

# Мониторинг экономики Беларуси: тенденции, настроения и ожидания

## Обзор инфляции IV квартал 2023 г.

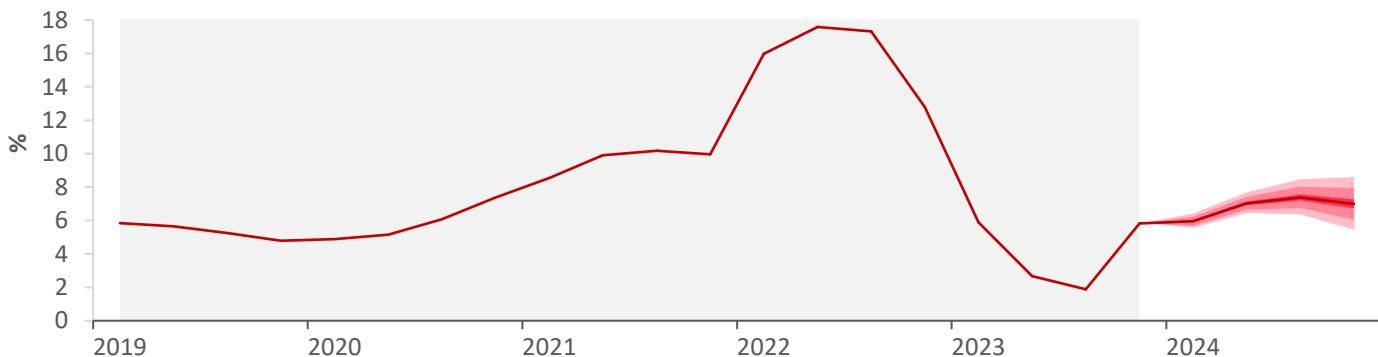
Январь 2024 г.

### Инфляция заметно ускорилась в конце 2023 года, а ее сдерживание может стать приоритетом экономической политики в 2024 году

Годовая инфляция повысилась с 2,0% г/г в сентябре до 5,8% г/г в декабре 2023 г. Из расчета годового показателя вышло директивное снижение цен октября-ноября 2022 г. Однако более важным фактором стало усиление проинфляционного давления в среде перегрева экономики и дефицита работников. Вследствие этого аннуализированный квартальный прирост потребительских цен (с устранением сезонности) поднялся до 8,6% кв/кв в IV квартале 2023 г. Возросшие издержки переносились на цены даже в условиях жесткого ценового контроля, однако в ограниченном масштабе, что привело к расширению инфляционного навеса минимум до 5% к концу 2023 г.

Накопленное ценовое давление могло бы привести к ускорению инфляции до 8–10% г/г в 2024 г. в инерционном сценарии. Вместе с тем из-за повышенных социальных и политических издержек высокого роста цен и низких шансов сохранения высоких показателей роста ВВП сдерживание инфляции, во многом административными методами, может стать приоритетом экономической политики, а прирост цен ограничится 5–7% г/г в 2024 г. (рис 1). Ситуативность и волюнтаризм экономической политики выступают мощными факторами неопределенности прогноза.

Рис 1. Динамика и прогноз потребительской инфляции в Беларуси, % г/г



**Источник:** расчеты на базе квартальной модели прогнозирования (QPM) 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 идается краткосрочный прогноз инфляции. 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 Динамика инфляционных процессов

### Инфляция заметно ускорилась в IV квартале 2023 г.

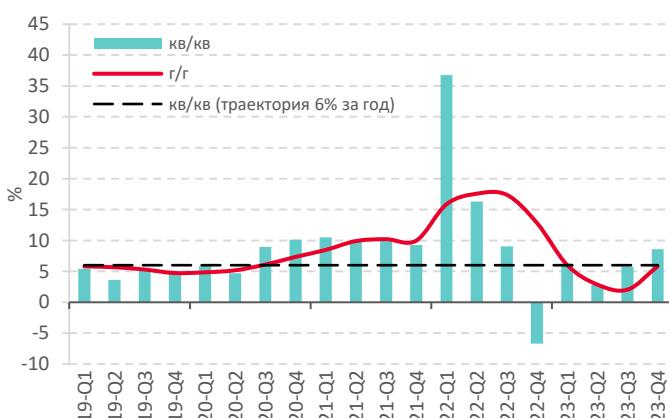
За IV квартал 2023 г. потребительские цены выросли на 8,6% в ануализированном представлении с устранением сезонности (далее – % кв/кв).<sup>i</sup> Квартальный рост цен оказался максимальным с III квартала 2022 г. (рис 2.а). Усиление ценового импульса выразилось в повышении годовой инфляции (по индексу потребительских цен; ИПЦ) с 2,0% в сентябре до 5,8% в декабре 2023 г. (далее – % г/г). Влияние на резкое увеличение годового показателя в IV квартале 2023 г. также оказал выход из его расчета снижения цен в IV квартале 2022 г., связанного с ужесточением ценового контроля.

### Годовая инфляция отклонилась на ≈0,2 п.п. вверх от прогноза октября 2023 г.

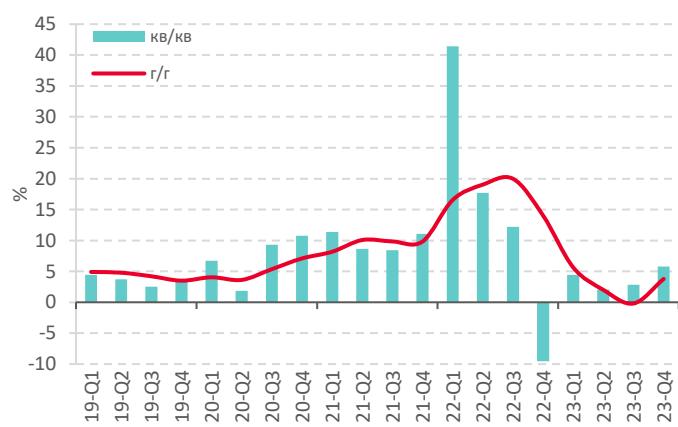
Отклонение от прогноза связано с большим, чем прогнозировалось в октябре, вкладом валютного курса в инфляцию из-за большего ослабления белорусского рубля к российскому (рис 2.в), а также с крайне высоким ростом волатильных цен на плодовоовощную продукцию.

Рис 2. Динамика потребительской инфляции и инфляции производителей

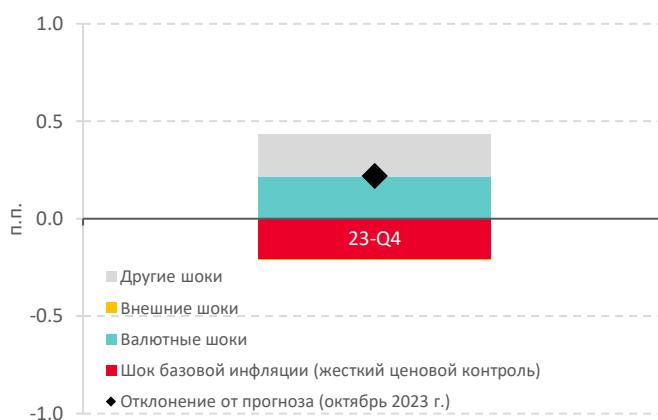
а) сводная инфляция



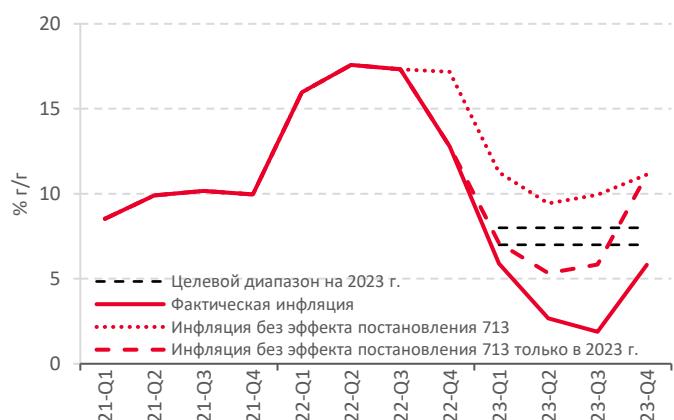
б) базовая инфляция



в) факторы отклонения годовой сводной инфляции от прогноза октября 2023 г.



г) влияние обновленной системы ценового регулирования на инфляцию<sup>ii</sup>



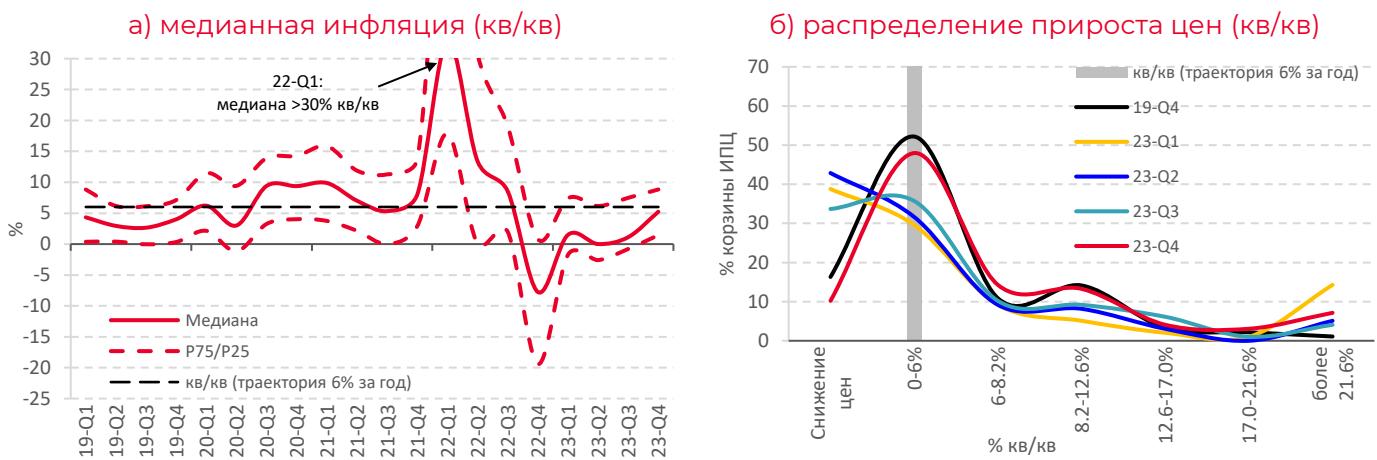
**Источник:** расчеты на основе данных Белстата, QPM.

**Примечание:** здесь и далее г/г – темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу соответствующего квартала предыдущего года; кв/кв – ануализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности.

## Базовая инфляция повысилась в два раза в IV квартале 2023 г., и медианная – более чем в пять раз

Базовая инфляция в IV квартале 2023 г. поднялась до 5,8% кв/кв, а медианная – до 5,2% кв/кв (рис 2.6; рис 3.а). Распределение изменений цен компонент потребительской корзины приблизилось к типичному для Беларуси виду (рис 3.6). Доля подешевевших позиций уменьшилась с ≈34–43% в I–III кварталах до ≈10% в IV квартале 2023 г., а доля умеренно подорожавших (до 6% кв/кв) поднялась с ≈30–36% до ≈48% соответственно. Увеличился удельный вес товаров и услуг, цены на которые росли высокими темпами (быстрее 6% кв/кв) – 42% в IV квартале 2023 г. при ≈25–32% в I–III кварталах 2023 г. и ≈32% в среднем в 2018–2019 гг., когда была обеспечена ценовая стабильность. Динамика базовой и медианной инфляции, а также распределение прироста цен указывают на усиление ценового давления по большей части потребительской корзины к концу 2023 г.

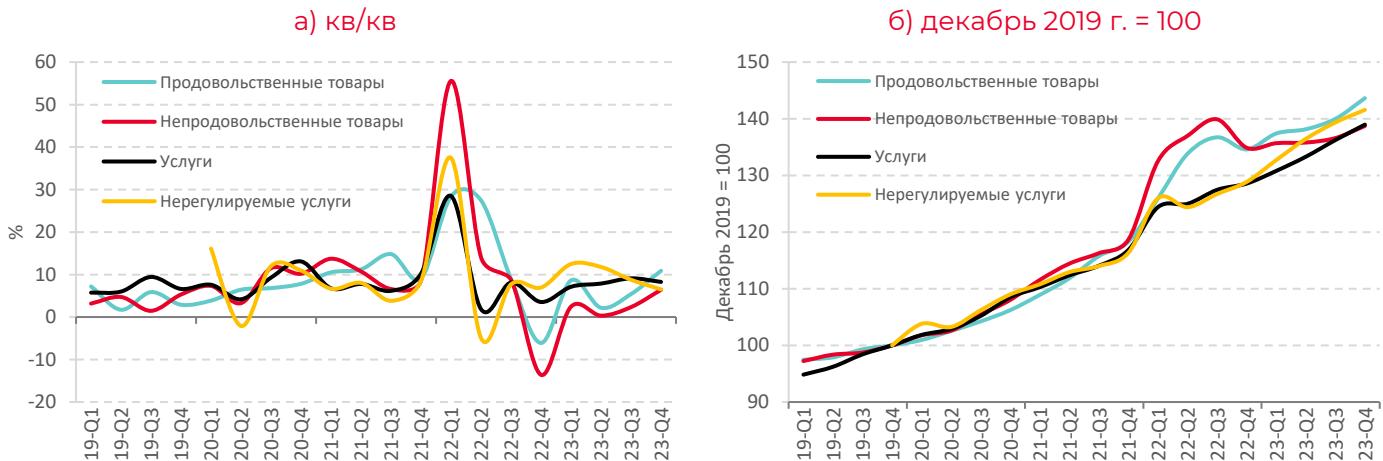
Рис 3. Динамика медианной инфляции и распределение прироста относительных цен



## Ускорение роста цен на продовольственные товары внесло наибольший вклад в повышение инфляции в IV квартале 2023 г.

Продовольственная инфляция в IV квартале 2023 г. ускорилась в два раза в сравнении с предыдущим кварталом – до 10,9% кв/кв (рис 4.а). Сезонно скорректированные цены в этом сегменте потребительской корзины выросли на 24 укрупненные позиции из 28, а медианный прирост оценивается в 7% после 2% в III квартале 2023 г. Лидерами подорожания оставались табачные изделия (≈80% кв/кв в IV квартале 2023 г.) на фоне увеличения акцизов, а также плодоовощная продукция (≈40% кв/кв). В случае овощей и фруктов воздействие на цены может оказывать снижение урожая в 2023 г. Также нельзя исключать влияния ослабления белорусского рубля к доллару и евро и приоритетности экспортных поставок перед продажами на внутреннем рынке в среде жесткого ценового контроля, что может ограничивать предложение овощей и фруктов на белорусском рынке. Заметно ускорился в IV квартале 2023 г. рост цен на крупы, муку, хлеб и кондитерские изделия, что может быть связано с более низким урожаем зерновых культур в Беларуси в 2023 г. в сравнении с 2022 г. Фактор урожая также мог обусловить ускорение ценовой динамики на молочные и мясные продукты (рис 5.а).

Рис 4. Динамика инфляции и цен укрупненных 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.

### Инфляция в сегменте непродовольственных товаров резко ускорилась в IV квартале 2023 г.

Цены на непродовольственные товары увеличились на 6,4% кв/кв в IV квартале 2023 г. (рис 4.а). Инфляция в данном сегменте ускорилась почти в три раза в сравнении с предыдущим кварталом. Сезонно скорректированные цены выросли на 41 укрупненную позицию из 48 (на 24 позиции в III квартале 2023 г.), в результате чего медианная инфляция на непродовольственные товары поднялась с 0% в III квартале до 4,8% в IV квартале 2023 г. (рис 5.б). Ускорение непродовольственной инфляции и подорожание большинства товарных позиций указывают на возросшее давление издержек производителей на цены в среде избыточного спроса и производственных ограничений.

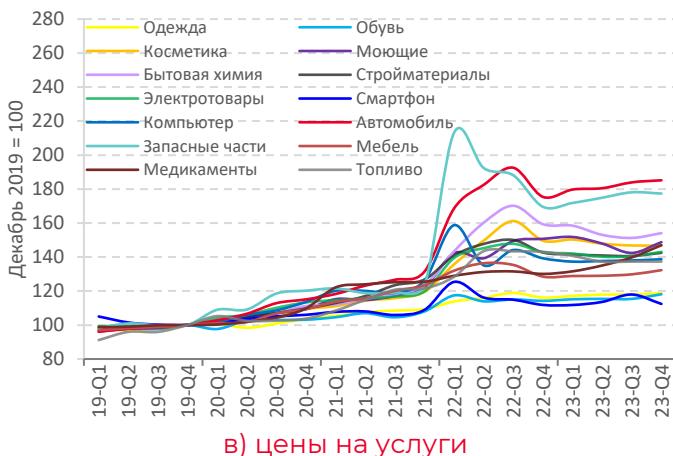
### Услуги продолжили дорожать высокими темпами в IV квартале 2023 г.

Сервисная инфляция оценивается в 8,3% кв/кв в IV квартале 2023 г. (рис 4.а). Высокие темпы роста цен сохранялись в услугах, предоставление которых характеризуется высокой долей оплаты труда в издержках, – бытовые, культуры и спорта, медицинские, нерегулируемые коммунальные, обучение на курсах (рис 5.в). Это указывает на проинфляционное давление со стороны напряженной ситуации на рынке труда.

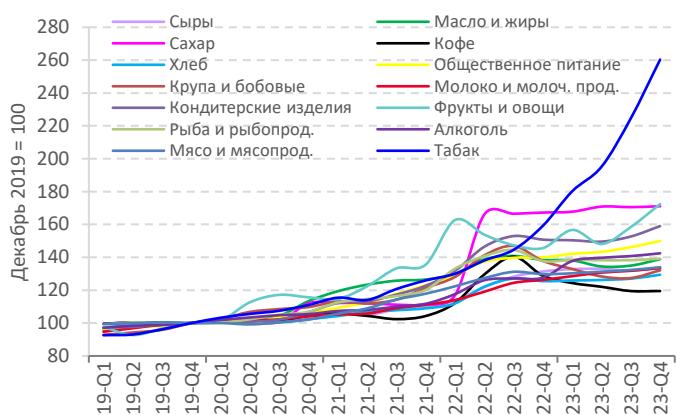
Сдерживало сервисную инфляцию в IV квартале 2023 г. сильное замедление роста стоимости туристических услуг и снижение цен на авиаперелеты (с устранением сезонности). Динамика этих крайне волатильных позиций обусловила замедление инфляции в сегменте нерегулируемых услуг до ≈6,5% кв/кв в IV квартале 2023 г. (рис 4.а). Отклонение уровня цен на нерегулируемые услуги от цен на непродовольственные товары оставалось существенным в конце 2023 г. (рис 4.б), что может указывать на наличие инфляционного навеса (потенциала ускоренного повышения инфляции в будущем) из-за жесткого ценового контроля в товарном сегменте.

Рис 5. Динамика цен на отдельные позиции потребительской корзины (с устранением сезонности)

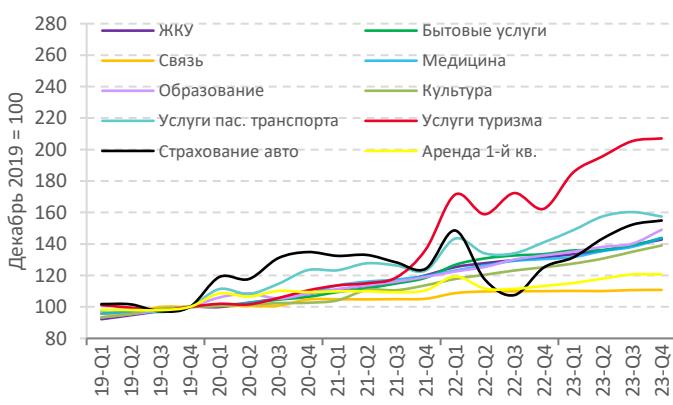
## а) цены на продовольственные товары



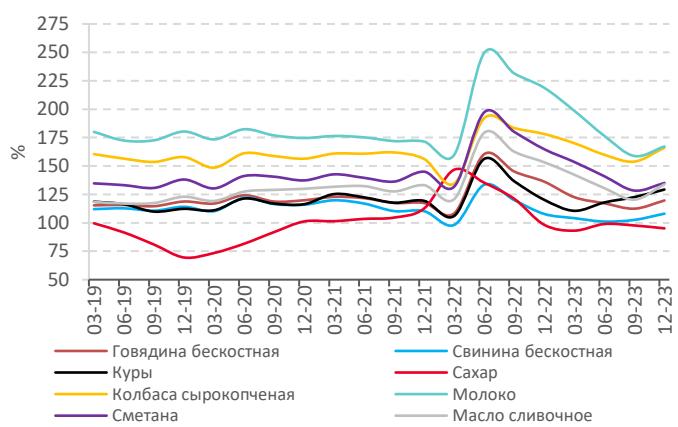
## б) цены на непродовольственные товары



## в) цены на услуги



## г) соотношение цен в России и Беларуси



**Источник:** расчеты 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.

## 2 Драйверы инфляции

**Динамика цен на сырье и ситуация с поставками в мире оказывали близкое к нейтральному влияние на инфляцию в Беларуси в IV квартале 2023 г.**

Рис 6. Мировые цены на сырье и ценовое давление в цепочках поставок

## а) цены на сырье



## б) индексы давления в цепочках поставок



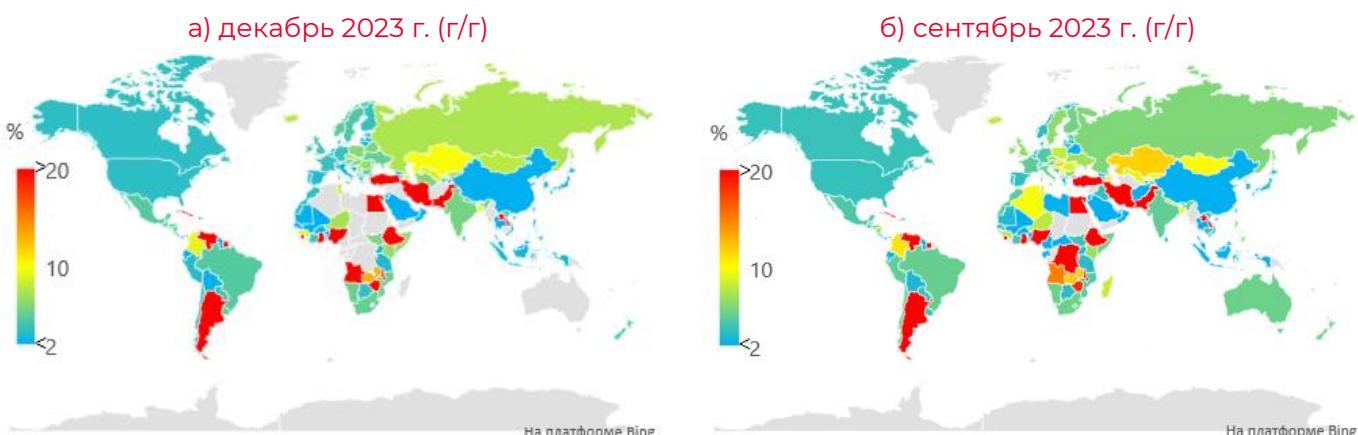
**Источник:** Всемирный банк, ФРБ Нью-Йорка, Drewry World Container Index, Drewry Supply Chain Advisors.

**Примечание:** индекс мировых контейнерных перевозок приведен на последнюю неделю месяца.

Долларовый индекс цен на сырьевые товары Всемирного банка снизился на 1,4% в IV квартале 2023 г. к III кварталу 2023 г. и находился на уровнях середины 2021 г. В IV квартале 2023 г. понизились цены как на энергетические, так и на неэнергетические товары, в том числе на продукты питания (рис 6.а). Ослабление глобального спроса на товары наряду с ожиданиями низкого роста мировой экономики ограничивали темпы инфляции в мире (рис 7).

Отсутствовало в IV квартале 2023 г. и проинфляционное давление со стороны глобальных цепочек поставок (рис 6.б). Вместе с тем уже в январе 2024 г. стоимость морских контейнерных перевозок увеличилась более чем в три раза в сравнении с ценами декабря 2023 г. из-за обострения ситуации в Красном море и низкой пропускной способности Панамского канала. **Если угрозы разрастания конфликта на Ближнем востоке не удастся быстро купировать, то стоимость морских перевозок может устойчивого возрасти, риски удорожания сырья в мире сильно увеличатся, что будет иметь проинфляционное давление на белорусском рынке.**

Рис 7. Инфляция в мире



**Источник:** Trading Economics, национальные статистические ведомства.

**Примечание:** г/г – темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу соответствующего квартала предыдущего года.

### Высокий рост цен в России – проинфляционный фактор для Беларуси в IV квартале

Инфляция в России за IV квартал 2023 г. оценивается ≈8,2% кв/кв (рис 8.б). Это ниже, чем в предыдущем квартале, однако в два раза превышает целевой ориентир Банка России в 4%. Ценовое давление в России сохранялось со стороны перегретых рынка труда и внутреннего спроса. С учетом ослабления белорусского рубля к российскому повышенные темпы роста в России оказывали проинфляционное воздействие на белорусский рынок в IV квартале 2023 г. (рис 8.а).

### Проинфляционное давление избыточного спроса в белорусской экономике оставалось высоким в конце 2023 г.

В IV квартале 2023 г. объем ВВП почти на 2,5% превышал равновесный (или инфляционно-нейтральный) уровень (на основе QPM; рис 9.а). Такой масштаб положительного разрыва выпуска сигнализирует об умеренном перегреве экономики. Перегрев стал следствием активной стимулирующей внутренней экономической политики в 2022–2023 гг. и ограниченных возможностей производителей товаров и услуг в подстройке под избыточный спрос.<sup>iii</sup> В итоге издержки производителей растут и переносятся в цены (пусть и в ограниченном масштабе) даже при жесткой системе ценового контроля.

## Рис 8. Декомпозиция базовой инфляции в Беларуси и инфляция в России

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



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



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

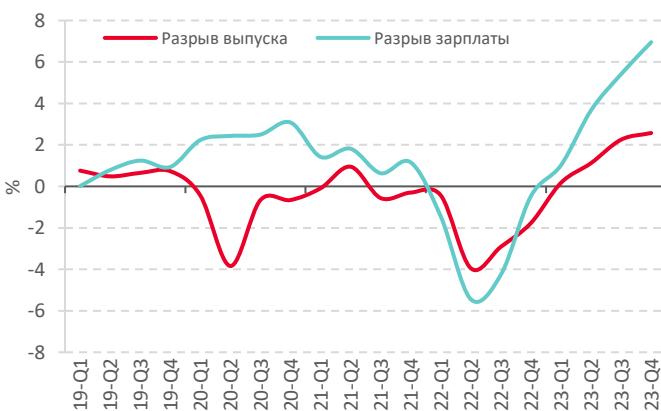
**Примечание:** вклады факторов рассчитаны с учетом инерционности; кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности.

### Дефицит работников – важнейший ограничитель экстенсивного роста белорусской экономики и фактор существенного повышения издержек на труд

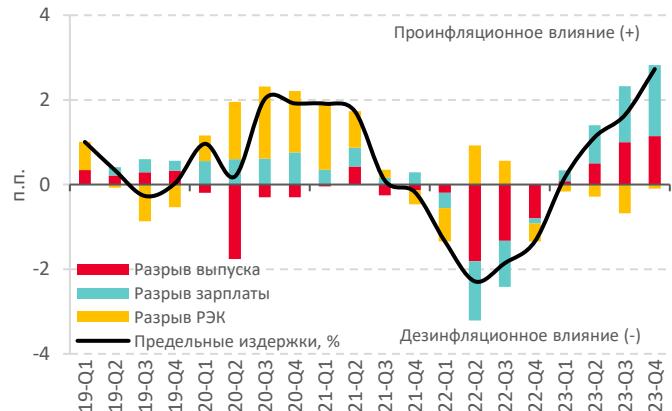
Избыточный совокупный спрос, который накладывается на сокращение занятого населения из-за демографических тенденций и эмиграции, выразился в заметном повышении напряженности на рынке труда в 2023 г., которая сохранялась и в IV квартале. Отношение количества безработных (по данным Белстата) к числу вакансий (по данным Министерства труда и социальной защиты) в IV квартале 2023 г. опустилось до 1,2 безработного на вакансию (с устранением сезонности) – минимальное значение за весь период расчета с 2017 г. В условиях дефицита работников реальная заработная плата демонстрировала высокие темпы роста в 2023 г., а ее размер в IV квартале 2023 г. еще больше отклонился вверх от равновесного (или инфляционно-нейтрального) уровня (рис 9.а), усиливая инфляционное давление (рис 9.б).

## Рис 9. Динамика индикаторов внутреннего инфляционного давления

## а) разрывы выпуска и реальной зарплаты (на базе QPM)



## б) прокси реальных предельных издержек (на базе QPM)



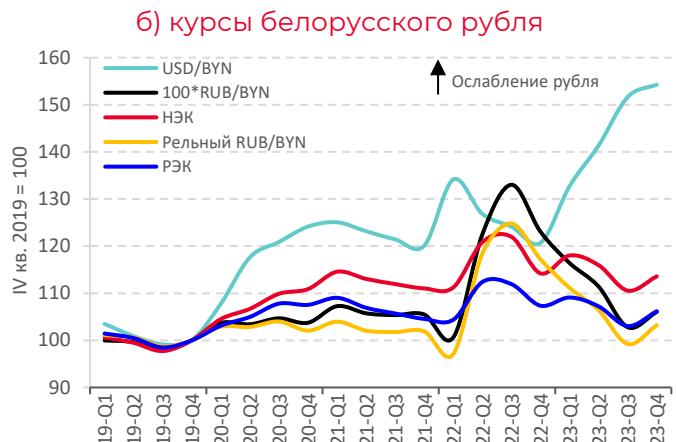
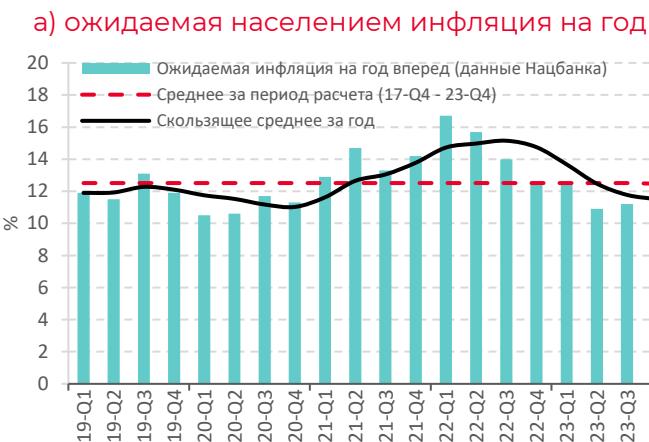
**Источник:** расчеты на базе QPM для Беларуси.

**Примечание:** разрывы переоцениваются при поступлении данных. Разрыв реального эффективного курса (РЭК) скорректирован на отклонение относительных цен (отношение базового ИПЦ к сводному) от тренда.

## Валютный курс в IV квартале 2023 г. перестал сдерживать инфляцию

В среднем за IV квартал 2023 г. белорусский рубль в номинальном выражении (измеренный через показатель номинального эффективного курса) ослаб на 2,8% по сравнению с предыдущим кварталом (рис 10.6), а в терминах корзины иностранных валют – на 2,6%. Ослабление рубля выразилось в нейтрализации переоцененности национальной валюты относительно равновесного уровня реального эффективного курса в IV квартале 2023 г. (рис 9.6), а соотношение цен на торгуемые товары в России и Беларуси в среднем приблизилось к значениям 2019–2021 гг. (рис 5.г).

Рис 10. Инфляционные ожидания населения и динамика курсов белорусского рубля



**Источник:** расчеты на основе данных Нацбанка Беларусь.

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

## Инфляционные ожидания в IV квартале 2023 г. продолжили повышаться

Ожидаемый населением прирост цен на год составил 11,5% в декабре 2023 г., поднявшись с 11,2% в сентябре 2023 г. Повышение ожиданий может отражать ускорение роста цен на продукты питания в IV квартале 2023 г., которые являются товарами повседневного потребления. Вместе с тем инфляционные ожидания оставались ниже значений 2021–2022 гг. (рис 10.а). Схожие результаты получены и в рамках QPM (рис 8.а).

## Тотальный ценовой контроль оставался главным ограничителем инфляции

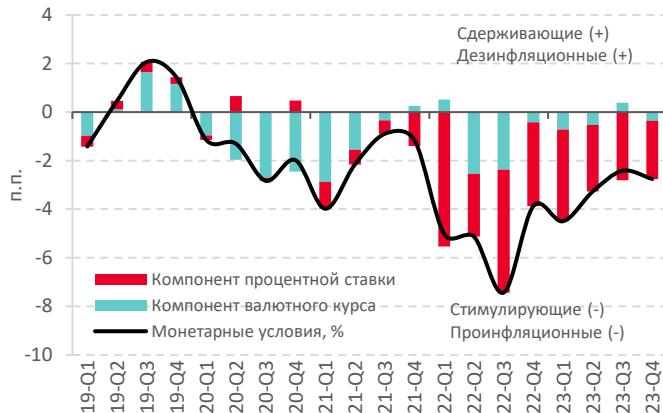
Результаты декомпозиции базовой инфляции (на базе QPM) показывают, что отрицательный вклад не объясняемых моделью факторов (в котором учитывается влияние госрегулирования цен) в динамику базовой инфляции оставался значительным в IV квартале 2023 г. (рис 8.а). Строгое госрегулирование в существенной мере подавляло перенос ценового давления в фактический рост цен, а его прямой вклад в снижение инфляции оценивается в размере около 5 п.п. в 2023 г. (рис 2.г). Эта величина может рассматриваться в качестве близкой к минимальной оценке инфляционного навеса – потенциала ускоренного повышения цен при отмене постановления №713. Следует отметить, что несмотря на заявления отдельных экспертов Нацбанка об отсутствии навеса,<sup>iv</sup> **представленная в рамках доклада С. В. Калечица** на расширенном заседании Правления Нацбанка 25 января 2024 г. **декомпозиция базовой инфляции содержит масштабный вклад неучтенных в модели Нацбанка факторов в динамику инфляции в IV квартале 2022 г. – IV квартале 2023 г.**<sup>v</sup> Это свидетельствует либо о том, что инструментарий Нацбанка фиксирует сопоставимый оценкам на базе QPM размер инфляционного навеса, либо о том, что базовая модель Нацбанка не способна адекватно объяснять динамику инфляции.

### 3 Монетарные условия

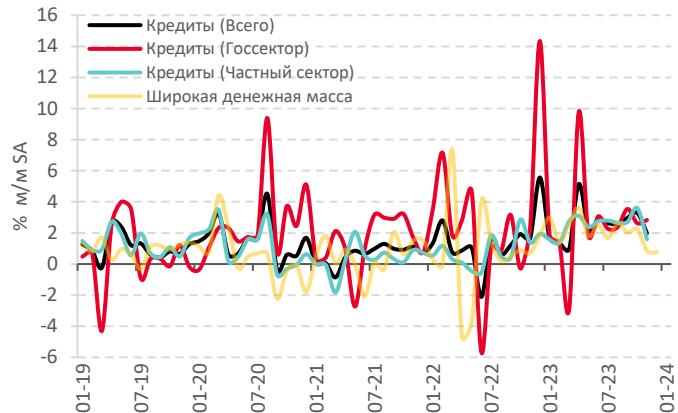
#### Монетарные условия оставались мягкими в IV квартале 2023 г.

Рис 11. Монетарные условия

##### а) компоненты монетарных условий (на базе QPM)



##### б) задолженность по BYN кредитам и ШДМ (прирост за месяц с устранением сезонности)



**Источник:** расчеты на базе QPM, данных Национального Банка Беларусь.

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

Средние номинальные процентные ставки по срочным рублевым вкладам и рублевым рыночным кредитам оттолкнулись от исторических минимумов и начали подрасти с сентября-октября 2023 г. на фоне ускорения инфляции и увеличения Национальным Банком с декабря расчетных величин стандартного риска. Повышение номинальных ставок в среде усиления инфляционных ожиданий трансформировалось в реальные ставки в ограниченном масштабе – **в среднем они оставались ниже своих равновесных уровней, оцененных на базе QPM (рис 11.а).**<sup>vi</sup>

Дополнительным каналом поддержания мягких денежно-кредитных условий стало наращивание в IV квартале 2023 г. эмиссионных операций Национального Банка, связанных с покупкой им гособлигаций на вторичном рынке на сумму почти в Br0,8 млрд. Активная практика директивного кредитования на фоне предпринятых в конце 2023 г. мер Национального Банка, направленных на ужесточение рыночных денежно-кредитных условий (восстановление с января 2024 г. доступа банков к постоянно доступным операциям регулирования ликвидности и повышение резервных требований, увеличение расчетных величин стандартного риска), указывает на противоречивость дизайна макроэкономической политики.

Мягкие денежно-кредитные условия и директивное финансирование поддерживали рост рублевого кредитования (рис 11.б). Вместе с тем в среде высокой неопределенности перспектив белорусской экономики и выхода производителей товаров и услуг на предельную загрузку производственных мощностей темпы расширения кредитной активности и денежной массы замедлились в IV квартале 2023 г. В условиях перегрева экономики денежно-кредитные стимулы не способны обеспечить устойчивого расширения выпуска.

**Влияние валютного курса на монетарные условия в IV квартале 2023 г. было близким к нейтральному – переоцененность рубля нейтрализовалась в результате ослабления белорусской валюты (рис 11.а)**

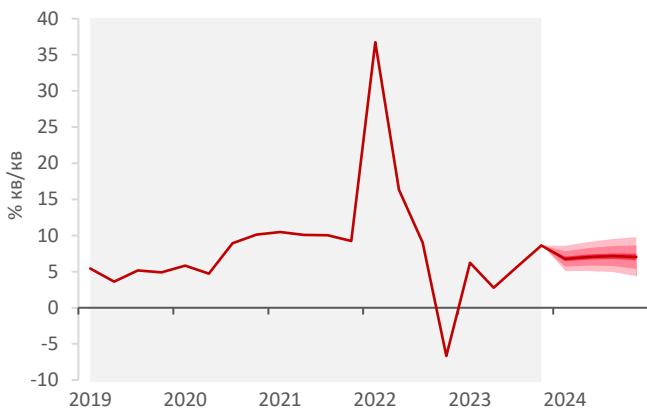
## 4 Краткосрочный прогноз

**Избыточный спрос и значительное увеличение издержек на труд в сочетании с накопленным к началу текущего года инфляционным навесом формируют условия для серьезного ускорения инфляции в 2024 году**

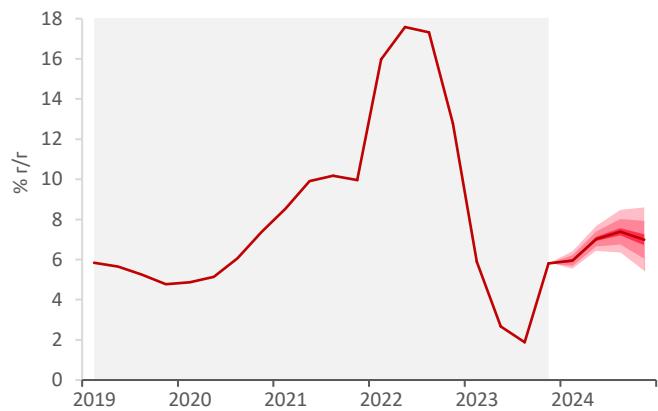
Инфляция в 2024 г. могла бы ускориться до 8–10% г/г при приросте ВВП Беларуси на ≈1–2% (соответствует сохранению избыточного спроса в умеренном масштабе), поддержании темпа прироста административно регулируемых цен и тарифов на уровне 2023 г. (8,9% г/г) и более охотного согласования госорганами повышения цен на товары в сравнении с 2023 г. в среде снижения финансовых результатов организаций. Вместе с тем, риторика властей и внесенные в конце декабря 2023 г. изменения в систему ценового регулирования существенно повысили неопределенность прогноза и снизили вероятность реализации такого сценария.

Рис 12. Прогноз инфляции в Беларуси

а) квартальная инфляция (кв/кв)



б) годовая инфляция (г/г)



**Источник:** расчеты на базе QPM 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.

**Сдерживание инфляции может стать приоритетом экономической политики в 2024 году из-за значительных социальных и политических издержек высокого роста цен и низких шансов сохранения прироста ВВП в диапазоне 3–4%**

Заложенные в обновленной системе ценового регулирования пределы повышения цен, не требующие согласования с госорганами, соответствуют их приросту немногим менее 4% за год. Заявления белорусских чиновников также указывают на их намерения ограничить инфляцию в 2024 г. не 6%, как указано в целевых параметрах властей, а, вероятно, 4–5%. В связи с этим возросла вероятность реализации сценария, при котором власти будут сдерживать рост отдельных административно регулируемых цен и тарифов, а Нацбанк для «охлаждения» внутреннего спроса будет задействовать косвенные инструменты (расчетные величины стандартного риска, резервные требования, увеличение ставки по депозитам овернайт), направленные на повышение процентных ставок по рублевым рыночным кредитам и банковским вкладам.

**Если прирост административно регулируемых цен и тарифов будет ограничен 5%, цены на остальные товары останутся негибкими из-за жесткого ценового контроля, 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 ближе к верхней границе (рис 12.6).** Замедление прироста цен ниже 5% выглядит маловероятным в силу крайне негативного влияния негибкости цен на финансовое положение фирм в условиях накопленного к началу 2024 г. инфляционного навеса и прогнозируемого сохранения дефицита работников и избыточного спроса. Последнее объясняется тем, что даже при ужесточении рыночных условий кредитования, власти, с высокой вероятностью, продолжат активно использовать директивное кредитование госпредприятий и бюджетную политику для маскировки структурных проблем в экономике и противодействия спаду выпуска.

**Ужесточение рыночных условий кредитования и жесткий ценовой контроль при активной практике директивного кредитования будут вести к снижению эффективности экономики и повысят угрозу разрастания товарных дефицитов**

Если для сдерживания инфляции власти будут преимущественно использовать строгий ценовой контроль, то это чревато постепенным сужением ассортимента и ухудшением качества товаров. У предприятий повысятся стимулы для максимальной поставки товаров на экспорт в ущерб насыщения внутреннего рынка, так как верхний предел цены на внешних рынках ограничен преимущественно конкуренцией, а не административными рычагами. При поддержании избыточного спроса за счет нерыночных инструментов и сохранении напряженности на рынке труда регуляторное сдерживание роста цен будет сопровождаться дальнейшим аккумулированием инфляционного навеса – потенциала ускоренного роста цен в будущем. Долгосрочные негативные последствия ценового регулирования могут быть связаны с ослаблением стимулов к инвестициям и инновациям в секторах экономики, производимая которыми продукция подпадает под регулирование.

## 5 Риски прогноза

**Ситуативность и волюнтаризм экономической политики в Беларуси выступают мощными факторами неопределенности макроэкономического прогноза**

Горизонт прогнозирования и планирования мер экономической политики сузился до нескольких месяцев – кварталов. Приоритеты политики и количественные ориентиры, особенно в части инфляции, постоянно корректируются и не всегда ясно и четко коммуницируются. В связи с этим решения принимаются ситуативно, в зависимости от сложившейся экономической конъюнктуры и волюнтаристских установок. Это порождает высокие риски для макроэкономического прогноза в целом и инфляции в частности. Нельзя исключать как крайне строгий ценовой контроль и заметное ужесточение рыночных условий кредитования в попытке ограничить инфляцию 4–5% в 2024 г., так и смягчение ценового регулирования и расширение практики директивного кредитования.

Первая опция выглядит более вероятной из-за отсутствия обозримых перспектив поддержания высокого темпа прироста ВВП в силу его низкого потенциала (не более 1% в год) и исчерпанного пространства восстановительного роста, а также высоких издержек повышенной инфляции для властей в годы выборов.

Смягчение ценового контроля возможно при существенном ухудшении финансового состояния белорусских предприятий и организаций, сильном проинфляционном давлении из внешнего сектора, а также в случае осложнения внешнеторговых операций или сохранении фокуса экономической политики на достижении планового показателя прироста ВВП в размере 3,8% в 2024 г. любыми средствами. В последнем случае перегрев экономики превысит 5% к концу 2024 г., что существенно снизит ее устойчивость к шокам и повысит вероятность ценового всплеска и масштабного спада выпуска в 2025–2026 гг.

### **Сбои в цепочках экспорта и импорта, а также в их финансировании будут иметь проинфляционные последствия**

Ужесточение давления США и ЕС на страны – посредники во внешнеторговых и финансовых операциях Беларуси и России может обусловить разрывы в перестроенных после февраля 2022 г. логистических цепочках. Ухудшение финансового положения белорусских организаций, в том числе вследствие жесткого ценового контроля внутри страны, дефицита кадров и повышения конкуренции на российском рынке, также может стать триггером нарушения схем поставок. Реализация этого риска окажет значимое проинфляционное давление на белорусском рынке, которое будет сопряжено с ослаблением экономической активности.

### **Угроза очередного витка повышения инфляции в мире остается осязаемой**

Обострение обстановки в Красном море в конце 2023 – начале 2024 г. уже привело к кратному увеличению стоимости морских перевозок, особенно по маршрутам из Китая в Европу и обратно. Напряженная ситуация на Ближнем Востоке поддерживает котировки сырья, особенно энергоносителей, несмотря на ожидаемое ослабление глобальной экономики в 2024 г. Перерастание напряженности на Ближнем Востоке в крупномасштабный военный конфликт приведет к удорожанию сырья и еще большему повышению стоимости морских перевозок, что также чревато разбалансировкой спроса и предложения на товары. Нельзя исключать и обострения ситуации вокруг Тайваня, что может иметь крайне негативные последствия для мировой экономики. Сильные внешние инфляционные шоки существенно ограничивают возможности белорусских властей по сдерживанию инфляции административными рычагами.

### **Проинфляционные риски со стороны России сохраняют актуальность**

Угроза меньшего, чем заложено в бюджетных проектировках, роста доходов российского бюджета остается существенной из-за их сильной зависимости от цен на нефть и объемов добычи и экспорта углеводородов. Ужесточение подходов со стороны США и ЕС за соблюдением ценового потолка на поставки российской нефти и нефтепродуктов и/или осложнение финансовых транзакций за поставки российского сырья могут сильно ограничить поступления в бюджет России. При этом траты останутся повышенными из-за финансирования военных и социальных расходов, что может выразиться в расширении бюджетного дефицита и усилении проинфляционного давления. Такое развитие событий приведет к более масштабному ценовому давлению в Беларуси и ослаблению белорусского рубля в 2024 г.

## 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](#).

### 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

---

<sup>i</sup> 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). Все значения квартальной инфляции в бюллетене (если не указано другое) приводятся в аннуализированном виде (годовом эквиваленте).

<sup>ii</sup> Для оценки влияния системы ценового регулирования (обновленной в октябре 2022 г.) на инфляцию использовалась модель квартального прогнозирования (QPM). На базе модели строилась историческая декомпозиция годовой инфляции – динамика показателя раскладывалась на вклад шоков. Сравнивались значения фактической и синтетической годовой инфляции. В последнем случае показатель рассчитывался посредством вычитания 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.

<sup>iii</sup> По данным Минэкономики Беларуси, загрузка производственных мощностей в промышленности в сентябре 2023 г. достигла максимального с 2013 г. уровня в 70% и оставалась на этом уровне в осенние месяцы. Отношение количества безработных (по данным Белстата) к числу вакансий (по данным Министерства труда и социальной защиты) в IV квартале 2023 г. опустилось до 1,2 безработного на вакансию (с устранением сезонности). До 2022 г. значение показателя устойчивого превышало 2,0 безработного на вакансию.

<sup>iv</sup> Подробнее см.: [https://vk.com/video-55173999\\_456239164](https://vk.com/video-55173999_456239164).

<sup>v</sup> Подробнее см.: <https://www.youtube.com/watch?v=l01ZocMfKq4>.

<sup>vi</sup> 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.