляционный фактор:** подорожание российской нефти Urals более чем на 26% г/г в II кв. 2024 г. и сужение ее дисконта к Brent с  $\approx 22$  \$/bbl. в II кв. 2023 г. до  $\approx 14$  \$/bbl. в II кв. 2024 г.

**Сокращение нефтяной ренты и подорожание самой Urals вынудили белорусские власти пойти на повышение регулируемых цен на топливо.**

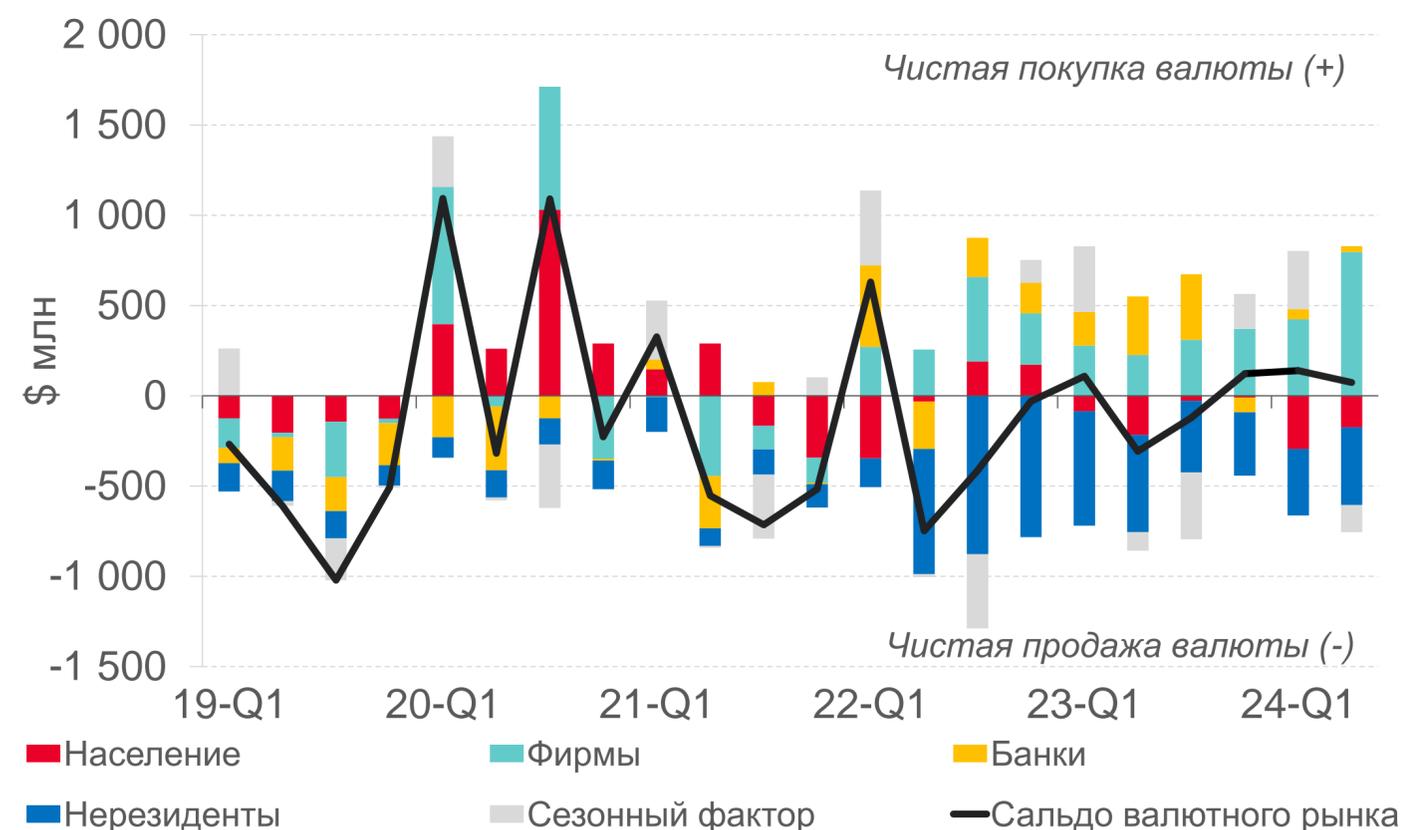
# Белорусский рубль недооценен около 1,5% к уровню равновесного реального эффективного курса, что соответствует небольшим проинфляционным эффектам



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



## Сальдо валютного рынка (сегменты – с устранением сезонности)



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

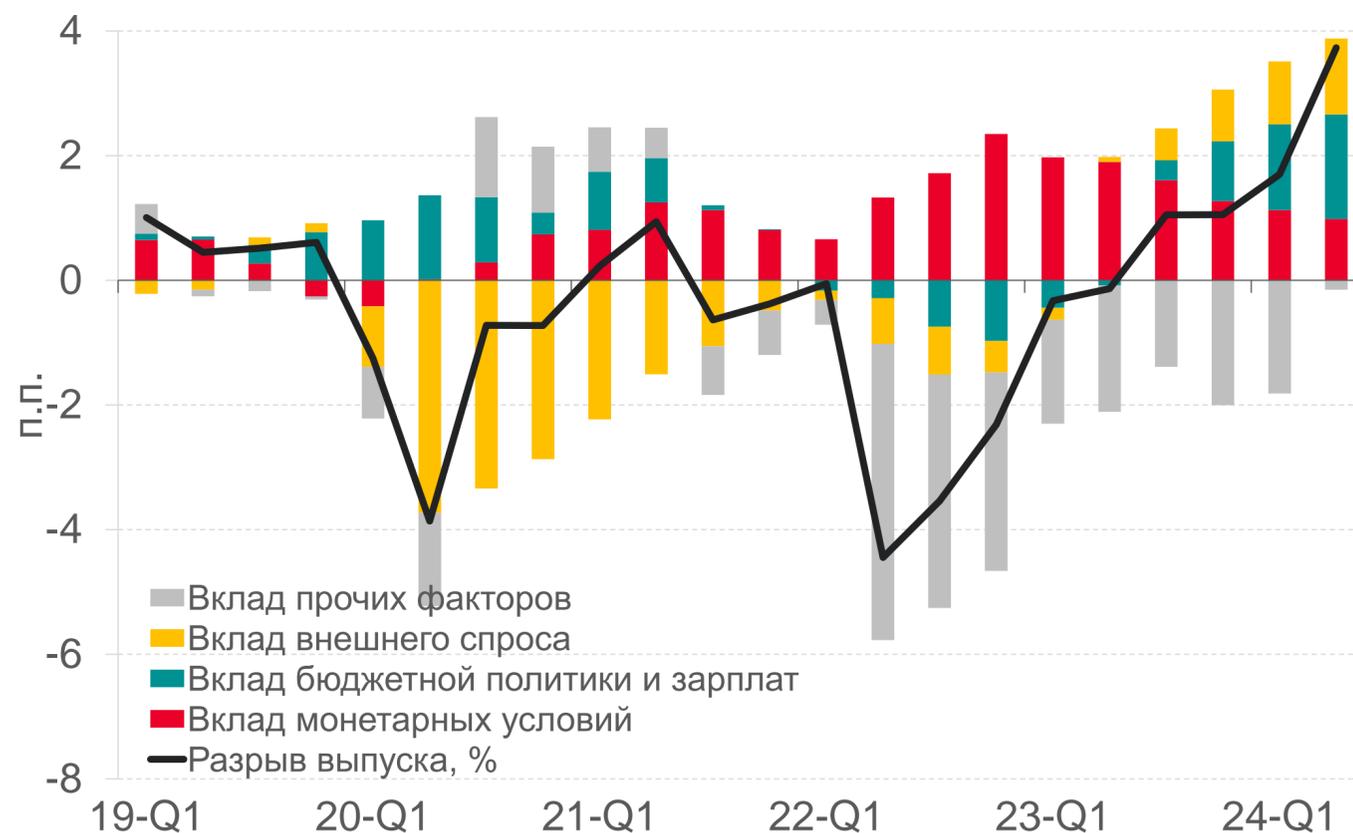
**Примечание:** РЭК – реальный эффективный курс белорусского рубля. Отклонение РЭК от равновесного уровня оценено на базе квартальной модели прогнозирования (QPM). Равновесный уровень РЭК представляет такой уровень РЭК, который не оказывает ни дополнительного проинфляционного, ни дезинфляционного влияния.

**Фирмы-резиденты – чистый спрос ≈\$0,8 млрд в II кв. 2024 г. (с устранением сезонности). Влияние сокращения профицита внешней торговли и роста дебиторской задолженности.**

**Нацбанк (сальдировано с Минфином) продал \$74 млн в II кв. 2024 г.**

# Избыточный спрос расширился до $\approx 3,7\%$ ВВП, ... ... а дефицит работников увеличился – давление на издержки возросло в II квартале 2024 г.

## 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  $\approx 3,7\%$  в II кв. 2024 г. – серьезный размер перегрева экономики, но пока не критичный.**

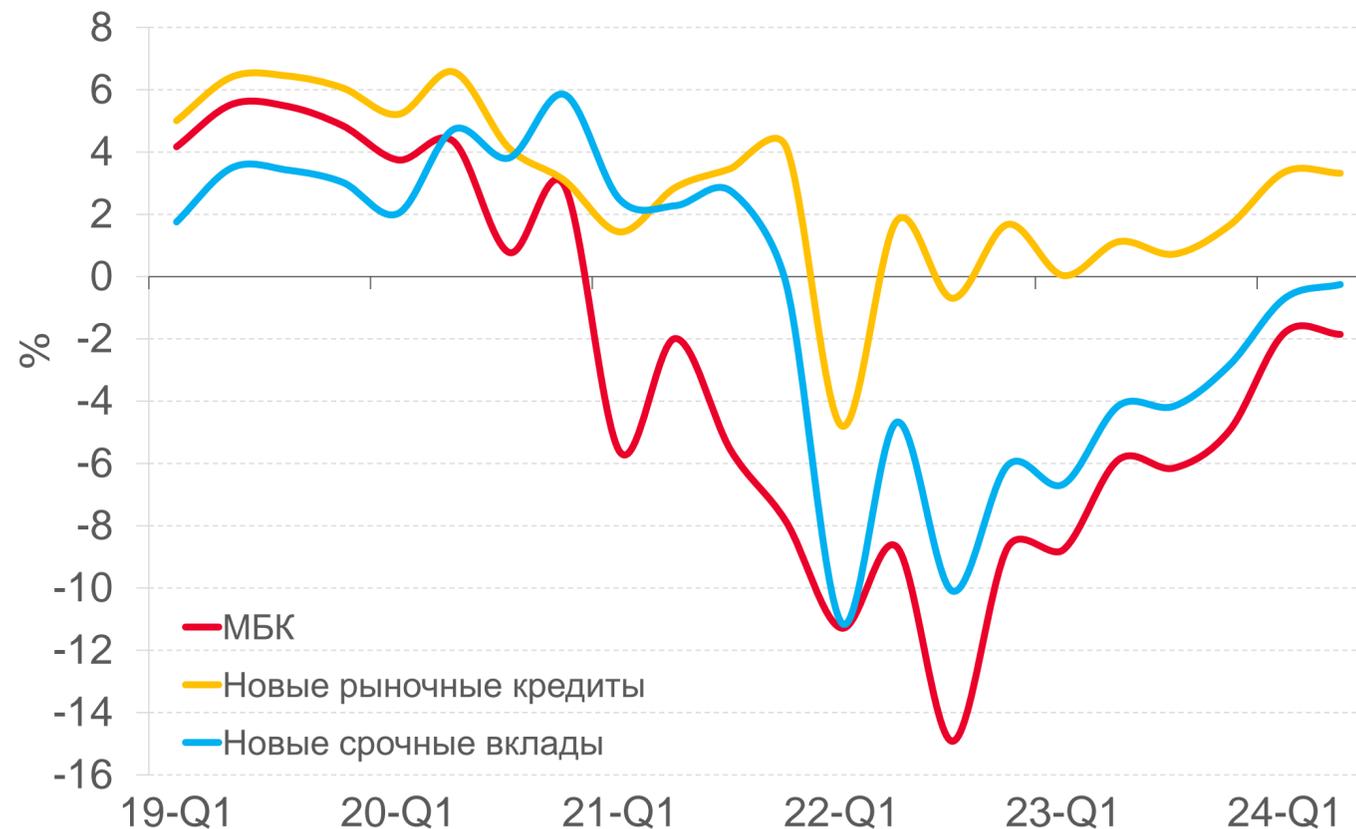
**Отношение безработных к вакансиям – менее 1,0 (с устранением сезонности). Проблема дефицита кадров крайне острая.**

**Мягкая экономическая политика – фактор перегрева экономики.**

# Реальные процентные ставки почти не изменились в II квартале 2024 г., но заметно выросли в сравнении с прошлым годом – стимул для экономики сузился



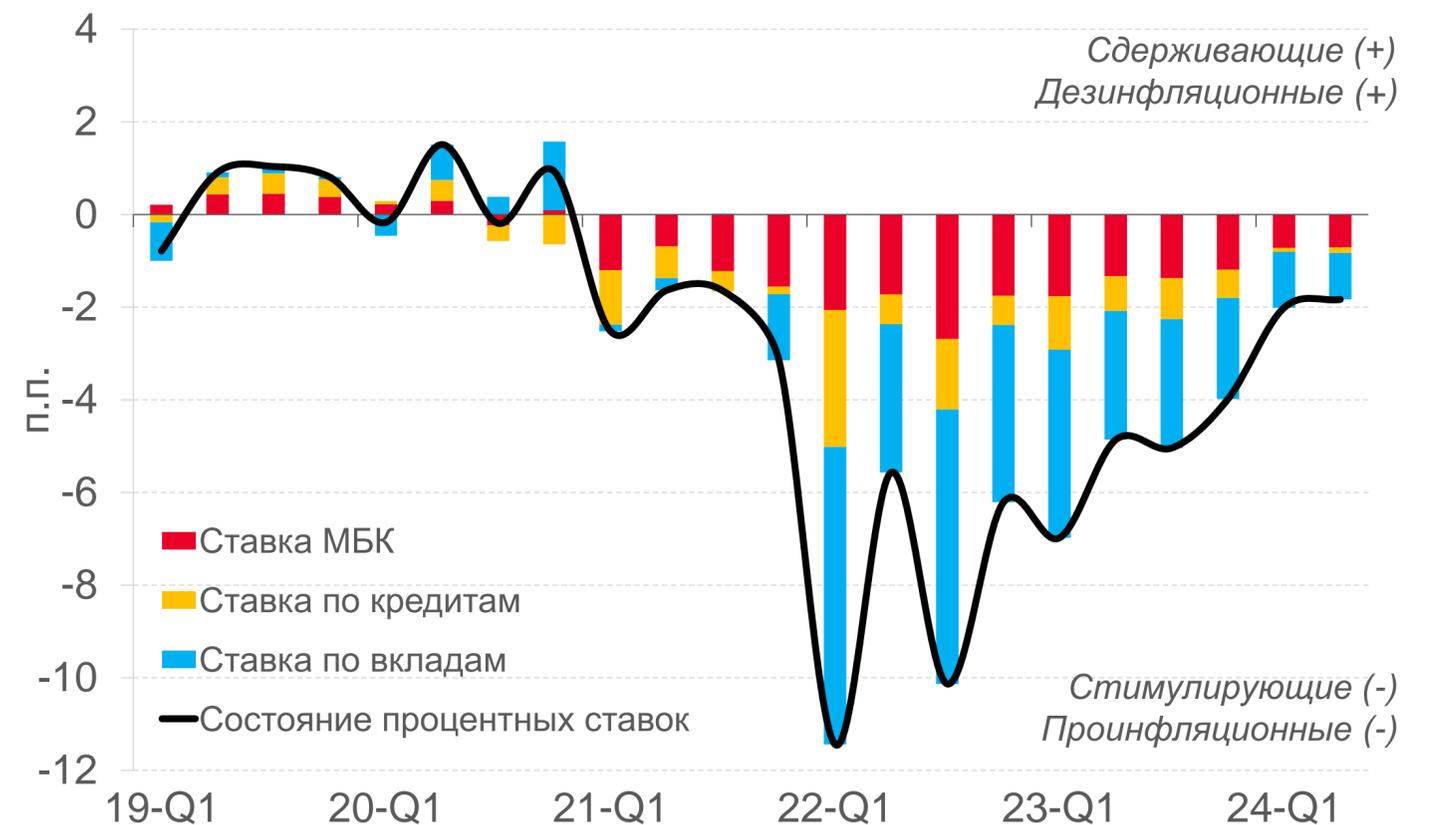
## Реальные процентные ставки (на базе QPM; в среднем за квартал)



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. При оценке реальных процентных ставок в IV квартале 2022 г. – IV квартале 2023 г. произведена их коррекция на эффект введения новой системы регулирования цен на рациональные инфляционные ожидания (рассчитываемые в рамках QPM).

## Состояние рыночных процентных ставок (на базе QPM)



Масштаб отклонения ставок от равновесных значений небольшой, а ставка по рыночным кредитам уже близка к нейтральному уровню.

Для ограничения рисков макроэкономической стабильности ставка МБК в II кв. 2024 г. должна была бы находиться на уровне выше 9%, а не 5%, какой она сложилась по факту.

# Спрос на кредит в среде сильного спроса на продукцию фирм оставался повышенным в II квартале 2024 г., так как процентные ставки не были ограничительными



## 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 –  $\approx 74\%$  в II кв. 2024 г. – около многолетнего пика.

Рост денежной массы оставался повышенным.

Кредитование растет в большей степени под влиянием экономических условий. Эмиссионное финансирование сохраняется, но, скорее всего, его темпы не усиливаются.

# Нацбанк с опозданием, ограниченно и не вполне последовательно отреагировал на возросшее инфляционное давление и проинфляционные риски

Экстренное решение: триггер – всплеск инфляции в России.

+ 2 п.п. до 20%  
норма резервирования  
по валютным обязательствам



≈ Br0,4–0,5 млрд  
изъятие ликвидности  
(избыток ≈1-2 млрд)



повышение рыночных  
процентных ставок к  
концу года:



+0,5 п.п. до 11%  
верхняя граница процентного  
коридора Нацбанка  
(ставка по кредиту овернайт)

+0,5 п.п. до 12,5% (фирмы) и  
до 17,7% (население)  
повышение расчетных величин  
стандартного риска (РВСР)

- МБК – с 4-6% до ≈6-8%;
- рыночные кредиты – с ≈10,3% до ≈11-12%;
- срочные вклады – с ≈6,5% до ≈7,5-8,5%.

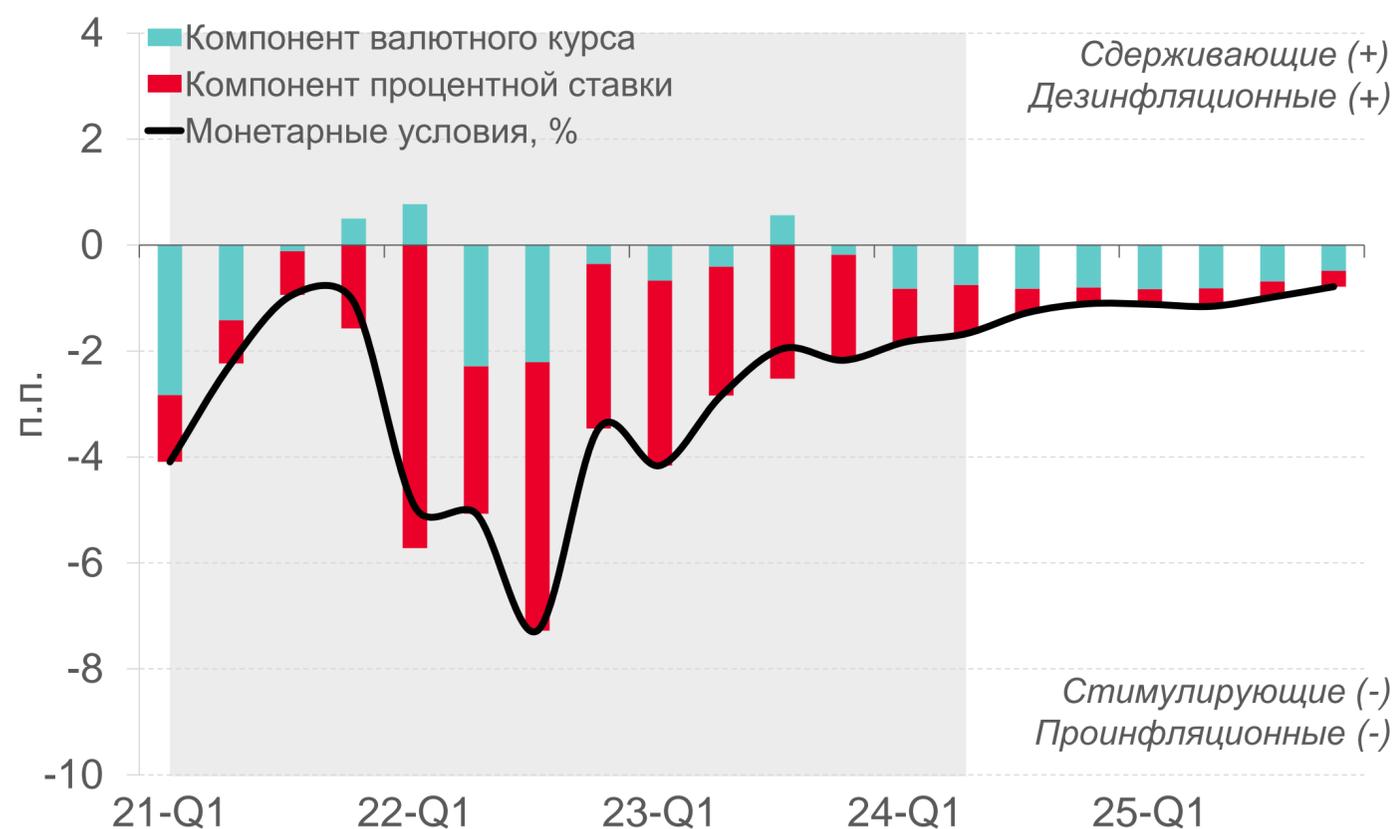
## Ликвидность банковской системы (в среднем за месяц)



При сохранении инфляции в диапазоне 5–7% г/г такое повышение номинальных процентных ставок будет означать сужение денежно-кредитных стимулов и постепенное приближение денежно-кредитных условий к нейтральному характеру.

# Монетарные условия в части процентных ставок прогнозируются вблизи нейтральной уровни во второй половине 2024 года – 2025 году

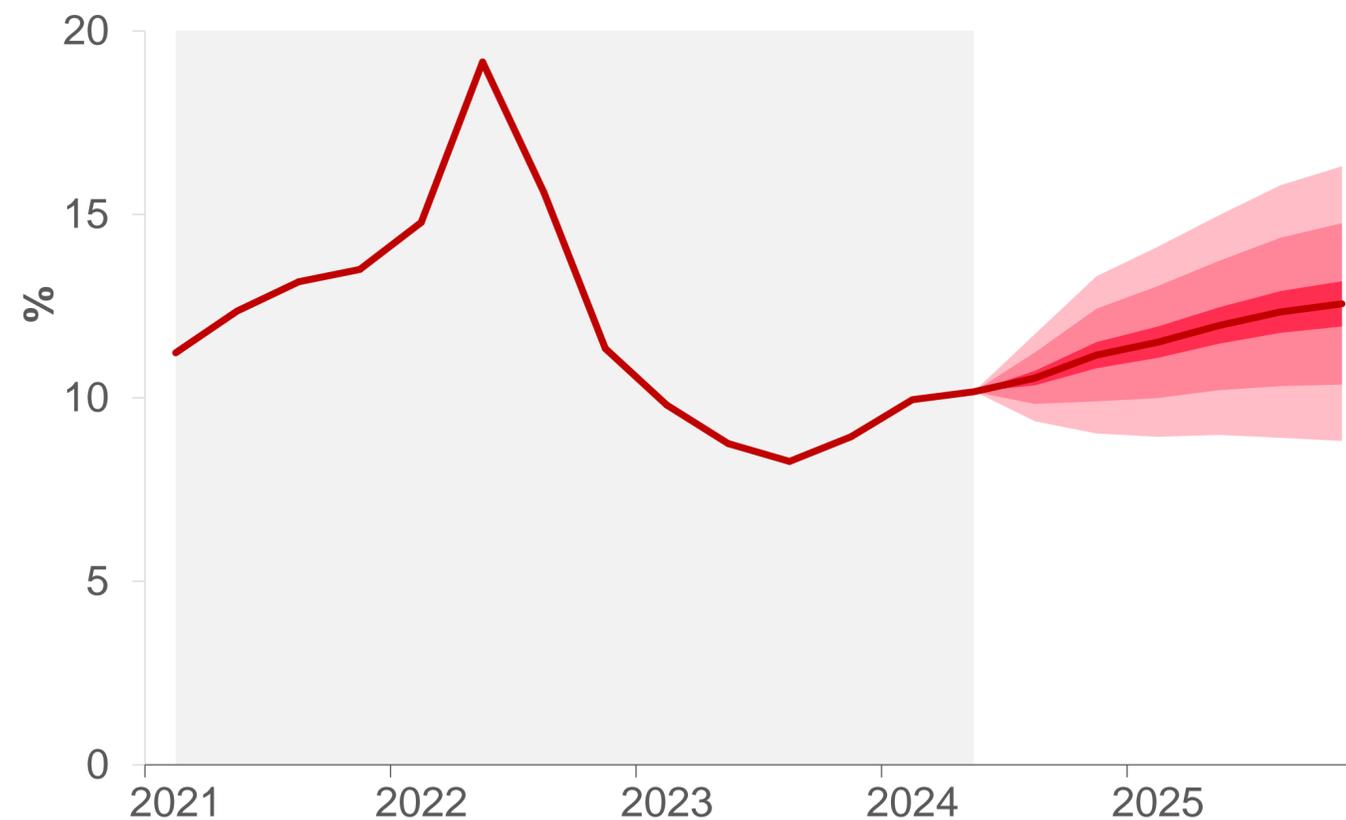
## Прогноз монетарных условий (на базе QPM)



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)

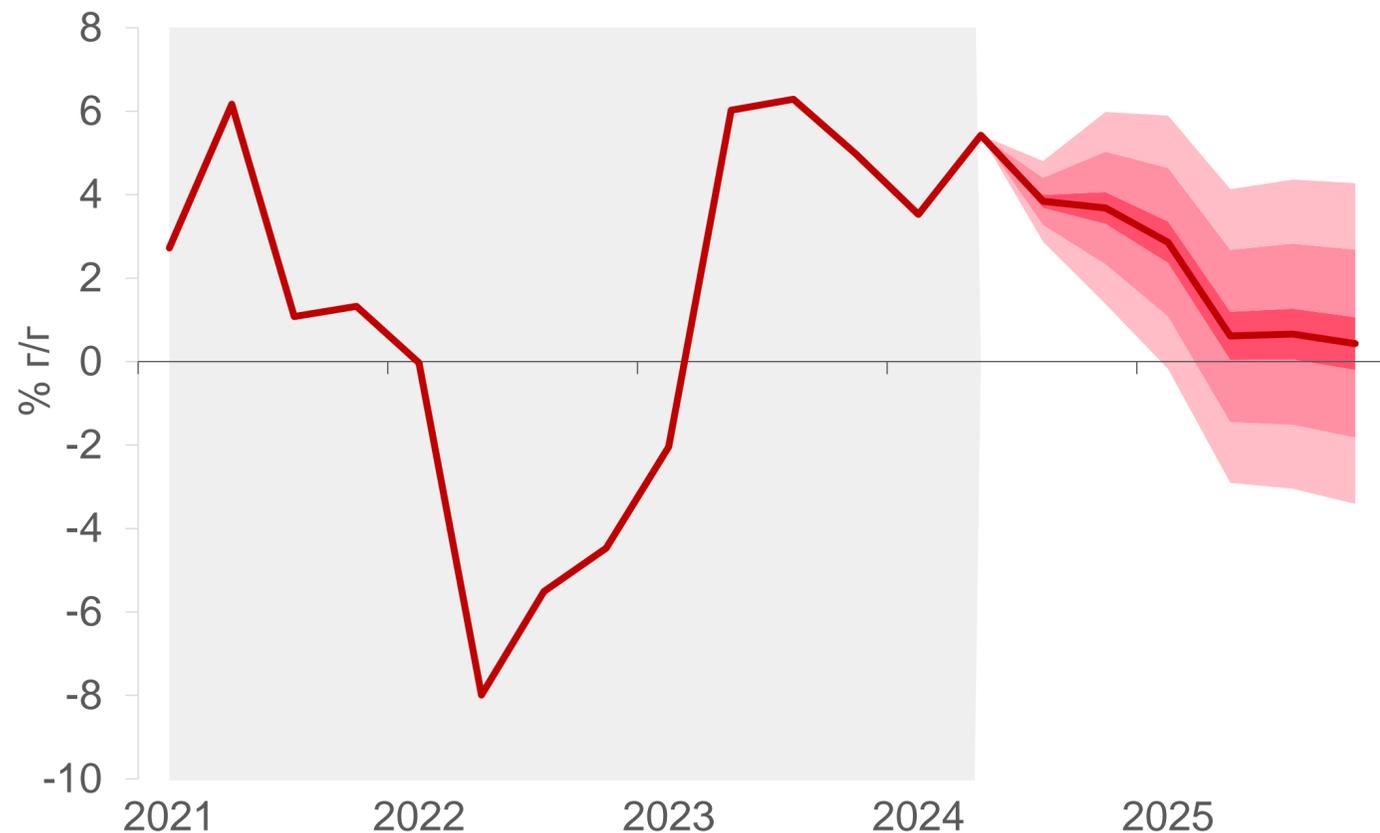


Ставка рефинансирования останется 9,5% в 2024 г. в силу ограниченной свободы действий Нацбанка.

Вероятно продолжение практики применения Нацбанком пруденциальных мер (РВСР, ограничители кредитной нагрузки) и, менее вероятно, резервных требований.

# Масштаб избыточного спроса немного уменьшится по мере сужения монетарных стимулов, ослабления динамики спроса в России и подстройки предложения

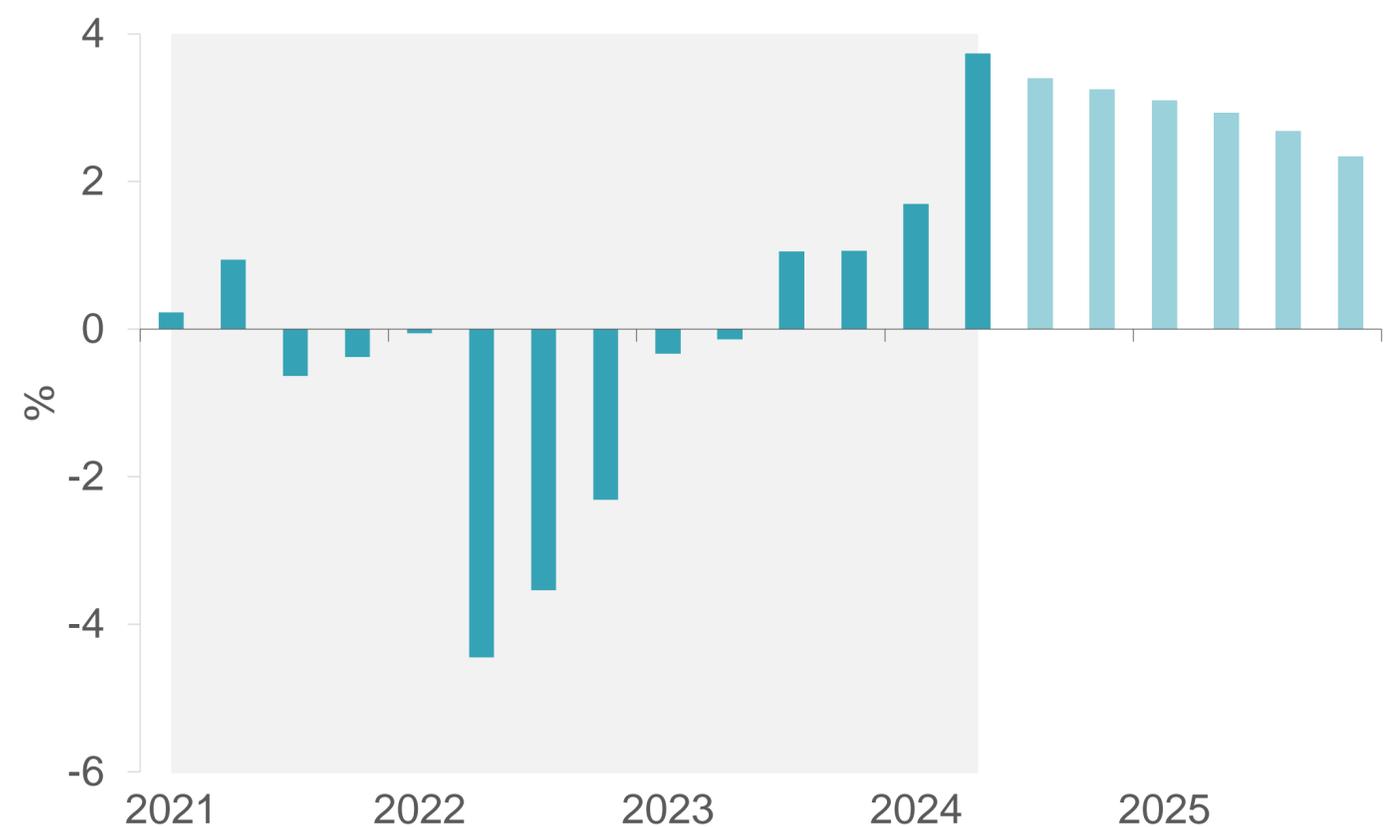
## Прогноз прироста реального ВВП (г/г; на базе QPM)



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)



Разрыв выпуска прогнозируется вблизи 3–3,5% во второй половине 2024 г. Это соответствует стагнационной динамике ВВП вблизи достигнутого в II кв. 2024 г. рекордного объема и прирост ВВП вблизи 4% в целом по итогам года.

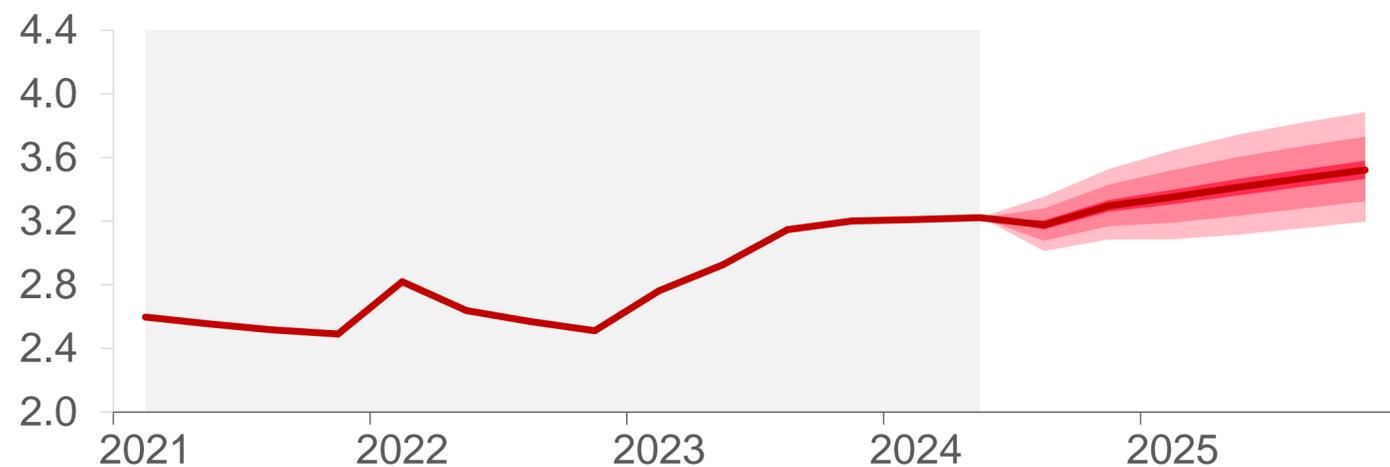
В 2025 г. разрыв выпуска сузится до 2–3%, что соответствует приросту ВВП на 0,5–1,5%.

# Белорусский рубль сохраняет потенциал умеренного ослабления – около 4% в терминах корзины валют в 2024 году и примерно 6% в 2025 году



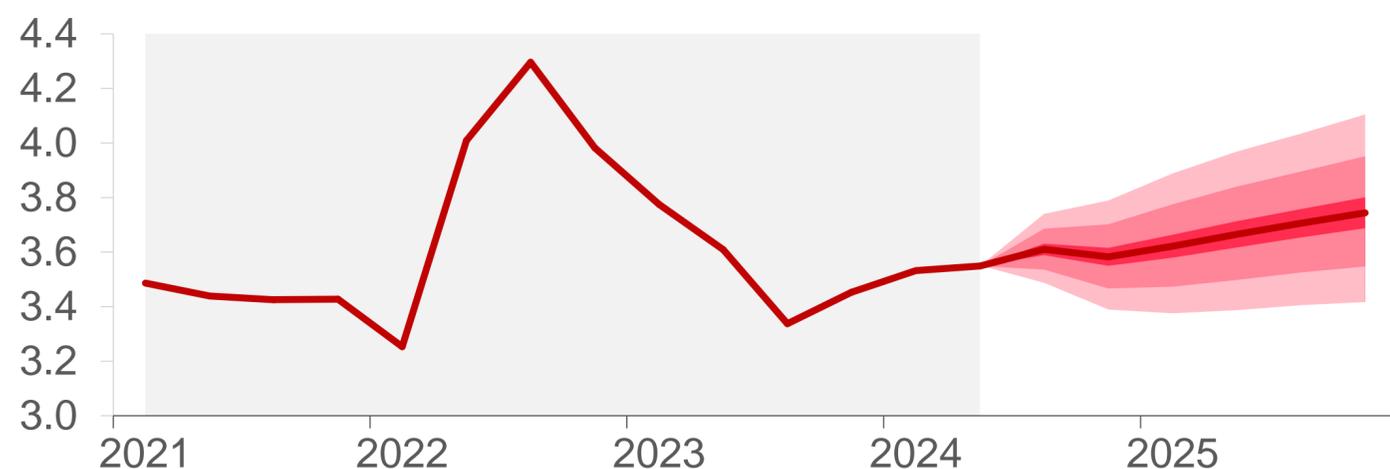
## Прогноз курса USD/BYN

(в среднем за квартал; на базе QPM)



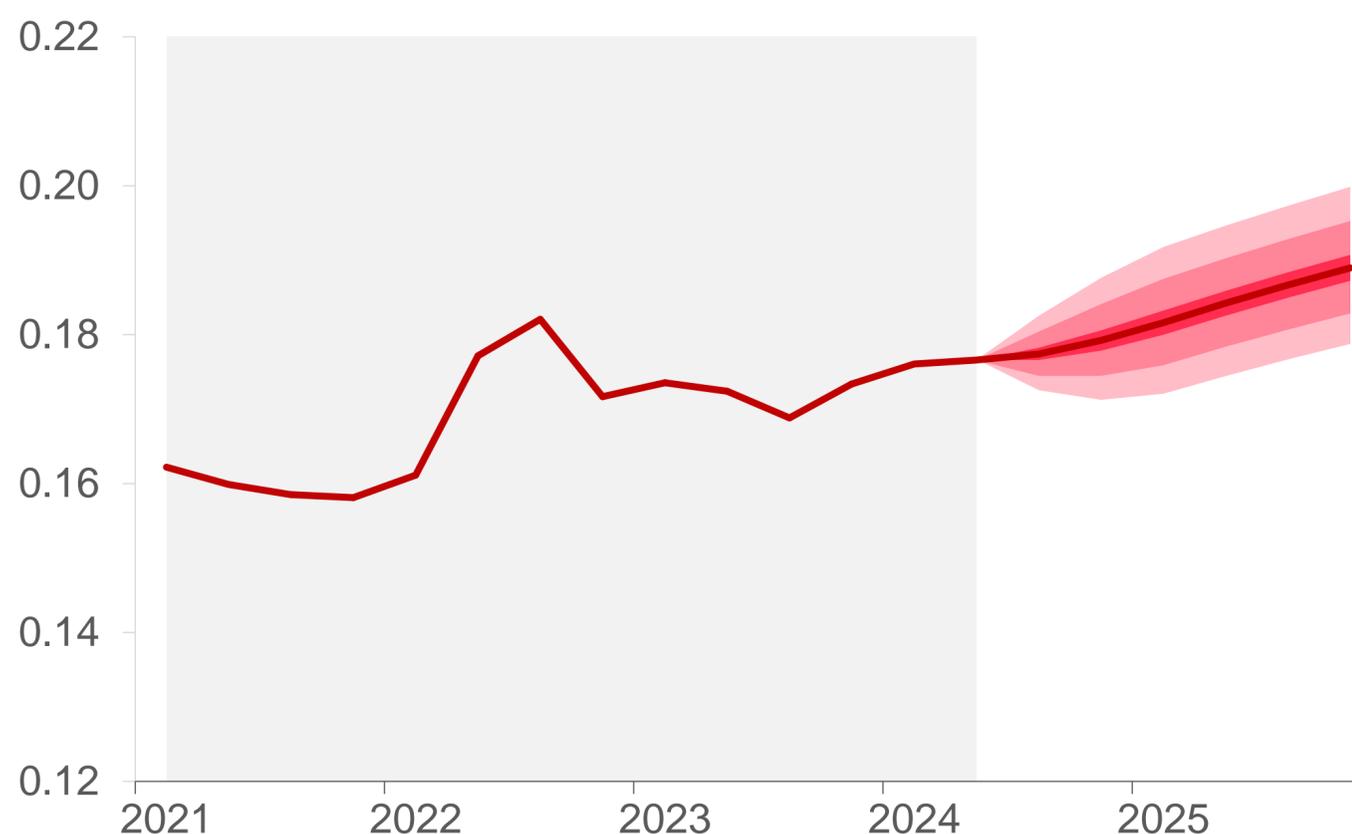
## Прогноз курса 100\*RUB/BYN

(в среднем за квартал; на базе QPM)



## Прогноз стоимости корзины валют

(в среднем за квартал; на базе QPM)



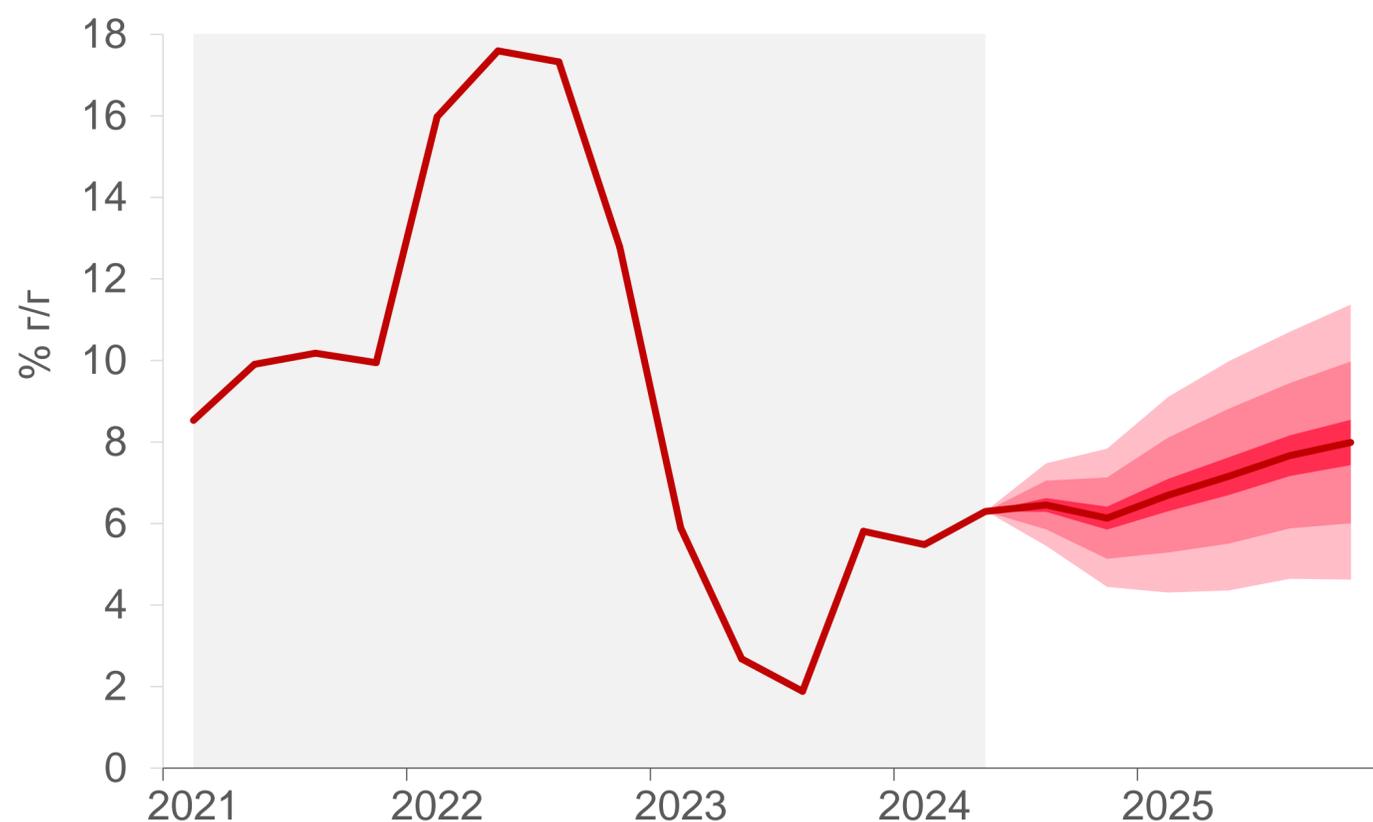
Новые существенные санкционные проявления и угроза разрывов логистических цепочек остаются факторами риска для курсовой динамики – их реализация приведет к неизбежности более значимого обесценения рубля, в том числе относительно российской валюты, чем предполагает базовый сценарий.

Источник: расчеты на базе QPM BEROC.

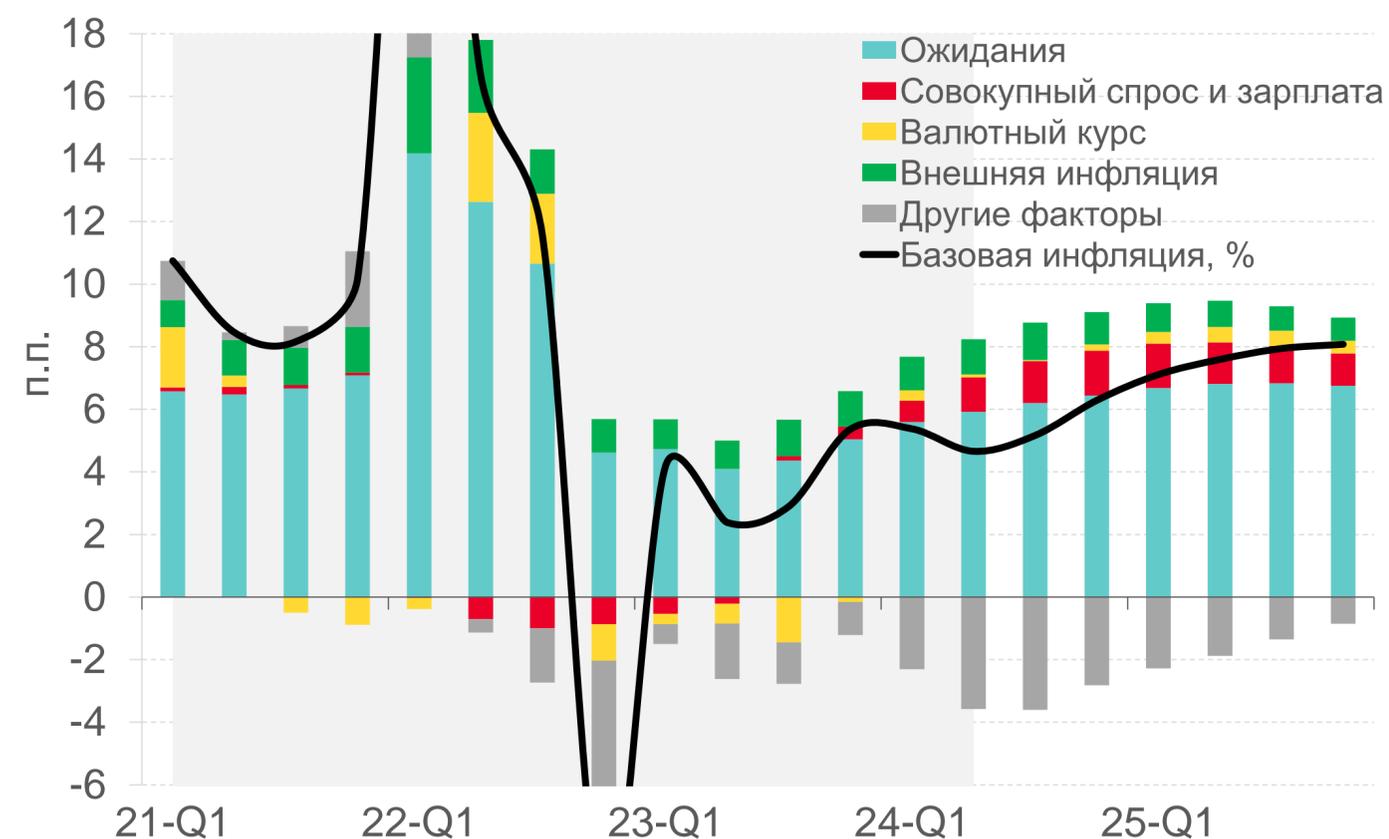
Примечание: диапазоны на диаграммах соответствуют 15%, 50% и 75% доверительным интервалам.

# Проинфляционные факторы будут превалировать в 2024–2025 годах, но из-за административного вмешательства цены останутся негибкими

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



## Факторы квартальной базовой инфляции (кв/кв; 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.

Избыточный спрос, дефицит кадров, повышенный рост цен в России и адаптация к новым санкционным проявлениям будут поддерживать повышенное проинфляционное давление.

Ценовой контроль – сдерживающий фактор.

Базовый прогноз – инфляция 5–7% г/г за 2024 г. и 6–9% г/г за 2025 г.

# Баланс рисков для роста цен на вторую половину 2024 года смещен в сторону проинфляционных

- **Размер избыточного спроса может превысить оценки по базовому сценарию, если внутренняя экономическая политика станет крайне мягкой:**
  - проблема дефицита работников при более высоком спросе останется острой;
  - повышенный спрос на импорт – давление на курс белорусского рубля.
- **Торможение подстройки предложения под возросший спрос – важная проинфляционная угроза:**
  - пробуксовка этого процесса вероятна при интенсификации проблем с поставками импортных товаров и комплектующих, заметном ухудшении внешних экономических условий и настроений бизнеса;
  - если спрос останется высоким без расширения производственного потенциала, то давление на цены существенно усилится.
- **Проинфляционные риски из внешнего сектора связаны с вероятностью длительного сохранения повышенной инфляции в России и разрывов глобальных цепочек поставок.**
- **Дезинфляционный риск – вероятность резкого «охлаждения» спроса в Беларуси и России.**
- **Влияние климатических особенностей текущего года на итоговый урожай сельскохозяйственных культур выглядит неопределенным.**