

Мониторинг экономики Беларуси: тенденции, настроения и ожидания

Обзор монетарной среды

I квартал 2024 г.

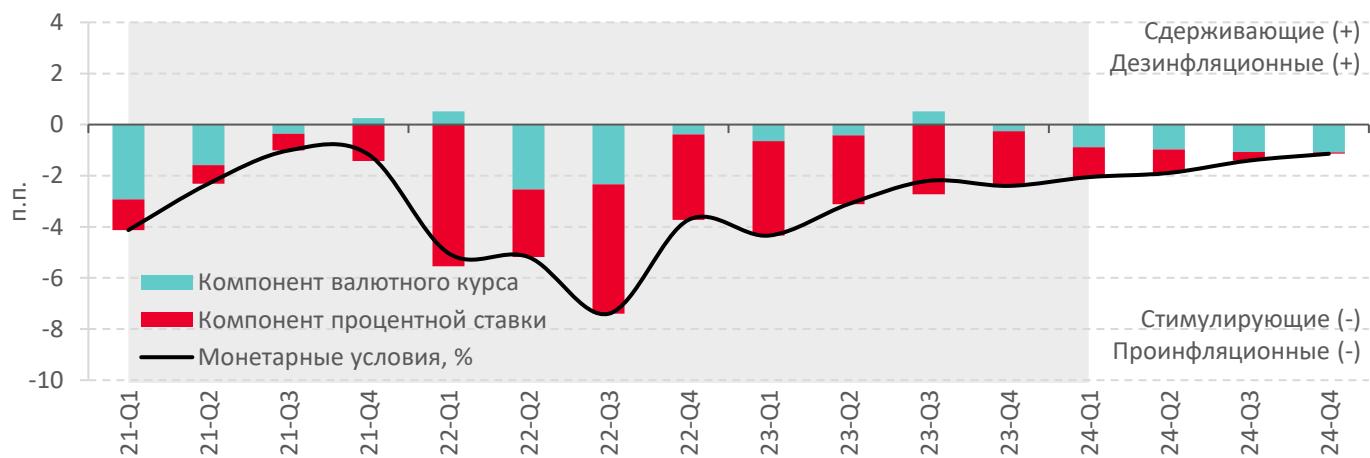
Май 2024 г.

Монетарные стимулы сужаются в 2024 году, но в недостаточной степени для купирования угроз макроэкономической стабильности

Монетарные условия в Беларуси оставались мягкими в I квартале 2024 г., но размер генерируемого ими стимула для экономической активности сократился вследствие повышения процентных ставок кредитно-депозитного рынка (рис 1). Валютный курс оказывал ограниченную поддержку ценовой конкурентоспособности белорусских производителей и сдержанное проинфляционное воздействие в начале текущего года.

В условиях нарастания перегрева белорусской экономики и рисков ценовой стабильности можно ожидать дальнейшего сужения монетарного стимула со стороны рыночных процентных ставок в результате действий Нацбанка (рис 1). Вместе с тем из-за отсутствия независимости от исполнительной власти реакция Нацбанка на угрозы для макроэкономической стабильности ожидается ограниченной и запаздывающей.

Рис 1. Характер монетарных условий белорусской экономики



Источник: расчеты на базе квартальной модели прогнозирования (QPM) для Беларуси.

Примечание: монетарные условия оценены как комбинация отклонений реальных процентных ставок по рублевым активам и реального эффективного курса рубля от своих равновесных уровней. Положительные значения монетарных условий указывают на их сдерживающий экономическую активность и дезинфляционный характер, отрицательные – на стимулирующий и проинфляционный характер. Мы используем один из способов оценки монетарных условий, результаты которого зависят от выбранного типа макроэкономической модели (QPM) и ее спецификации. Мы осознаем ограничения применяемого подхода.

Бюллетень «Обзор монетарной среды» представляет экспертный анализ монетарной и курсовой политики и сформированных под их воздействием монетарных условий в белорусской экономике. В бюллетене анализируются действия в области монетарной и курсовой политики, их влияние на экономику, оценивается характер монетарных условий и дается их краткосрочный прогноз. Методологической основой для анализа является модель квартального прогнозирования (QPM) для белорусской экономики.

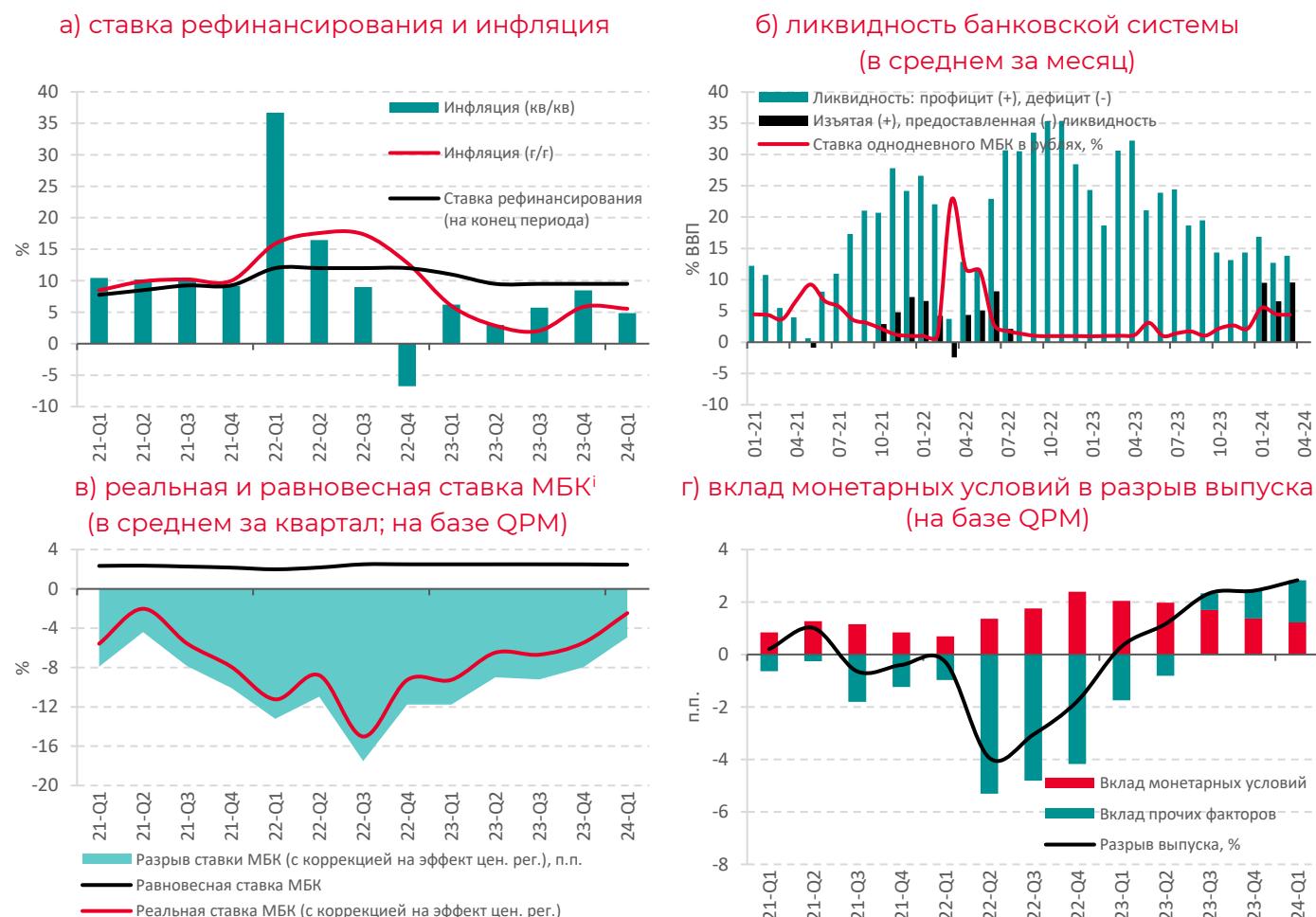
Авторы настоящего материала не могут быть ответственными за использование информации, содержащейся в данном бюллетене. Несмотря на всю тщательность подготовки материала его авторы не дают каких-либо гарантий и не принимают на себя какой-либо ответственности и обязательств в отношении точности, полноты и надежности информации, содержащейся в настоящем материале. Авторы настоящего материала не несут ответственности за потери и/или убытки любого рода, связанные с использованием информации, представленной в бюллетене.

1 Денежно-кредитная политика: меры, направленность, характер

Нацбанк сдержанно и с опозданием отреагировал на нарастание перегрева экономики и повышение инфляционных рисков

В I квартале 2024 г. Нацбанк увеличил резервные требования по обязательствам банков в иностранной валюте и вернул допуск банков к постоянно доступным операциям регулирования ликвидности. Эти меры способствовали ограничению избыточной ликвидности банков и устранили у них стимулы к размещению свободных ресурсов на межбанковском рынке (МБК) по ставкам меньше нижнего порога процентного коридора Нацбанка (ставка по депозитам овернайт – 4% в I квартале 2024 г.). В результате ставка МБК поднялась с 2,4% в IV квартале 2023 г. до 4,8% в I квартале 2024 г. (рис 2.6). Вместе с тем, так как профицит ликвидности в банковской системе сохранялся, а Нацбанк не проводил аукционных операций по ее изъятию и не повышал ставку рефинансирования (рис 2.а), то ставка МБК оставалась ниже своего нейтрального уровня. Как итог, **денежно-кредитная политика в I квартале 2024 г. оставалась стимулирующей для экономической активности, но размер стимула сократился** (рис 2.в). Оценки на базе QPM показывают, что даже при действующем ценовом контроле ставка МБК должна была находиться в диапазоне 7–8% в I квартале для ограничения рисков макроэкономической стабильности.

Рис 2. Динамика показателей денежно-кредитной политики



Источник: расчеты на основе данных Белстата, Нацбанка Беларусь, QPM.

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.ⁱⁱ

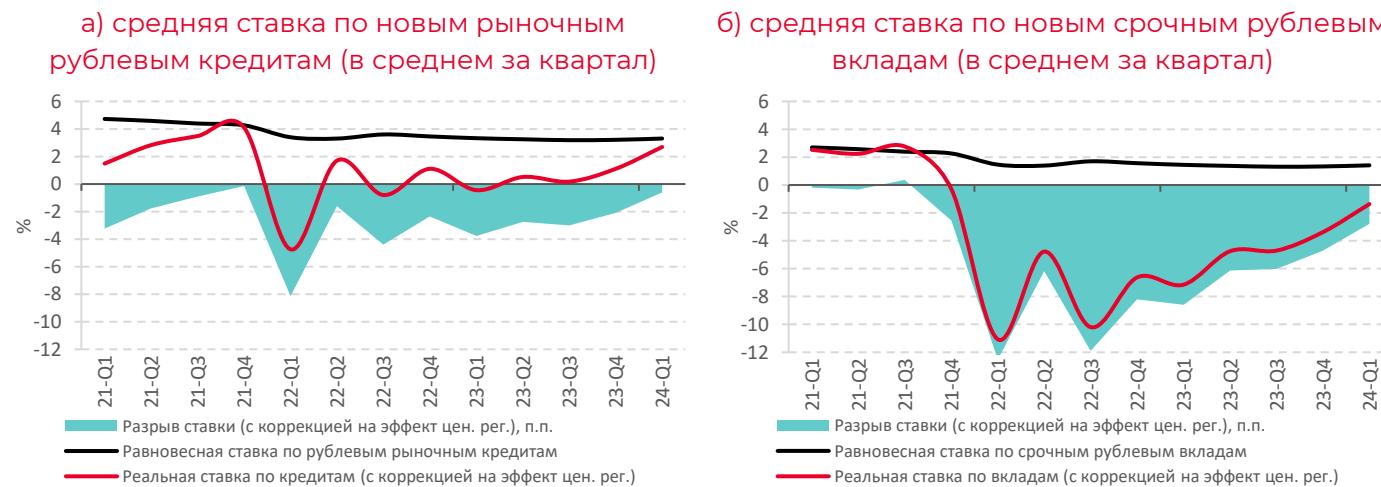
Сдержанное повышение ставки МБК и ее ожидаемое «прилипание» к нижней границе процентного коридора стало следствием крайне осторожных действий Нацбанка в среде его подконтрольности правительству и администрации президента

Запаздывающий характер монетарной политики делает ее не поглотителем, а акселератором шоков, что в совокупности с деградировавшими коммуникациями подрывает доверие к Нацбанку. Как следствие, мягкие монетарные условия по-прежнему поддерживали избыточный спрос в белорусской экономике, а положительный разрыв выпуска в I квартале 2024 г. оценивается на базе QPM в размере $\approx 2,8\%$ (рис 2.г). В сочетании с напряженной ситуацией на рынке труда перегрев совокупного спроса усиливал инфляционное давление, которое сдерживалось тотальным ценовым контролем со стороны правительства. В таких условиях происходило аккумулирование инфляционного навеса, который мог достичь, как минимум, 6% к концу I квартала 2024 г.

Процентные ставки по кредитам и вкладам в белорусских рублях выросли в I квартале 2024 г., но в среднем недотягивали до своих равновесных (нейтральных) уровней

Средняя номинальная ставка по новым срочным рублевым вкладам в I квартале 2024 г. повысилась на 1,4 п.п. в сравнении со средним значением предыдущего квартала – до 5,9%.ⁱⁱⁱ Средняя ставка по рыночным рублевым кредитам подросла на 1 п.п. – до 10,0%.^{iv} Повышение ставок кредитно-депозитного рынка стало следствием увеличения стоимости денежных ресурсов на межбанковском рынке. Реальные процентные ставки по кредитам и вкладам выросли в I квартале 2024 г. вслед за повышением номинальных. В результате наблюдалось сужение их стимулирующих эффектов для экономической активности и инфляции, однако **ставки все еще оставались ниже своих равновесных уровней, оцененных на базе QPM (рис 3)**. Следует отметить, что в части рублевых рыночных кредитов ставки приблизились к нейтральному уровню и при условии стабильности инфляционных ожиданий могут перейти в область нейтральных значений в течение 2024 г. В части срочных вкладов низкая доходность сохранялась в сегменте вложений организаций, в то время как ставки по депозитам населения, скорее всего, находились вблизи равновесных уровней. На последнее указывает сильный рост в IV квартале 2023 г. – I квартале 2024 г. доли денежных доходов населения, направляемых в срочные рублевые вклады, – ее размер вернулся к уровням второй половины 2019 г.

Рис 3. Характер реальных процентных ставок по рублевым кредитам и срочным депозитам банков



Источник: расчеты на базе QPM.

Примечание: реальные ставки рассчитаны на основе средних номинальных ставок между организациями и населением (по данным Нацбанка) и ожидаемой годовой инфляцией в следующем квартале (на базе QPM).

2 Курсовая политика: меры, направленность, характер

Белорусский рубль умеренно ослаб в I квартале 2024 г.

В среднем за I квартал 2024 г. стоимость корзины 3-х иностранных валют (российский рубль, доллар и юань) повысилась на 1,6% к значению IV квартала 2023 г. В терминах номинального эффективного курса белорусский рубль ослаб на 2% за этот период (рис 5.6). Колебания курсов к отдельным иностранным валютам преимущественно определялись динамикой их кросс-курсов на внешних рынках: в среднем за I квартал белорусский рубль ослаб на 0,3% к доллару, на 0,6% к юаню и на 2,4% кроссийскому рублю. Нацбанк сглаживал волатильность курса интервенциями: продажа валюты с его стороны (сальдировано с операциями Минфина) в I квартале 2024 г. составила \$139 млн (рис 4.а).

Рис 4. Динамика корзины иностранных валют и золотовалютных резервов



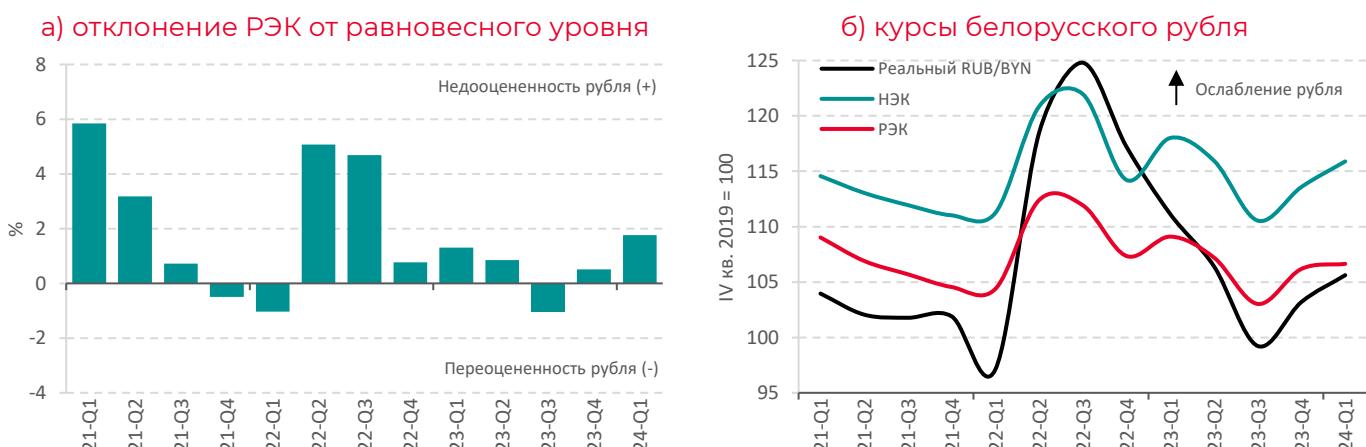
Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси.

Примечание: на рисунке 4.а с января 2019 г. по июнь 2022 г. – корзина 3-х валют (доллар, евро и российский рубль), с июля по декабрь 2022 г. – корзина 4-х валют (доллар, евро, российский рубль и китайский юань), с января 2023 г. – корзина 3-х валют (доллар, российский рубль и китайский юань). Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в JDemetra+. С выходом новых данных динамика уточняется.

Золотовалютные резервы выросли на \$225 млн за I квартал из-за подорожания золота

Достаточность резервов к началу II квартала 2024 г. оставалась низкой: их размер относительно импорта товаров и услуг оценивается около 2,1 месяца (рис 4.б), а наиболее ликвидной составляющей в иностранных валютах – около 0,8 месяца.

Рис 5. Эффективные курсы рубля и отклонение РЭК от равновесного уровня (на базе QPM)



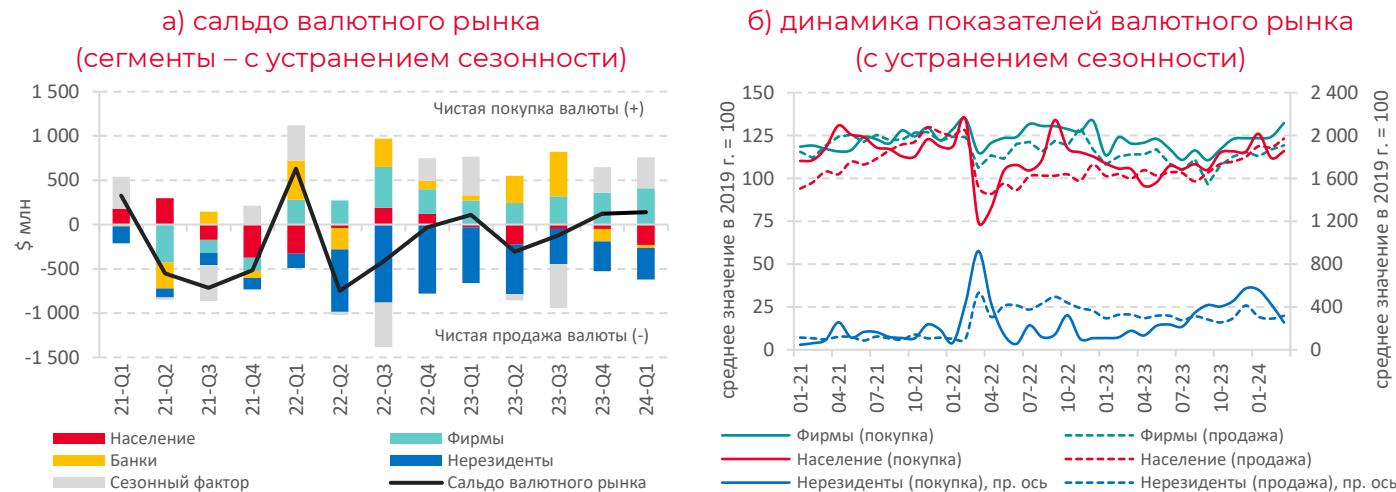
Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси, QPM.

Примечание: НЭК и РЭК – соответственно номинальный и реальный эффективный курс белорусского рубля.

Ослабление белорусского рубля выразилось в формировании его небольшой недооцененности в терминах реального эффективного курса в I квартале 2024 г.

Белорусские производители получили поддержку ценовой конкурентоспособности со стороны курсового фактора в начале текущего года, однако ее размер был ограниченным и меньшим в сравнении с первой половиной 2021 г. и летом – осенью 2022 г. (рис 5.а). В части воздействия на инфляционные процессы наблюдавшийся масштаб недооцененности национальной валюты имел сдержанный проинфляционный эффект. В то же время в I квартале 2024 г. усилился прямой эффект переноса валютного курса на потребительские цены, связанный с воздействием курса на стоимость импорта.

Рис 6. Состояние внутреннего валютного рынка



Источник: расчеты на основе данных Национального банка Беларусь.

Примечание: сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей в предыдущих периодах уточняется.

Ослабление рубля в I квартале 2024 г. стало результатом сезонного высокого спроса на валюту и небольшого дефицита внешней торговли товарами и услугами

Фирмы-резиденты устойчиво остаются чистыми покупателями валюты. В свою очередь чистая продажа валюты со стороны нерезидентов уменьшилась в IV квартале 2023 г. – I квартале 2024 г. В результате совокупное сальдо валютных операций фирм-резидентов и нерезидентов (с устраниением сезонности) было положительным (рис 6.а). Вероятно, такая динамика связана с формированием в I квартале 2024 г. небольшого дефицита внешней торговли товарами и услугами в среде избыточного спроса в белорусской экономике. Также нельзя исключать влияния уменьшения потоков импорта в Россию через Беларусь, на что может указывать снижение импорта и экспорта непродовольственных товаров Беларусью на 5,1% г/г и 1,6% г/г соответственно в январе-феврале 2024 г. после их взрывного роста в конце 2022 – начале 2023 гг.

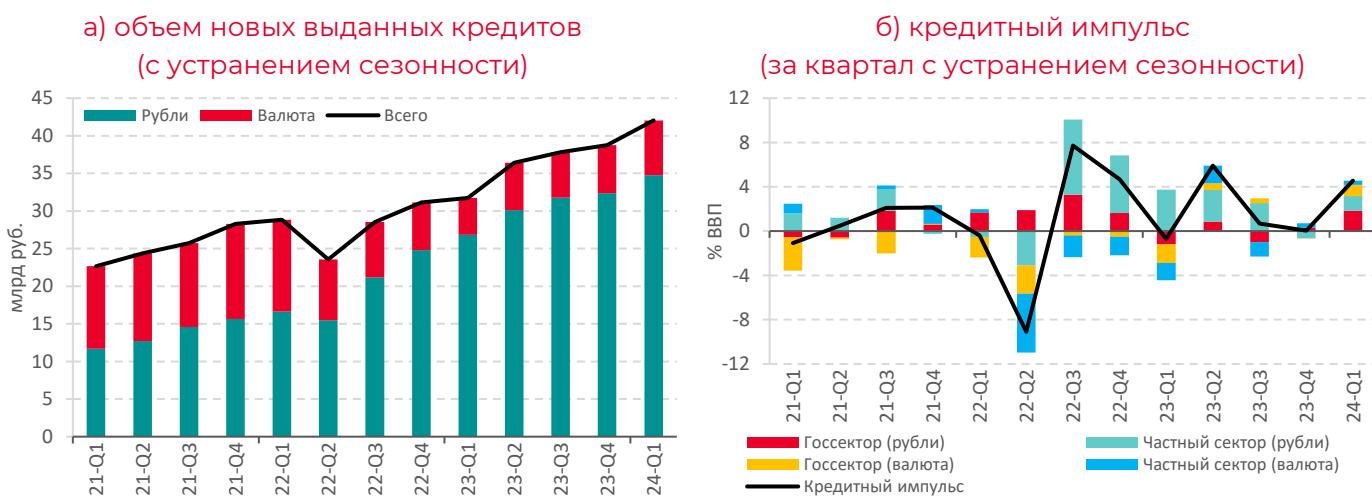
Поддержку валютному рынку оказывали операции населения. Несмотря на бурный рост доходов в среде нехватки работников, население продало более \$0,2 млрд на чистой основе (с устраниением сезонности) в I квартале 2024 г. (рис 6.а). Вероятно, повышенные риски вложений в иностранную валюту в условиях санкционного давления выражаются в росте спроса на сбережения в белорусских рублях и покупку недвижимости, а также усиливают стимулы к потреблению.⁵ Со стороны банков в I квартале 2024 г. отмечена небольшая чистая продажа иностранной валюты (рис 6.а).

3 Влияние монетарных условий на кредитно-депозитный рынок

Кредитная активность усилилась в I квартале 2024 г. в среде остававшихся мягкими денежно-кредитных условий и вероятного сохранения активной практики директивного кредитования

Кредитный импульс в I квартале 2024 г. заметно возрос благодаря наращиванию объемов нового кредитования (рис 7.6). Объем выданных кредитов примерно на 66% превысил средний уровень 2021 г. (рис 7.а), а относительно ВВП достиг ≈73%. К примеру, в 2017 г. объем новых кредитов составлял около 59% ВВП, в 2018–2019 гг. – порядка 64% ВВП, а в 2021 г. – 57% ВВП. Кредитная активность выглядит повышенной относительно равновесного уровня, что поддерживает объем выпуска в экономике на сверхоптимальном уровне (рис 2.г).

Рис 7. Динамика новых выданных кредитов и кредитного импульса



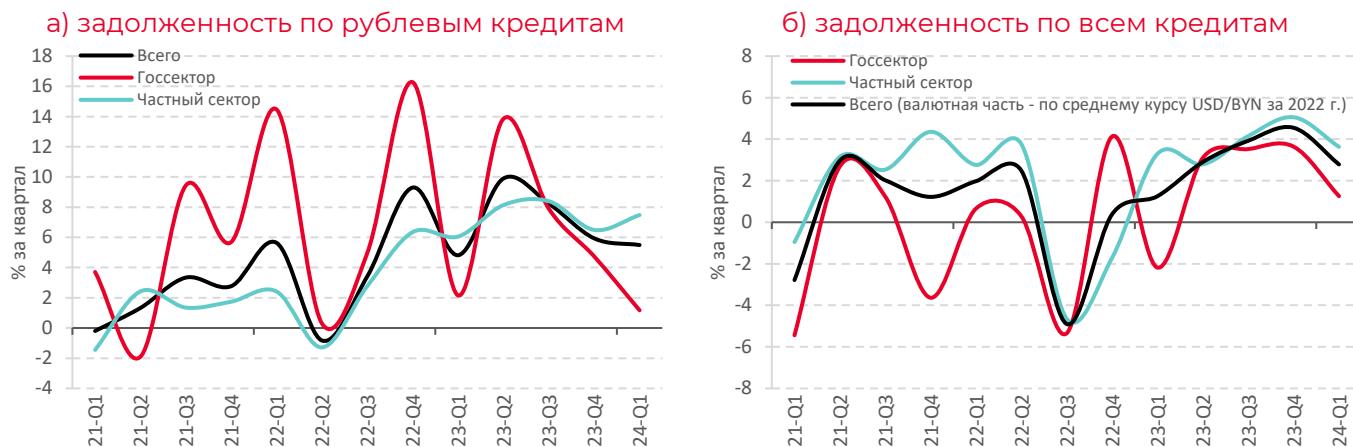
Источник: расчеты на основе данных Национального Банка Беларусь, Белстата.

Примечание: кредитный импульс рассчитан следующим образом: $ci_t = 100 * \left(\frac{cr_t}{ngdp_t} - \frac{cr_{t-1}}{ngdp_{t-1}} \right)$, где ci_t – кредитный импульс в период t , cr_t – сезонно сглаженный объем вновь выданных кредитов в период t , $ngdp_t$ – сезонно сглаженный объем номинального ВВП в период t . Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей уточняется.

В условиях ухудшившегося финансового состояния предприятий поддержание высокого объема выпуска требует большей кредитной поддержки

Несмотря на увеличение объемов нового кредитования, кредитная задолженность (преимущественно в сегменте организаций), которая учитывает погашения ранее предоставленных кредитов, замедлила рост в I квартале 2024 г. (рис 8). Это может означать, что все большая часть новых кредитов фирм идет на погашение долгов. Вероятно, что в среде тотального ценового контроля на внутреннем рынке и ухудшения ценовых условий торговли на внешних рынках, поддержание высокого объема выпуска требует все большего объема новой кредитной подпитки, а мягкие монетарные условия поддерживают благоприятные условия для этого процесса. Сохранение в таких условиях стимулирующей монетарной политики и активного директивного финансирования будет усиливать риски для макроэкономической стабильности.

Рис 8. Динамика кредитных вложений банков (прирост за квартал с устранением сезонности)



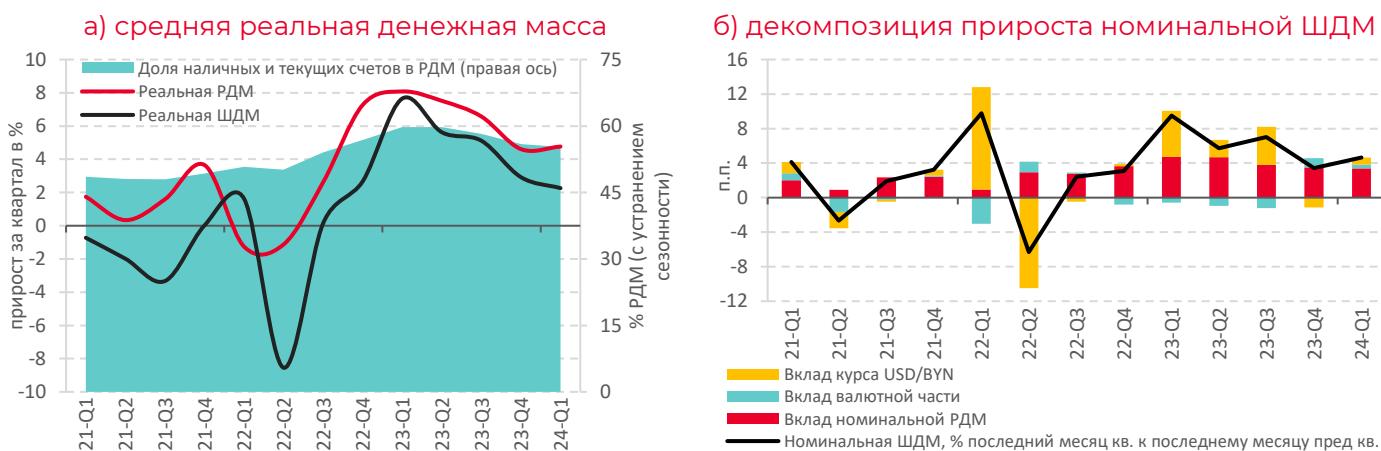
Источник: расчеты на основе данных Национального банка Беларусь.

Примечание: с выходом новых данных динамика показателей уточняется.

Денежная масса в среде сильной кредитной активности продолжала расти темпами, опережающими инфляционно-нейтральные

Широкая денежная масса (далее – ШДМ) увеличилась на ≈3,9% за I квартал 2024 г. в номинальном выражении (среднее за I квартал 2024 г. к среднему за IV квартал 2023 г.) или на ≈2,3% в реальном (все показатели с устранением сезонности). Рост ШДМ продолжил обеспечиваться рублевой составляющей (рис 9.б), которая приросла соответственно на 6,4 и 4,8% за аналогичный период (рис 9.а). Динамика ШДМ заметно опережала рост ВВП, и опережение фиксируется уже шестой квартал подряд. Кумулятивно с IV квартала 2021 г. по I квартал 2024 г. прирост номинальной ШДМ опередил прирост номинального ВВП на 24 п.п. Даже если допустить, что в довоенном IV квартале 2021 г. объем ШДМ был несколько ниже равновесного уровня, а после введения санкций значимость внутренних источников финансирования возросла, такой масштаб опережающего роста денежной массы над ростом ВВП формирует значительный импульс для расширения спроса в белорусской экономике. Без перехода денежно-кредитных условий хотя бы к нейтральному состоянию динамика денежной массы может оставаться завышенной относительно роста ВВП, что будет поддерживать избыточный спрос в экономике и проинфляционное давление.

Рис 9. Динамика средней денежной массы (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на основе данных Национального банка Беларусь, Белстата.

Примечание: ШДМ – широкая денежная масса. РДМ – рублевая денежная масса. С выходом новых данных динамика показателей уточняется. Реальный прирост денежной массы рассчитан путем дефлирования номинального прироста (среднее за квартал к среднему за предыдущий квартал) на изменение среднеквартального индекса потребительских цен (с устранением сезонности).

4 Краткосрочный прогноз монетарных условий

Нацбанк продолжит запаздывать с реакцией на инфляционные риски из-за отсутствия независимости и проблем во внутренних коммуникациях

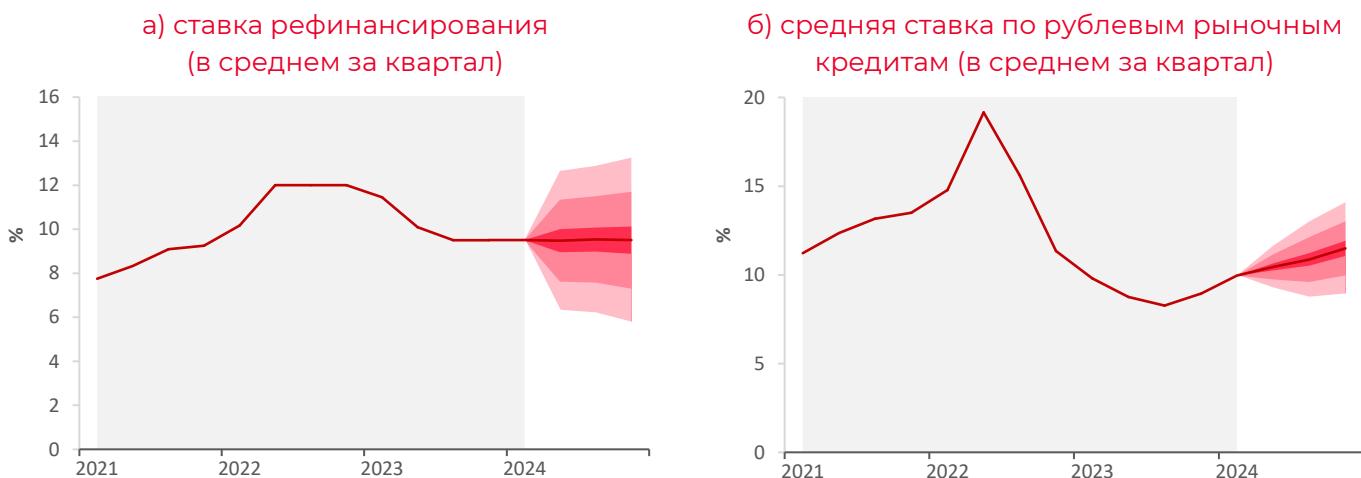
Ставка рефинансирования, к которой привязана стоимость директивных кредитов, прогнозируется вблизи текущего уровня 9,5% в 2024 г. (рис 10.а). Нацбанк в настоящее время не способен изменять ставку рефинансирования без одобрения правительства и администрации президента, а инструмент директивного кредитования продолжит активно применяться для противодействия экономическому спаду.

Тем не менее в условиях нарастания перегрева белорусской экономики и рисков ценовой стабильности Нацбанк будет задействовать другие инструменты воздействия на инфляционные процессы. Вероятным видится применение пруденциальных мер (расчетные величины стандартного риска, ограничители кредитной нагрузки) и резервных требований, а также медленное, при отсутствии сильных шоков, поднятие ставки по депозитам овернайт. Следствием этого станет повышение ставки межбанковского рынка, рост доходности банковских вкладов в белорусских рублях и дальнейшее удорожание рублевого рыночного кредитования. Средняя ставка по рыночным рублевым кредитам прогнозируется $\approx 10,7\%$ в 2024 г. (рис 10.б).

Стимулирующее влияние процентных ставок на экономическую активность сужится в 2024 году, а к концу года возможно их приближение к нейтральным значениям (рис 1)

О переходе монетарной политики к умеренной жесткости после ее экстремальной мягкости в 2022–2023 гг. пока речи не идет, а именно это было бы «здоровой» реакцией на аккумулирование инфляционного навеса и перегрев потребительского спроса.

Рис 10. Прогноз процентных ставок (на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM.

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

Давление на валютный курс со стороны внешней торговли возрастет в 2024 году

Избыточный спрос в экономике будет поддерживать высокий объем импорта. Экспорт будут сдерживать усиление конкуренции на российском рынке, инфраструктурные ограничения для дальнейшего наращивания поставок калия и нефтепродуктов на внешние рынки, достигнутые пределы загрузки производственных мощностей в промышленности, сохраняющееся санкционное давление и стагнация IT-сектора.

Негативное влияние на ценовые условия торговли окажет снижение цен на калийные удобрения на мировом рынке, а также уменьшение выгоды для Беларуси от импорта дешевой российской нефти Urals при сужении ее дисконта к цене нефти Brent. В результате, при отсутствии сильных шоков, состояние внешней торговли товарами и услугами может измениться с профицита 0,7% ВВП в 2023 г. на дефицит 0–1% ВВП в 2024 г. Это сформирует умеренное давление на курс белорусского рубля.

Белорусский рубль ослабнет на 4–6% в терминах корзины иностранных валют в 2024 году при прогнозируемой динамике внешней торговли и процентных ставок на внутреннем и внешних рынках

Динамика курсов рубля к отдельным валютам будет зависеть от траектории кросс-курсов на внешних рынках. При нахождении курса USD/RUB вблизи 92–93 российских рублей за доллар курс USD/BYN составит 3,3 белорусского рубля за доллар в среднем за 2024 г. (рис 11.а). Курс 100*RUB/BYN в таком случае прогнозируется в размере 3,6 белорусского рубля за 100 российских рублей в среднем в 2024 г. (рис 11.б).

Рис 11. Прогноз курсов белорусского рубля (на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM.

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

Отход от правил проведения монетарной политики обуславливает крайне высокую неопределенность прогноза денежно-кредитных условий

Нацбанк находится под давлением исполнительной власти и не обладает свободой действий. В связи с этим при замедлении роста экономики Беларуси возможно усиление экономических стимулов, в том числе монетарных, во второй половине года в попытке обеспечить выполнение цели по росту ВВП. Реализация подобного сценария обусловит формирование более мягких денежно-кредитных условий в сравнении с базовым прогнозом и чревата увеличением избыточного спроса до 5–6% потенциального ВВП к концу 2024 г. Это повысит угрозу макроэкономической и финансовой дестабилизации при появлении любого значимого внешнего или внутреннего шока.

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

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. Оценивание ненаблюдаемых переменных в QPM (например, равновесных (трендовых) компонент экономических показателей) осуществляется с помощью многомерного фильтра Калмана. QPM получила широкое применение для макроэкономического анализа, прогнозирования и проектирования монетарной политики в центральных банках, в том числе в [Национальном банке Республики Беларусь](#).

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 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.

Равновесная (нейтральная) процентная ставка

Уровень реальной процентной ставки, соответствующий темпам роста потенциального ВВП и равновесного реального эффективного курса.

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.

Равновесный реальный эффективный курс

Уровень РЭК, который не оказывает ни дополнительного проинфляционного, ни дезинфляционного влияния.

Примечания

ⁱ Реальные ставки рассчитываются путем корректировки номинальных ставок на ожидаемую годовую инфляцию в предстоящем квартале, рассчитанную в рамках QPM. Для корректного оценивания отклонения реальных процентных ставок от своих равновесных (нейтральных) уровней в QPM были внесены экспертные суждения в IV квартале 2022 г., I–III кварталах 2023 г. Это связано с тем, что введение новой системы ценового регулирования привело к ad-hoc снижению цен в IV квартале 2022 г., что существенно снизило рассчитываемые непосредственно в QPM рациональные инфляционные ожидания. Так как рациональные ожидания в модели используются для расчета реальных процентных ставок, то их резкое понижение привело к резкому повышению оценок реальных процентных ставок. Вместе с тем номинальные ставки по рублевым кредитам и вкладам в рассматриваемый период несколько раз переписали исторические минимумы, кредитование активно росло, а в структуре денежной массы доля «быстрых» денег достигла максимума за более чем двадцатилетний период. Для устранения влияния ad-hoc понижения цен на оценки монетарных условий было оценено влияние шока базовой инфляции на изменение рациональных инфляционных ожиданий в рассматриваемом периоде, и на масштаб этого влияния были скорректированы оценки отклонения реальных процентных ставок от своих равновесных (нейтральных) уровней.

ⁱⁱ 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, возвещенный в четвертую степень (инфляция в годовом эквиваленте).

ⁱⁱⁱ Номинальная средняя ставка по новым срочным рублевым депозитам повысилась с 4,5% в среднем за IV квартал 2023 г. до 5,9% за I квартал 2024 г., в том числе по вкладам фирм – с 3,9 до 5,4%, по вкладам населения – с 9,3 до 9,7%.

^{iv} Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях повысилась с 8,9% в среднем за IV квартал 2023 г. до 10,0% за I квартал 2024 г., в том числе по кредитам фирмам – с 8,8 до 9,9%, по кредитам населению – осталась на уровне 10,0%.

^v Расходы на конечное потребление домашних хозяйств, по предварительным расчетам, могли увеличиться более чем на 3% в реальном выражении в I квартале 2024 г. по отношению к IV кварталу 2023 г. (с устранением сезонности). В марте объем розничной торговли (в реальном выражении) почти на 14% превышал средний уровень 2021 г.