

Обзор инфляции  
IV квартал 2024 г.

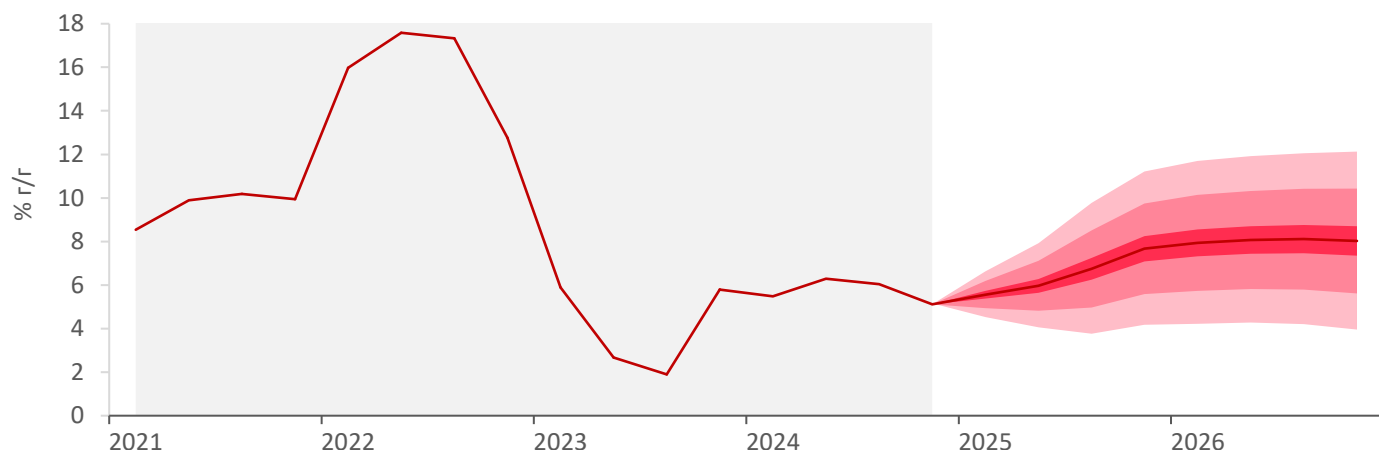
Февраль 2025 г.

## **Инфляция в Беларуси замедлилась в IV квартале 2024 года под воздействием административных мер правительства**

Годовая инфляция составила 5,2% г/г в декабре 2024 г. (рис 1). Аннуализированный прирост цен за квартал снизился до 4,4% кв/кв в IV квартале 2024 г. (с устранением сезонности). Власти практически не повышали регулируемые цены в октябре – декабре и ужесточили ценовой контроль, особенно в сегменте овощей и фруктов, для безусловного выполнения цели по инфляции в 2024 г. При этом проинфляционное давление избыточного спроса и перегретого рынка труда сохранялось значительным. Его эффекты проявлялись в повышенных темпах удорожания нерегулируемых услуг.

Накопленный к началу 2025 г. инфляционный навес усиливает риски для ценовой стабильности и финансового положения предприятий. Если власти пойдут на трансформацию системы ценового регулирования в сторону ослабления госконтроля, то инфляция ускорится до 6–8% в 2025 г. (рис 1). Целевые установки правительства на 2025 г. по росту ВВП на 4,1% и инфляции не более 5% выглядят несогласованными. Попытка их одновременного выполнения усилит масштаб разбалансированности экономики.

**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 и дается 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

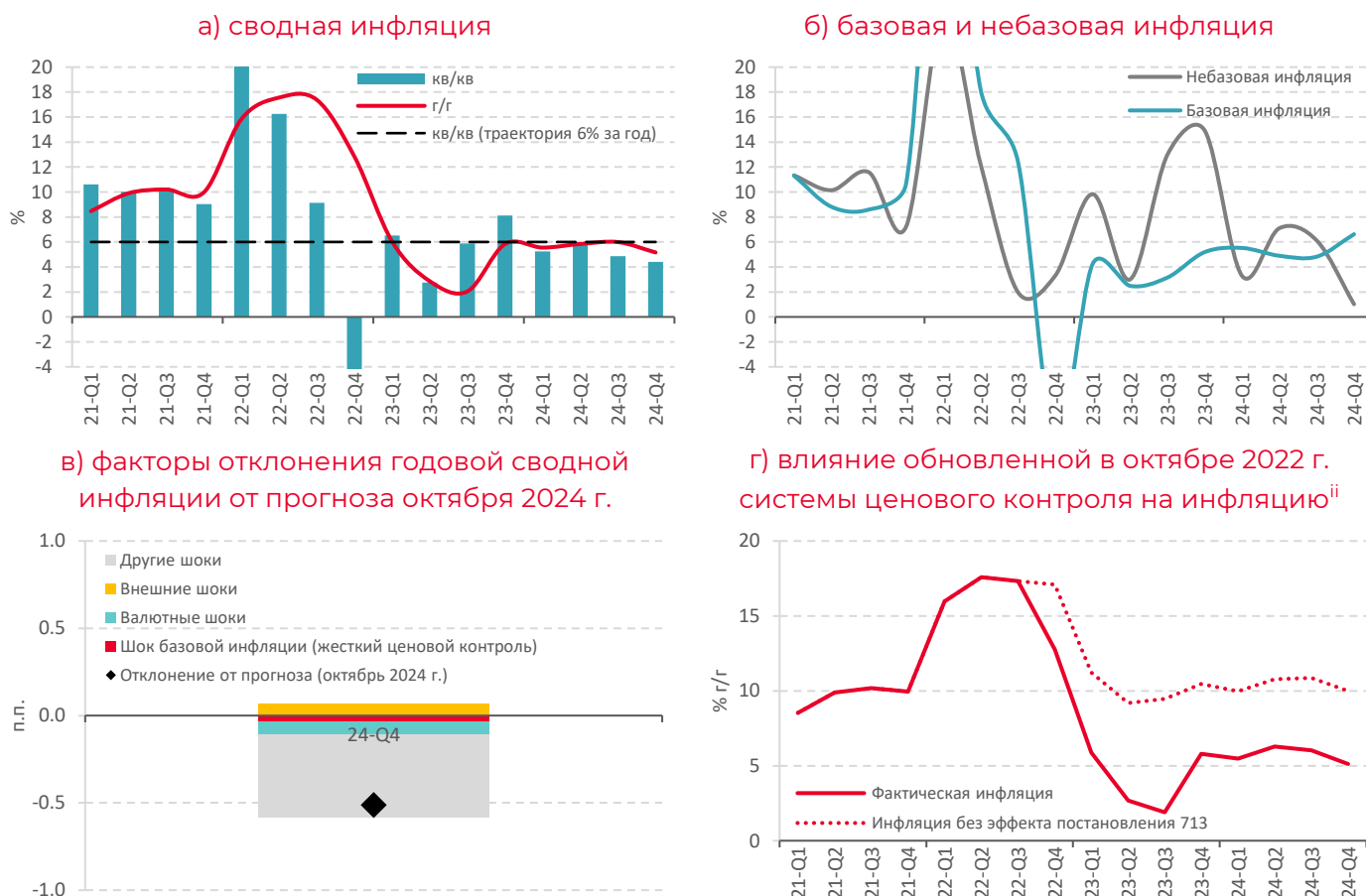
## Инфляция в Беларуси замедлилась в IV квартале 2024 г.

За IV квартал 2024 г. потребительские цены выросли на 4,4% в аннуализированном представлении с устранением сезонности после прироста на 4,9% в III квартале 2024 г. (далее – % кв/кв; [рис 2.а](#)).<sup>i</sup> Годовая инфляция (по индексу потребительских цен; ИПЦ) опустилась с 6,0% в сентябре до 5,2% в декабре 2024 г. (далее – % г/г; [рис 2.а](#)).

**Замедление роста цен связано с понижением небазовой инфляции до 1% кв/кв в IV квартале 2024 г. ([рис 2.б](#)).** Регулируемые цены практически не повышались в октябре – декабре. Их прирост за квартал составил 2,4% кв/кв, а в целом за год регулируемые цены выросли на 4,4% г/г – минимум в XXI в. Стоимость плодоовощной продукции снизилась почти на 8% кв/кв за IV квартал 2024 г. из-за регуляторных мер властей. Такие действия правительства в среде повышенного спроса и значительного увеличения издержек в экономике, особенно на оплату труда, указывают на то, что их главным мотивом стало безусловное выполнение цели по инфляции в 2024 г.

**Фактическое значение годовой инфляции в декабре 2024 г. отклонилось на 0,5 п.п. вниз от прогноза октября 2024 г.** Это объясняется ужесточением ценового контроля в сегменте овощей и фруктов и меньшим, чем предполагалось, повышением регулируемых цен и тарифов (полностью объясняет отрицательный вклад других шоков на [рис 2.в](#)).

Рис 2. Динамика потребительской инфляции



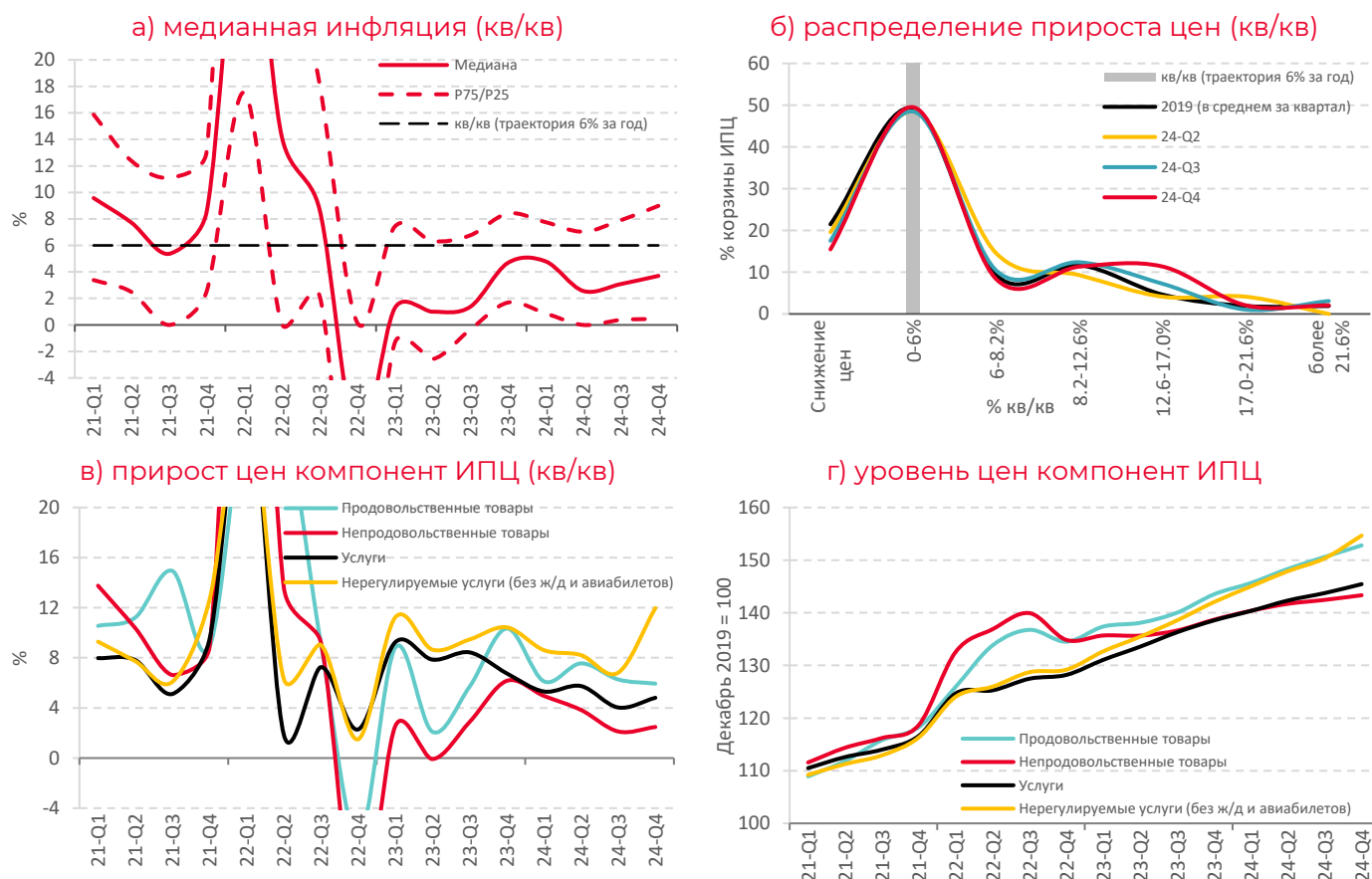
**Источник:** расчеты на основе данных Белстата, Нацбанка, QPM.

**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.

**Базовая инфляция ускорилась с 4,8% кв/кв в III квартале до 6,6% кв/кв в IV квартале 2024 г. (рис 2.б), а медианная – соответственно с 3,1 до 3,7% кв/кв (рис 3.а)**

Расширившееся отклонение базовой инфляции от медианной связано с увеличением числа позиций потребительской корзины, цены на которые выросли значительно (рис 3.б). Подавляющее же количество компонент ИПЦ продолжали дорожать сдержанными темпами. Распределение изменений цен в IV квартале 2024 г. осталось близким к паттерну 2019 г. (рис 3.б), так как ценовой контроль препятствовал удорожанию товаров соответственно сложившемуся в 2024 г. инфляционному давлению спроса и издержек.

Рис 3. Динамика медианной инфляции и 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. Медианная инфляция и распределение прироста цен рассчитаны по данным укрупненных товарных позиций корзины ИПЦ. P75 и P25 – 75-ый и 25-ый перцентиль соответственно (цены на 25% товаров растут быстрее значения инфляции для 75-го перцентиля, а на 25% товаров – медленнее 25-го перцентиля).

**Ускорение прироста цен на нерегулируемые услуги до ~12% кв/кв в IV квартале 2024 г. привело к повышению базовой инфляции (рис 3.в)**

Увеличение цен на такси почти на 50% кв/кв после вступления в действие в IV квартале 2024 г. ряда регуляторных мер внесло значимый вклад в повышение рыночной сервисной инфляции. Однако даже без влияния этого фактора прирост цен на нерегулируемые услуги превысил бы 10% кв/кв в IV квартале 2024 г. В условиях перегретых потребительского спроса и рынка труда значительное число нерегулируемых услуг дорожало двузначными темпами: рыночные бытовые услуги (более 16% кв/кв), услуги культуры, санаториев, туризма, банков, обучения на курсах, ж/д перевозок международного сообщения, ветеринарные и рыночные коммунальные услуги.

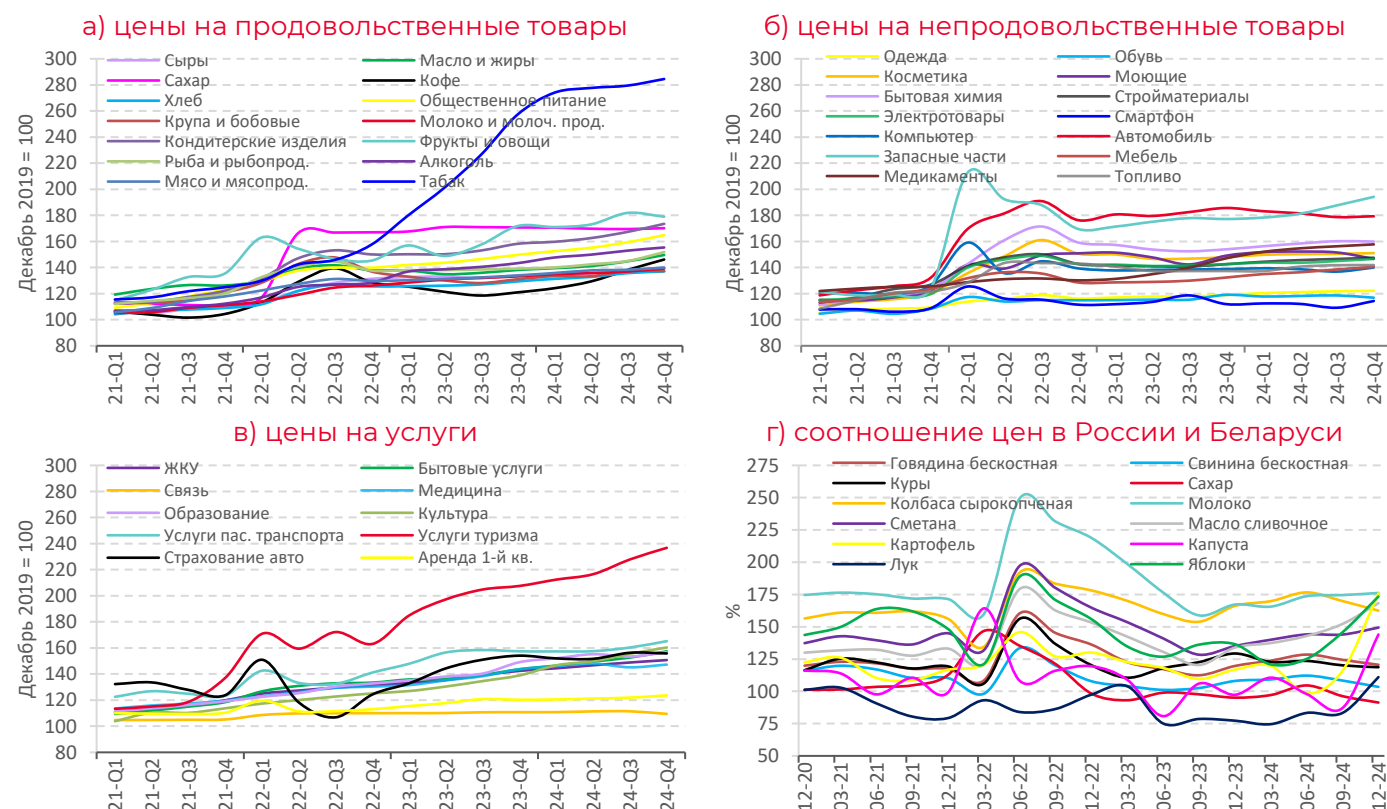
**Административно регулируемые услуги, напротив, в среднем дорожали сдержанными темпами в октябре – декабре 2024 г.**, а тарифы на связь и вовсе снизились почти на 7% кв/кв (рис 4.в). Вследствие консервативного подхода властей к повышению регулируемых тарифов совокупные темпы повышения цен на рыночные и нерыночные услуги оставались невысокими и оцениваются вблизи 4,8% кв/кв в IV квартале (рис 3.в).

### Инфляция в сегменте непродовольственных товаров оставалась подавленной

Прирост цен непродовольственных товаров составил 2,5% кв/кв в IV квартале 2024 г. (рис 3.в). Высокими темпами в октябре – декабре дорожали компьютеры, смартфоны, планшеты, телерадиотовары и запасные части к автомобилям на фоне ослабления белорусского рубля к доллару, евро и китайскому юаню (рис 4.б), а также ювелирные изделия в связи со значительным повышением мировых цен на драгоценные металлы в 2024 г. В то же время укрепление белорусского рубля к российской валюте способствовало удешевлению (с устранением сезонности) бытовой химии, моющих средств и обуви (рис 4.б). В целом ценовая динамика большинства позиций непродовольственных товаров оставалась «вялой» в IV квартале 2024 г. – медианная инфляция в этом сегменте оценивается в 2,0% кв/кв.

В среде экстремально высоких реальных темпов роста потребления непродовольственных товаров и зарплат (соответственно +32,2 и +25,7% в IV квартале 2024 г. к IV кварталу 2021 г.) низкие темпы удорожания непродовольственных товаров обеспечивались за счет ценового контроля. **Это привело к расширению инфляционного навеса, на что указывает превышение уровня цен на нерегулируемые услуги над уровнем цен на непродовольственные товары почти на 8% в декабре 2024 г.** (рис 3.г).

Рис 4. Динамика цен на отдельные позиции потребительской корзины (с устранением сезонности)



**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.

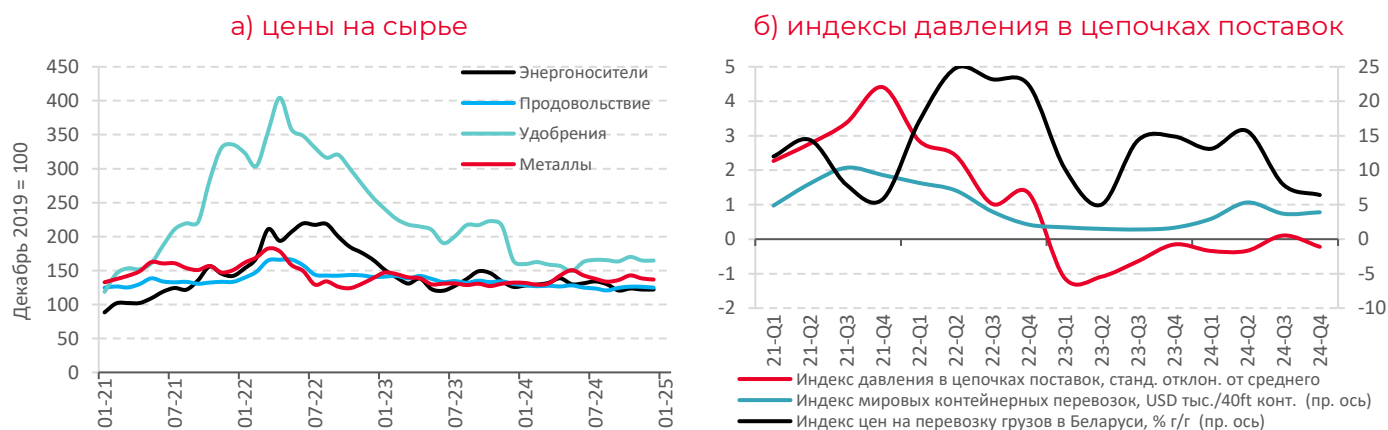
## Прирост цен на продовольственные товары замедлился с $\approx 6,3\%$ кв/кв в III квартале до $\approx 5,9\%$ кв/кв в IV квартале 2024 г. (рис 3.в)

Медианная инфляция в продовольственном сегменте составила  $5,3\%$  кв/кв в IV квартале 2024 г. Большинство продуктов питания продолжали дорожать умеренными темпами в среде ценового контроля (рис 4.а), несмотря на повышение цен производителей сельхозпродукции на  $\approx 14,5\%$  кв/кв в IV квартале. Плодоовощная продукция подешевела почти на  $8\%$  кв/кв в IV квартале вследствие установления правительством предельных отпускных и розничных цен на ряд овощей и яблоки на межсезонный период. В условиях невысокого урожая и увеличения цен производителей продукции растениеводства почти на  $24\%$  кв/кв за IV квартал 2024 г. такие регуляторные меры снижают стимулы к развитию растениеводства и наращиванию предложения белорусских овощей и фруктов на внутреннем рынке. Повышенный прирост цен в IV квартале 2024 г. сохранялся на кофе и кондитерские изделия из-за роста мировых цен (в последнем случае – на какао), рыбу и морепродукты на фоне ослабления рубля к доллару и евро, масла и молочную продукцию вследствие их сильного подорожания в России (рис 4.г) и роста издержек (цены производителей продукции животноводства приросли на  $\approx 11$  кв/кв в IV квартале), а также в секторе общественного питания в условиях высокого потребительского спроса (рис 4.а).

## 2 Драйверы инфляции

### Динамика цен на сырье на мировом рынке имела умеренное проинфляционное влияние на белорусский рынок в IV квартале 2024 г.

Рис 5. Мировые цены на сырье и ценовое давление в цепочках поставок

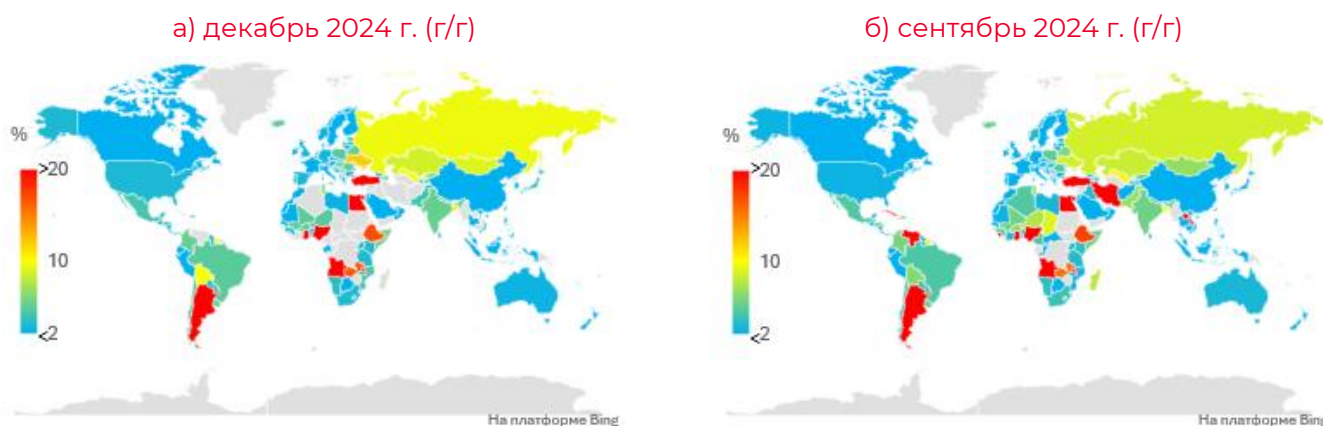


Долларовый индекс цен на сырье Всемирного банка снизился на  $1,6\%$  в IV квартале к III кварталу 2024 г. вследствие уменьшения стоимости энергоносителей на  $4,4\%$  (рис 5.а). В контексте Беларуси снижение мировой цены на нефть в сочетании с сокращением в 2024 г. дисконта к ней российской нефти Urals несет проинфляционные риски: издержки белорусских нефтеперерабатывающих заводов растут, а рентабельность продаж в Новополоцке и Мозырском районе в 2024 г. стала отрицательной. Стоимость несырьевых товаров выросла на  $3,4\%$  в IV квартале к III кварталу 2024 г. К этому привело значительное удорожание кофе, какао и масел, что давило на цены этих товаров на белорусском рынке.

Ситуация в глобальных цепочках поставок оставалась стабильной. Стоимость морских перевозок двигалась в боковой траектории, а индекс давления в глобальных цепочках поставок сохранялся в нейтральной зоне в IV квартале 2024 г. (рис 5.б).



Рис 6. Инфляция в мире



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

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

### Инфляционное давление со стороны российского рынка возросло в IV квартале 2024 г.

Инфляция в России в IV квартале 2024 г. ускорилась и оценивается в  $\approx 11,3\%$  кв/кв (рис 7.6). В среде существенного перегрева российской экономики крайне высокими темпами дорожали продукты питания и услуги. Продовольствие играет важную роль во внешнеторговых операциях Беларуси с Россией. В связи с этим существенные темпы удорожания продуктов питания на российском рынке несут угрозу для динамики цен на них в Беларуси. В условиях ценового контроля на белорусском рынке высоки стимулы приоритизации экспорта над насыщением внутреннего рынка. В результате белорусским властям приходится усиливать административное вмешательство в экономику посредством установления ограничений на экспорт ряда продовольственных товаров.<sup>iii</sup>

### Динамика валютного курса продолжала ограничивать проинфляционное влияние роста цен в России на белорусский рынок в IV квартале 2024 г.

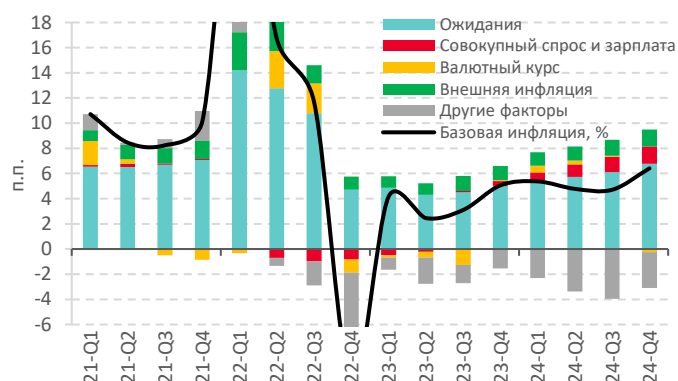
В IV квартале 2024 г. белорусский рубль в номинальном выражении (измеренный через корзину валют) укрепился на 0,4% к среднему значению III квартала 2024 г. (рис 8.6). Существенное ослабление белорусского рубля к доллару, евро и китайскому юаню в IV квартале 2024 г. имело ограниченное проинфляционное воздействие на отдельные позиции потребительской корзины, но в целом компенсировалось дезинфляционным эффектом от укрепления национальной валюты к российскому рублю. Белорусский рубль подорожал на 4,6% относительно российского рубля в IV квартале 2024 г. Это укрепление в значительной степени нивелировало влияние быстрого роста цен в России на инфляцию в Беларуси (рис 7.а). Исключениями являлись плодоовощная и молочная продукция, подорожание которых в России было сильным и сопровождалось расширением диспаритета цен в сравнении с Беларусью (рис 4.г).

### Инфляционные ожидания населения оставались сдержанными в конце 2024 г.

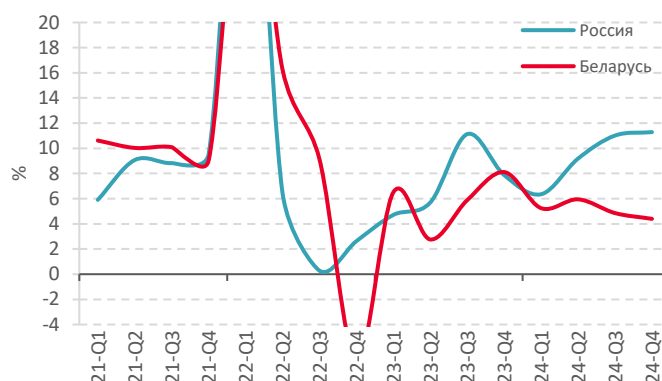
Ожидаемый населением прирост цен на год повысился с 10% в сентябре до 11,1% в декабре 2024 г. (рис 8.а). Это может быть связано с волатильностью валютных курсов в IV квартале 2024 г. Рост ожиданий повлиял на увеличение базовой инфляции в октябре – декабре (рис 7.а). Тем не менее, ожидаемый населением прирост цен в конце прошлого года оставался ниже уровней 2018–2019 гг. (около 12%), когда инфляция находилась вблизи цели Нацбанка в 5%. Это указывает на то, что инфляционные ожидания сохранялись сдержанными и не провоцировали стремительного ускорения роста цен.

Рис 7. Декомпозиция базовой инфляции в Беларуси и инфляция в России

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



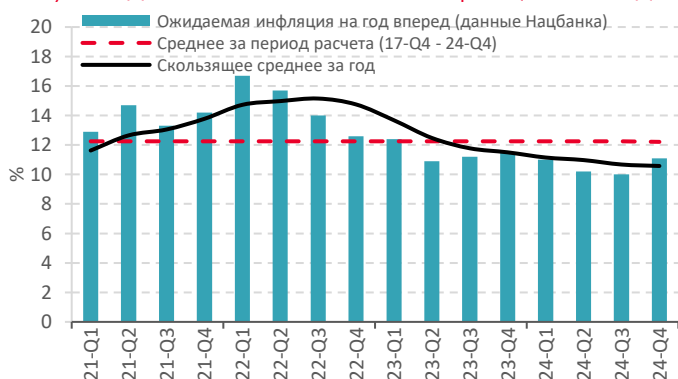
б) инфляция в Беларуси и России (кв/кв)

**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.**Недостаток работников – ключевой проинфляционный фактор в 2024 г.**

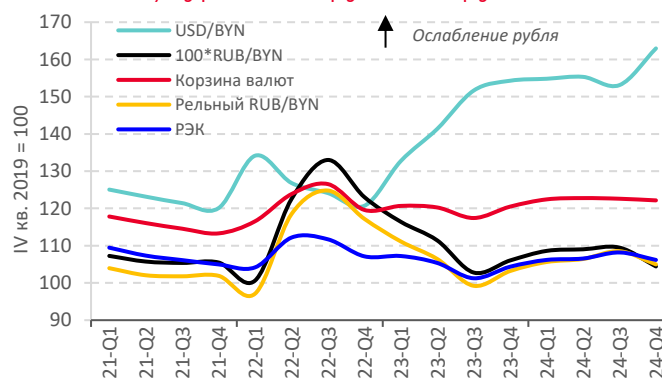
Уровень безработицы немного снизился в IV квартале в сравнении с III кварталом 2024 г. и оценивается вблизи 2,95% рабочей силы (с устранением сезонности) – исторический минимум. На одну вакансию приходилось менее 0,9 безработного (с устранением сезонности). Проблема дефицита кадров оставалась острой в IV квартале 2024 г. на фоне повышенного спроса на работников и сокращения занятости в силу негативных демографических трендов. Недостаток рабочей силы ограничивал темпы расширения потенциала белорусской экономики и стимулировал работодателей увеличивать оплату труда. В результате реальная зарплата в IV квартале 2024 г. оставалась на траектории роста, почти на 30% увеличившись в сравнении со средним размером 2021 г., и значительно превышала сбалансированный уровень (рис 9.а). В итоге давление зарплат на издержки, отпускные и потребительские цены нарастало в IV квартале 2024 г. (рис 9.б).

Рис 8. Инфляционные ожидания населения и динамика курсов белорусского рубля

а) ожидаемая населением инфляция на год



б) курсы белорусского рубля

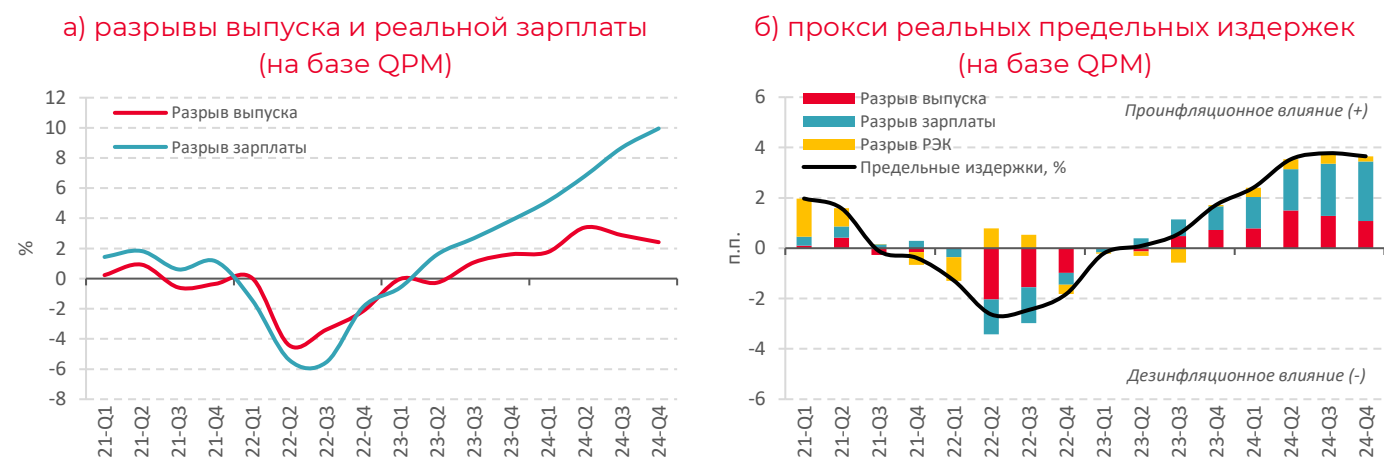
**Источник:** расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси.**Примечание:** РЭК – реальный эффективный курс белорусского рубля.**Перегретый спрос сохранял проинфляционное влияние в IV квартале 2024 г.**

ВВП Беларуси примерно на 2,4% превышал сбалансированный объем в IV квартале 2024 г. (рис 9.а). Экономика оставалась перегретой, главным образом из-за повышенного потребительского спроса в условиях увеличившихся доходов и уверенности домохозяйств, а также высокой доступности кредита.

Потребительские расходы населения в IV квартале 2024 г. стремительно расширялись, а их объем в реальном выражении более чем на 23% превысил среднеквартальный уровень 2021 г. (по предварительной оценке). В таких условиях импорт оставался повышенным, а национальные производители товаров и услуг поддерживали загрузку производственных мощностей на многолетних максимумах для удовлетворения спроса.<sup>iv</sup> В итоге избыточный спрос формировал проинфляционное давление в IV квартале 2024 г. (рис 9.б).

Размер превышения ВВП своего сбалансированного уровня (разрыв выпуска) уменьшился во второй половине 2024 г. (рис 9.а). К этому привело торможение экспорта и медленное увеличение потенциала экономики на фоне умеренного повышения инвестиций. В то же время утрата экспортом статуса «двигателя» роста ВВП и избыточное стимулирование потребительского спроса привело к нивелированию профицита внешней торговли товарами и услугами, несет риски расширения торгового дефицита и угрозу нарастания макроэкономических дисбалансов.

Рис 9. Динамика индикаторов внутреннего инфляционного давления



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.

**Ценовой контроль продолжал ограничивать перенос инфляционного давления перегретых спроса и рынка труда в фактический рост цен в IV квартале 2024 г.**

Отрицательный вклад необъясняемых моделью факторов в базовую инфляцию (в котором учитывается влияние госрегулирования цен) сохранился в IV квартале 2024 г. (рис 7.а). Без учета вклада жесткого ценового контроля годовая инфляция в декабре 2024 г. находилась бы вблизи 10% г/г, а не 5,2% г/г де-факто (рис 2.г). Инфляционный навес – потенциал ускоренного повышения цен в будущем – оставался значительным в IV квартале 2024 г.



### 3 Монетарные условия

#### Монетарные условия носили нейтральный характер в IV квартале 2024 г.

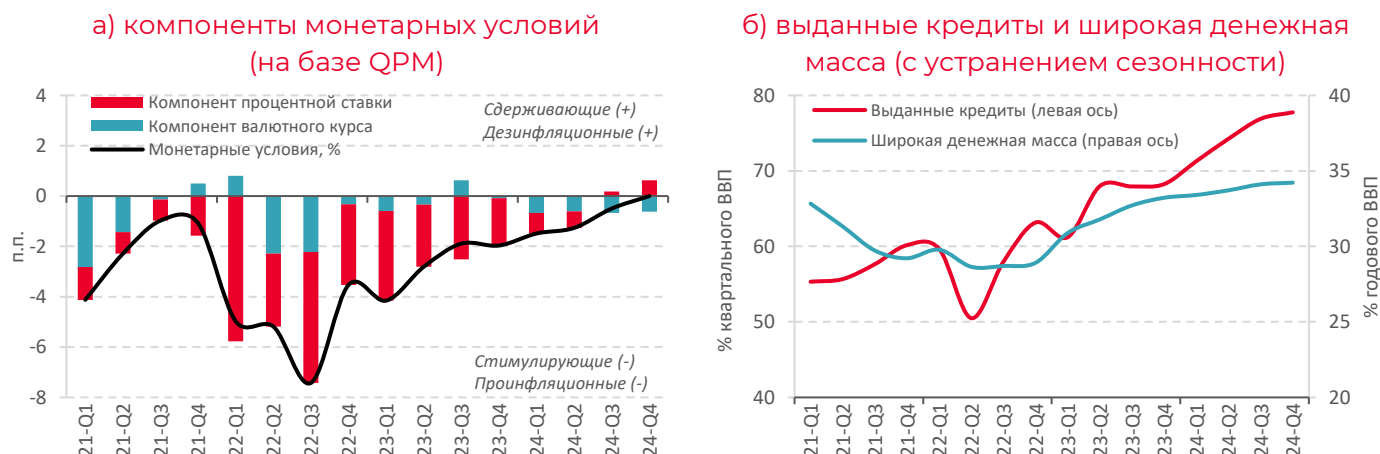
Процентные ставки по кредитам и вкладам в белорусских рублях выросли в IV квартале 2024 г. и в номинальном, и в реальном выражении (с коррекцией на ожидаемую инфляцию). Это стало следствием роста процентных ставок в России, а также сокращения избыточной ликвидности банковской системы в конце года под влиянием продажи иностранной валюты Нацбанком на фоне сезонного роста спроса на нее. В итоге ставки рублевого кредитно-депозитного рынка в IV квартале 2024 г. в среднем превысили нейтральные уровни, но масштаб этого превышения оценивается небольшим (рис 10.а).

**Значимого ограничительного влияния на динамику кредитования рост процентных ставок не имел, особенно в сегменте населения, где высокая доступность рассрочек снижала среднюю ставку.** Спрос же на кредит оставался высоким. Население наращивало заимствования на фоне высокой потребительской уверенности и повысившейся кредитоспособности в среде увеличившихся доходов. Фирмы наращивали кредитные обязательства для поддержания высоких объемов выпуска в среде избыточного внутреннего и внешнего спроса. В итоге объем новых кредитов по отношению к ВВП в среднем по IV кварталу 2024 г. поднялся до 78% (рис 10.б), а рост денежной массы вновь опередил рост ВВП и в целом по году заметно превысил ориентир Нацбанка. Денежно-кредитная политика не соответствовала заявленному режиму монетарного таргетирования и размеру сформированного инфляционного давления.

#### Белорусский рубль в IV квартале 2024 г. оставался вблизи равновесного уровня реального эффективного курса (рис 10.а)

Недооцененность национальной валюты около 1,2% является небольшой и указывает на близкое к нейтральному влияние курса белорусского рубля на ценовую конкурентоспособность белорусских производителей и инфляцию (рис 9.б). На внутреннем валютном рынке в IV квартале 2024 г. сложился сезонный чистый спрос на иностранную валюту в размере \$478 млн (≈\$116 млн с устранением сезонности), который был удовлетворен продажей валюты Нацбанком в соответствующем размере.

Рис 10. Монетарные условия



**Источник:** расчеты на базе QPM, данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

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

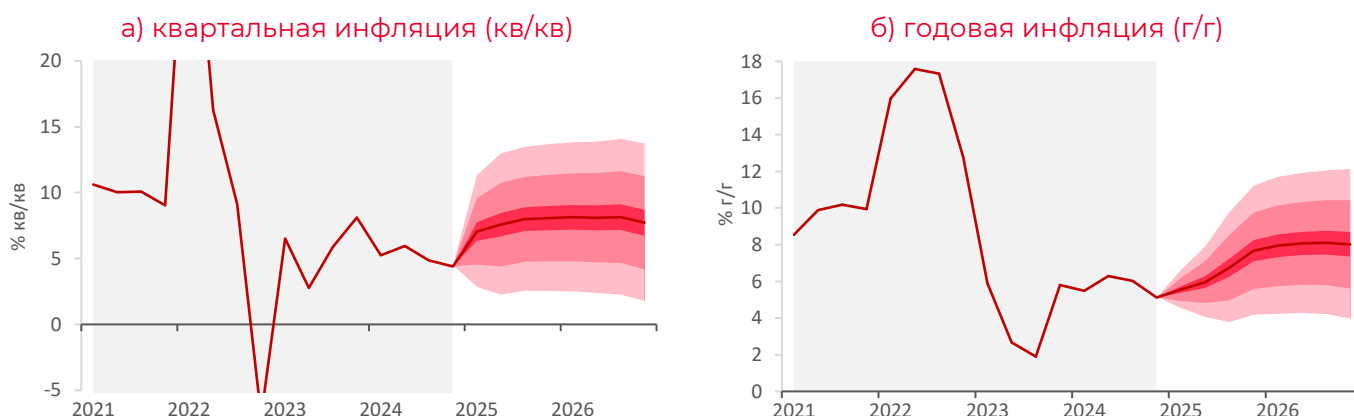
## 4 Краткосрочный прогноз

### Инфляция прогнозируется в диапазоне 6–8% г/г по итогам 2025 г.

Проинфляционные факторы будут преобладать в текущем году. Экономика продолжит функционировать в состоянии избыточного спроса при условии поддержания стимулирующей бюджетной политики и непридания монетарным условиям умеренной жесткости. Проблема нехватки работников в таких условиях сохранится, что будет вести к дальнейшему увеличению издержек на оплату труда. Проинфляционное воздействие ожидается со стороны российского рынка, где рост цен в текущем году будет заметно превышать целевой ориентир Банка России в 4%. Белорусский рубль, при отсутствии сильных шоков, останется слабо недооцененным в 2025 г. (вблизи равновесного уровня в терминах реального эффективного курса), что не будет формировать ни существенного дополнительного проинфляционного, ни дезинфляционного давления.

Накопленный к началу 2025 г. инфляционный навес усиливает риски для ценовой стабильности и финансового положения предприятий. **Если власти пойдут на трансформацию системы ценового регулирования в сторону ослабления госконтроля, то инфляция ускорится с 5,2% в 2024 г. до 6–8% в 2025 г. (рис 11).** В базовом сценарии прирост цен прогнозируется ближе к верхней границе этого диапазона, однако неопределенность относительно масштаба смягчения ценового контроля и развития ситуации во внешнем секторе порождает высокие риски отклонения от базового сценария.

Рис 11. Прогноз инфляции в Беларуси



**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.

## 5 Риски прогноза

**Целевые установки властей на 2025 г. по росту ВВП на 4,1% и инфляции в пределах 5% выглядят несогласованными, а попытка их одновременного выполнения приведет к еще большей разбалансированности экономики**

Экономика Беларуси вошла в 2025 г. с перегревом, а сбалансированный прирост ВВП оценивается около 1,5–2% в год при имеющихся ресурсных, технологических и институциональных ограничениях.

Если российская экономика замедлит рост до 0,5–1,5% в 2025 г., то единственным источником обеспечения прироста ВВП Беларуси на 4,1% станет стимулирование внутреннего спроса за счет чрезмерно мягкой бюджетной и монетарной политики. Это приведет к увеличению положительного разрыва выпуска в район 4–5% – избыточный спрос существенно увеличится, что будет формировать большее инфляционное давление в сравнении с базовым сценарием. Если власти решатся заметно смягчить ценовой контроль для достижения цели по ВВП, то инфляция может ускориться до 10% или немного выше в 2025 г. Если же ценовой контроль останется жестким при чрезмерно мягкой экономической политике, то заметно возрастет угроза кризиса неплатежей и череды банкротств, что может ввести экономику в рецессию в среднесрочной перспективе.

### **Неопределенность эффектов трансформации системы ценового контроля порождает широкий диапазон возможных отклонений инфляции от базового прогноза**

Даже если белорусские власти не будут пытаться во что бы то ни стало достичь цели по приросту ВВП на 4,1% в текущем году, инфляция может отклониться как вверх, так и вниз от базового прогноза. Если реформирование системы ценового регулирования приведет к большей свободе маневра у производителей, импортеров и торговли в части установления цен, то инфляция может превысить верхнюю границу прогнозного диапазона 6–8% в силу накопленного инфляционного навеса. Нельзя исключать, что при смягчении контроля дополнительное проинфляционное воздействие окажут вторичные эффекты, связанные с повышением инфляционных ожиданий. Если же ослабления госрегулирования не произойдет, а рост ВВП замедлится в соответствии с базовым прогнозом в диапазон 1,5–2%, то инфляция имеет шансы сложиться в рамках 5% в 2025 г.

### **Закрепление повышенной инфляции в России – серьезный риск для ценовой стабильности в Беларуси**

Чувствительность инфляции в России к повышению процентных ставок снизилась в среде увеличившихся военных расходов. Можно допустить, что в 2025 г. прирост цен в России останется в районе 10%, а не снизится к 7%, как предполагает базовый сценарий. В таком случае проинфляционное давление со стороны России для белорусского рынка будет заметно сильнее в сравнении с базовым прогнозом. **Ценовой контроль в Беларуси уже привел к сильной рассинхронизации инфляции в Беларуси и России, а компенсаторный механизм за счет укрепления национальной валюты выглядит рискованным и недолговечным.** В среде высокой импортзависимости белорусской экономики и значительного повышения издержек на труд длительное и существенное номинальное укрепление белорусского рубля к российскому может негативно повлиять на конкурентоспособность белорусских производителей даже при неизменности реального курса (с коррекцией на разность инфляций в двух странах).

### **Существенное ослабление совокупного спроса в случае жесткой посадки экономики России может привести к более низкой инфляции в сравнении с базовым прогнозом**

Если спрос на российском рынке не замедлит рост, а сократится в среде жестких денежно-кредитных условий, то экспортные доходы Беларуси снизятся. Это существенно ограничит возможности фирм по повышению зарплат и расширению инвестиций, что может выразиться в более значительном ослаблении внутреннего спроса в сравнении с прогнозом по базовому сценарию. При таком развитии событий инфляционное давление со стороны зарплат и спроса сформируется ниже оценки по базовому прогнозу.

**Реализация угрозы жесткой посадки белорусской экономики, которая в силу серьезного перегрева стала «хрупкой» для воздействия сильных шоков, может иметь дезинфляционные последствия в среднесрочной перспективе**

Экономический спад наподобие 2015–2016 гг. с высокой вероятностью будет сопровождаться довольно сильным первоначальным инфляционным импульсом из-за смягчения ценового контроля и давления на курс белорусского рубля вследствие временного повышения спроса на иностранную валюту. В среднесрочной перспективе этот импульс сойдет на нет и сформируется дезинфляционное давление из-за сокращения внутреннего спроса, повышения безработицы и ослабления проблемы дефицита кадров. Значительная угроза при реализации подобного сценария связана с риском перерастания экономического спада в полноценный финансовый кризис, если финансовая позиция фирм и банков окажется недостаточно устойчивой.

**Существенное усиление санкционного давления на Беларусь и Россию может иметь выраженные проинфляционные последствия**

Возможное нарушение логистических цепочек импорта товаров при поддержании стимулирующей экономической политики будет вести к увеличению дисбаланса спроса и предложения в экономике. Это чревато усилением проинфляционного давления. При сбоях экспортных поставок скорее всего потребуются снятие или существенное ослабление ценового контроля, чтобы не допустить критического ухудшения финансового состояния фирм и противодействовать масштабному спаду выпуска. В результате инфляционное давление может оставаться повышенным даже при уменьшении избыточного спроса в экономике.

**В случае интенсификации инвестиций в расширение производственных мощностей и повышение производительности труда подстройка стороны предложения под высокий спрос будет более быстрой**

Это ограничит ценовое давление и приведет к более низкой инфляции в 2025 г. в сравнении с прогнозом по базовому сценарию.

## 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, возведенный 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 инфляции – динамика показателя раскладывалась на вклад шоков. Сравнивались значения фактической и синтетической годовой инфляции. В последнем случае показатель рассчитывался посредством вычитания с IV квартала 2022 г. 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 2023–2024 гг.

<sup>iii</sup> В октябре 2024 г. введено лицензирование вывоза за пределы Беларуси лука, капусты и яблок (см.: <https://pravo.by/document/?guid=12551&p0=C22400745>), а в декабре 2024 г. – картофеля (см.: <https://pravo.by/document/?guid=12551&p0=C22400949>).

<sup>iv</sup> По данным Минэкономики Беларуси, загрузка производственных мощностей в промышленности в сентябре 2023 г. достигла максимального с 2013 г. уровня в 70% и оставалась вблизи этого уровня в 2024 г. Отношение количества безработных (по данным Белстата) к числу вакансий (по данным Министерства труда и социальной защиты) в IV квартале 2024 г. оценивается менее 0,9 безработного на вакансию (с устранением сезонности). До 2022 г. значение показателя устойчивого превышало 2,0 безработного на вакансию.