

## Мониторинг экономики Беларуси: тенденции, настроения и ожидания

### Обзор инфляции

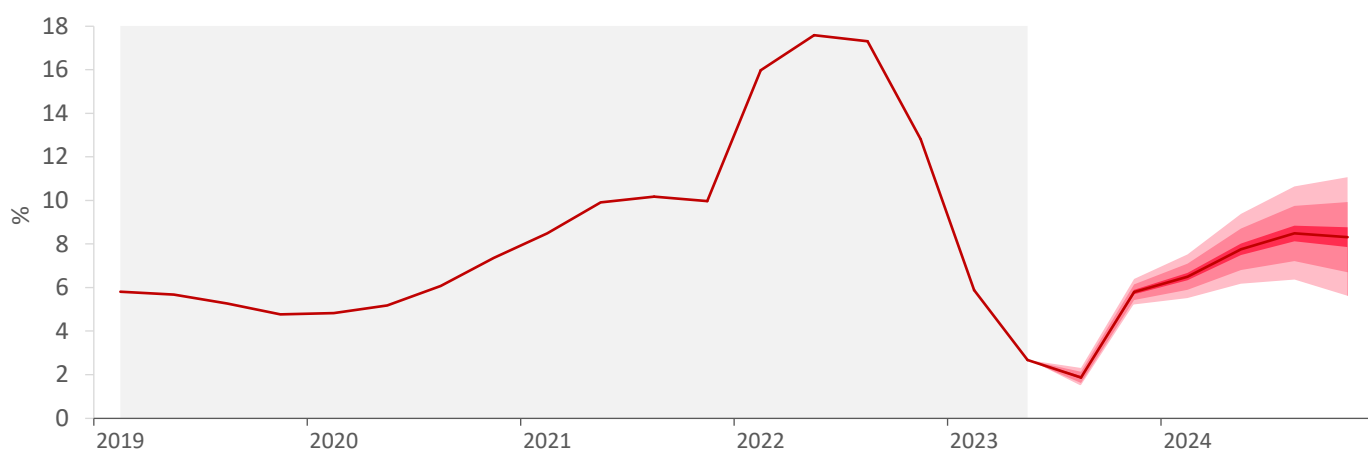
#### II квартал 2023 г.

Июль 2023 г.

## Инфляция оставалась низкой в II квартале 2023 г., но ценовое давление внутреннего спроса усиливается

Годовой прирост цен в июне переписал исторический минимум и составил 2,9% г/г. В III квартале 2023 г. годовая инфляция будет находиться вблизи 2% г/г, сдерживаемая сохраняющимся строгим контролем за ценами со стороны правительства. Эффекты госрегулирования стали главной причиной замедления аннуализированного квартального прироста цен (с устранением сезонности) до 3,7% кв/кв в апреле – июне. Тотальный ценовой контроль в значительной мере подавил усилившееся инфляционное давление со стороны внутреннего спроса и рынка труда. Проинфляционное влияние этих факторов имеет предпосылки к усилению во второй половине текущего года вследствие избыточного монетарного стимулирования и дефицита работников. Следствием этого может стать ускорение квартальных темпов роста цен, а с октября резко возрастут и годовые темпы. В результате годовая инфляция может ускориться до 5–7% г/г в IV квартале 2023 г. и до 7–10% в 2024 г. (рис 1) даже при постепенном возврате Нацбанка к нейтральной монетарной политике в течение следующего года.

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

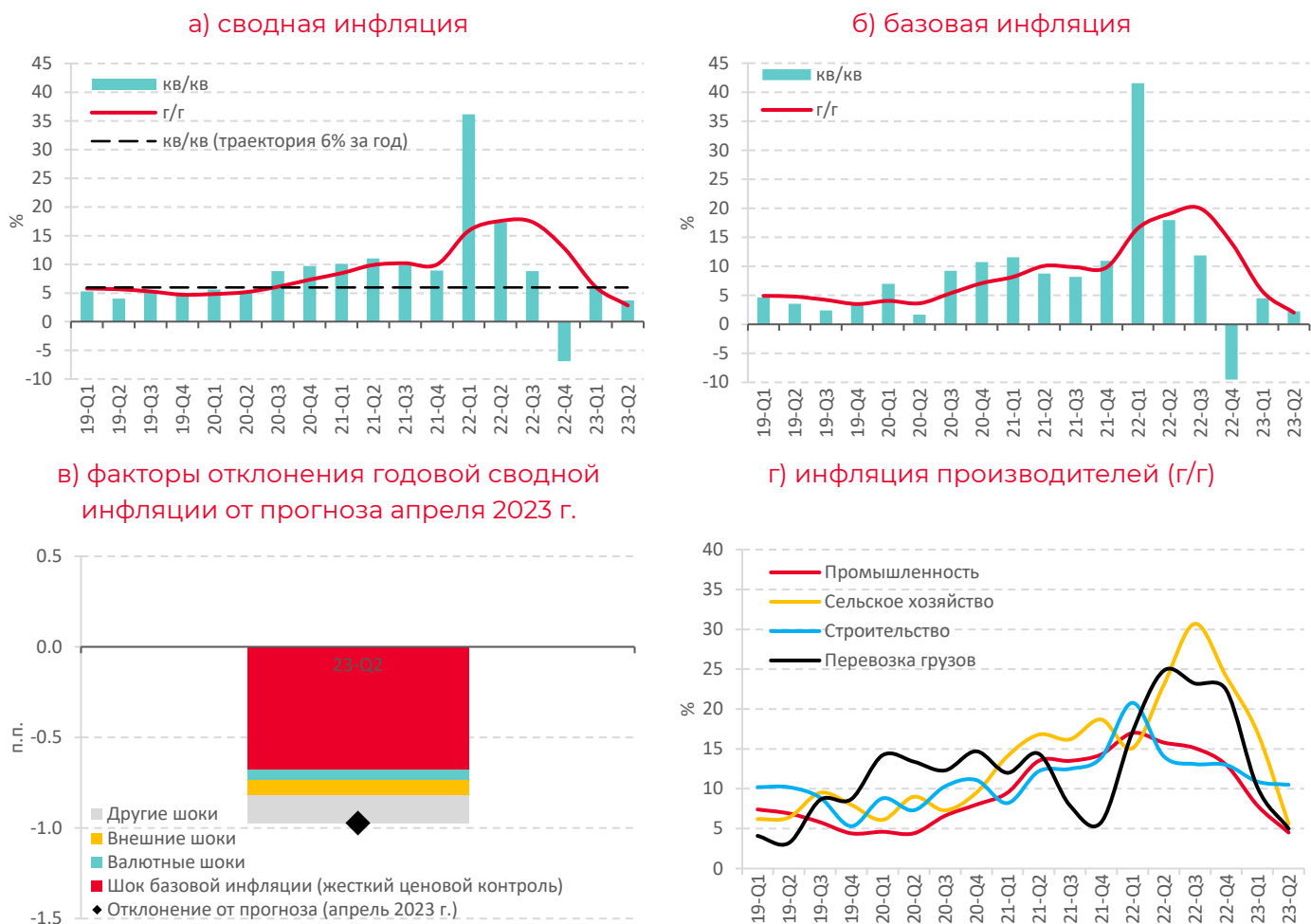
### Инфляция в II квартале 2023 г. оставалась низкой в условиях строгого ценового контроля со стороны правительства

За II квартал 2023 г. потребительские цены выросли на 3,7% в аннуализированном представлении с устранением сезонности (далее – % кв/кв).<sup>i</sup> Квартальный рост цен (исключая IV квартал 2022 г.) оказался самым низким с III квартала 2017 г. (рис 2.а). В результате годовая инфляция (по индексу потребительских цен; ИПЦ) упала с 6% в марте 2023 г. до исторического минимума 2,9% в июне 2023 г. (далее – % г/г).<sup>ii</sup>

### Годовая инфляция отклонилась на ≈1 п.п. вниз от траектории апрельского прогноза

Ценовой контроль со стороны правительства не смягчался в II квартале, а оставался тотальным. Это обусловило отклонение фактической динамики инфляции от прогнозной траектории: в рамках квартальной модели прогнозирования (QPM) жесткое госрегулирование инкорпорировано в инфляционный шок (рис 2.в). Строгое госрегулирование в значительной мере подавляло влияние нарастающего ценового давления со стороны быстро расширявшегося потребительского спроса и ускоренного роста заработных плат (рис 10.а).

Рис 2. Динамика потребительской инфляции и инфляции производителей



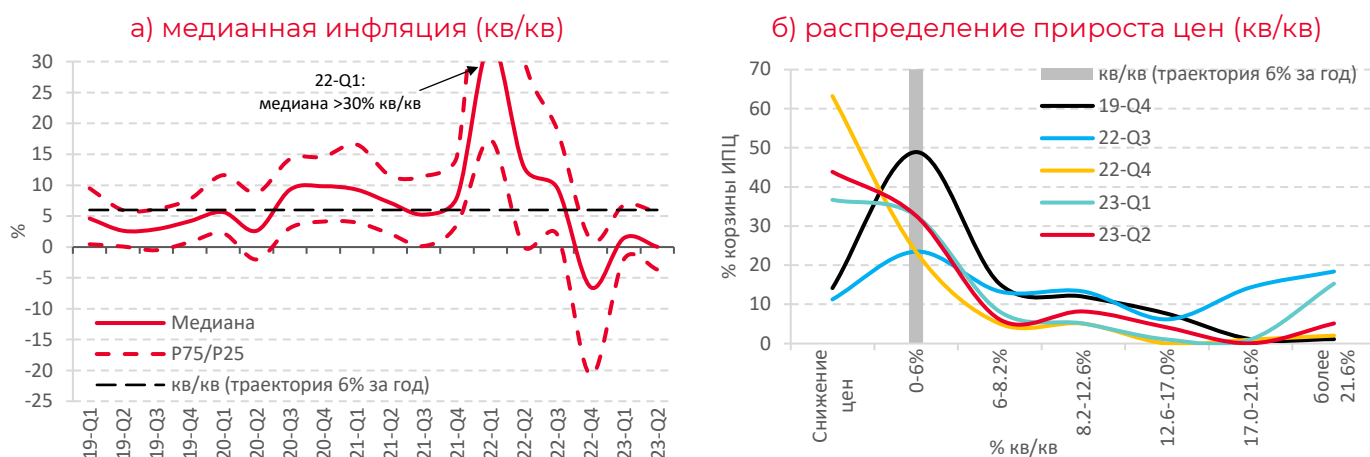
**Источник:** расчеты на основе данных Белстата, QPM.

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

## Базовая и медианная инфляция замедлились в II квартале, но при тотальном ценовом контроле их значимость как индикаторов устойчивой динамики цен сильно снизилась

Базовая инфляция в II квартале 2023 г. составила 2,2% кв/кв, а медианная – 0,0% кв/кв (рис 2.б; рис 3.а). Распределение изменений цен компонент потребительской корзины оставалось смещенным в сторону их снижения (рис 3.б), что «неестественно» для Беларуси в «нормальных» условиях. Почти 44% корзины подешевело в II квартале относительно предыдущего квартала (с устранением сезонности) – большее значение с 2017 г. отмечено только в IV квартале 2022 г., когда ритейлеры были вынуждены скорректировать цены для приведения их в соответствие с новой системой регулирования.

Рис 3. Динамика медианной инфляции и распределение прироста относительных цен



Источник: расчеты на основе данных Белстата.

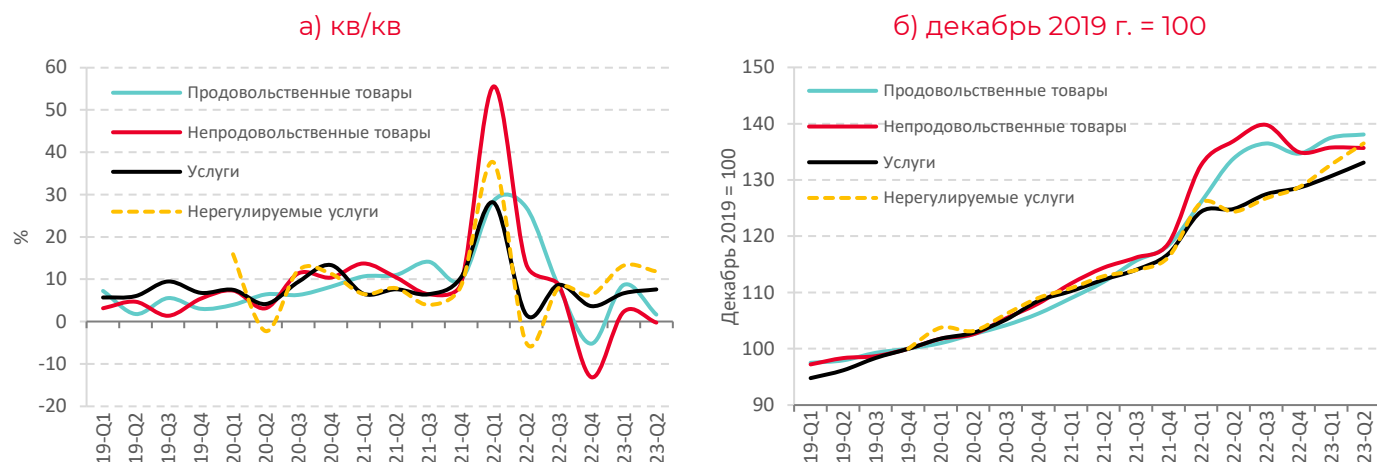
Примечание: медианная инфляция и распределение прироста цен рассчитаны по данным 98 укрупненных товарных позиций корзины ИПЦ. P75 и P25 – 75-ый и 25-ый перцентиль соответственно (цены на 25% товаров растут быстрее значения инфляции для 75-го перцентиля, а на 25% товаров – медленнее 25-го перцентиля).

## Низкие темпы роста цен на товары – ключевая составляющая сдержанной потребительской инфляции в II квартале 2023 г.

Цены на продовольствие выросли на 1,7% кв/кв, а на непродовольственные товары снизились на 0,2% кв/кв (рис 4.а). В продовольственном сегменте, как и в предыдущем квартале, основной вклад в рост цен внесли алкоголь, табак, молоко и молочные продукты (рис 5.а). Удорожание алкоголя и табака отражает эффекты от повышения ставок акцизов. Высокий рост цен на молочные продукты мог быть связан с завершением процесса выравнивания цен в Беларуси и России (рис 5.г). Сдерживало инфляцию в продовольственном сегменте удешевление плодоовощной продукции (на ≈23% кв/кв) после ее сильного подорожания в I квартале (на ≈30% кв/кв), понижение цен на кофе и чай, которое может отражать процесс настройки схем их поставок в Беларусь, а также снижение стоимости круп, масел и жиров (рис 5.а).

В сегменте непродовольственных товаров в II квартале 2023 г. 28 из 48 укрупненных позиций подешевели (рис 5.б). Слабая инфляционная динамика в этом сегменте сохранилась, несмотря на усилившееся ценовое давление со стороны роста заработных плат и исчерпание дезинфляционного влияния внутреннего спроса. Налаживание логистических цепочек могло способствовать уменьшению инфляционного давления в непродовольственном сегменте в сравнении с прошлым годом. Однако, по данным Нацбанка, издержки импортных поставок в январе – апреле 2023 г. увеличились более значительно в сравнении с ростом цен на непродовольственные товары. Вероятно, жесткий ценовой контроль со стороны правительства не позволяет производителям и ритейлерам полностью переносить возросшие издержки в цены.

Рис 4. Динамика инфляции и цен укрупненных компонент ИПЦ (с устранением сезонности)



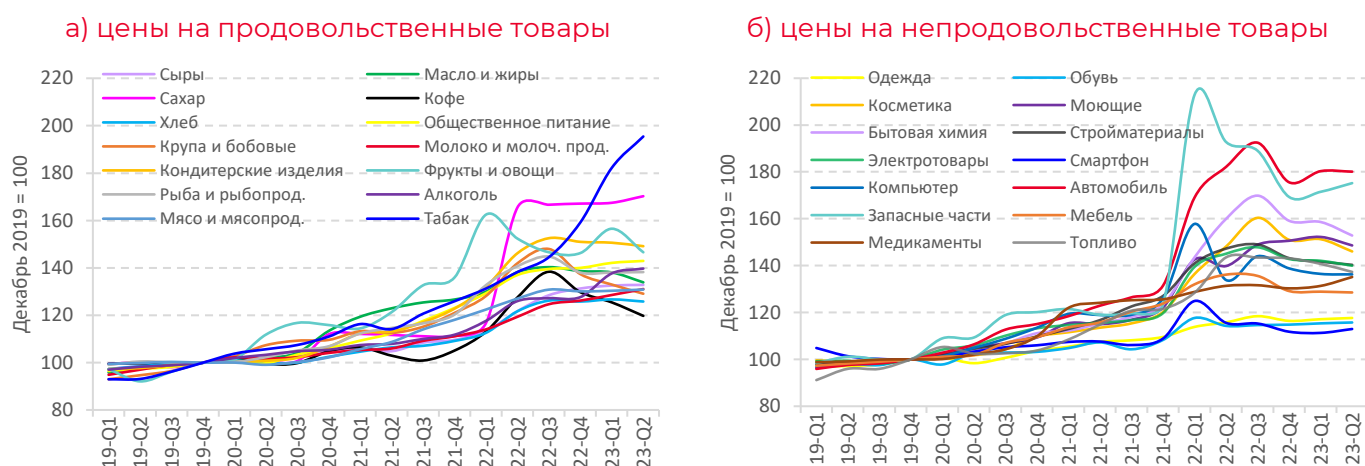
**Источник:** расчеты на основе данных Белстата.

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

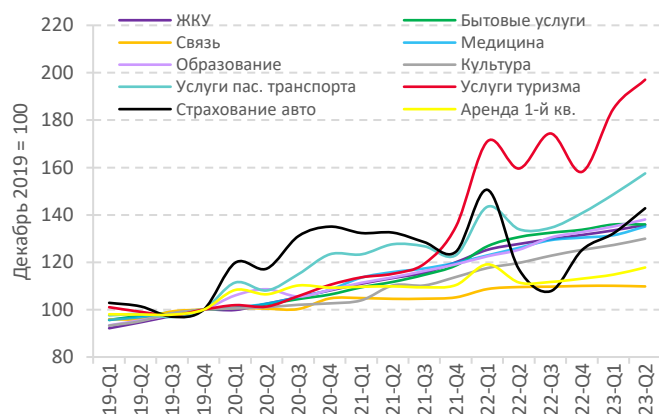
**Удорожание потребительских услуг на 7,6% кв/кв – драйвер инфляции в II квартале 2023 г. Инфляция в нерегулируемых услугах – возможный индикатор устойчивого ценового давления – два квартала подряд превышала 10% кв/кв (рис 4.а)**

Услуги в II квартале дорожали широким фронтом (рис 5.в). При этом стоимость нерегулируемых (рыночных) услуг росла опережающими темпами (рис 4.а). Существенно подорожали услуги туризма и санаториев, транспорта и автострахования, что частично объясняется их зависимостью от динамики курса белорусского рубля к доллару и евро. Вместе с тем высокие темпы роста цен на нерегулируемые услуги при низкой инфляционной динамике в товарном сегменте могут указывать на проинфляционное воздействие усилившегося внутреннего спроса, влияние которого в товарном сегменте сдерживается жестким госрегулированием. Вместе с тем нельзя исключать, что ускоренная инфляция в услугах в последние кварталы являлась компенсаторной и объясняется выравниванием относительных цен: весной 2022 г. товары подорожали заметно больше услуг (рис 4.б). Этот процесс в части нерегулируемых услуг завершился в июне 2023 г. В связи с этим дальнейшая динамика инфляции в нерегулируемых услугах может рассматриваться в качестве индикатора перегрева экономики: если инфляция в этом сегменте будет устойчиво оставаться высокой, это будет сигнализировать о том, что спрос превышает возможности предложения (в том числе из-за дефицита работников).

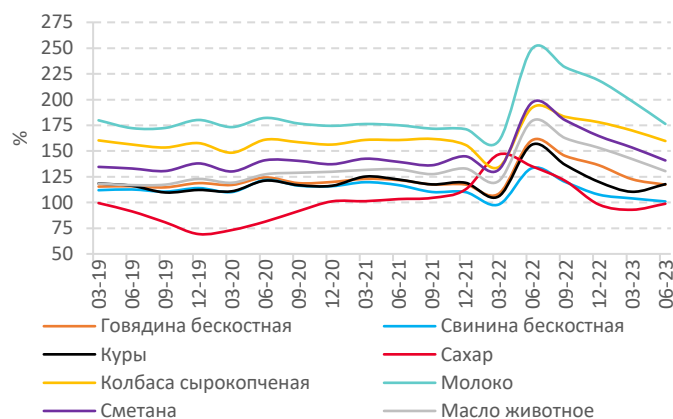
Рис 5. Динамика цен на отдельные позиции потребительской корзины (с устранением сезонности)



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

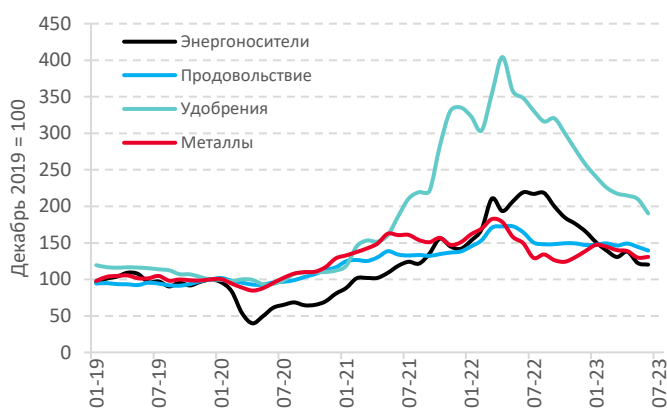
### Инфляционное давление в мире продолжило ослабевать в товарном сегменте

Спрос на товары в глобальной экономике демонстрировал признаки сокращения в II квартале 2023 г.: индекс новых заказов в обрабатывающей промышленности (PMI) в июне двенадцатый месяц подряд оставался ниже пороговой отметки 50 пунктов (отделяет рост от снижения), а индекс новых экспортных заказов – шестнадцатый месяц подряд. Вследствие ослабления спроса и нормализации цепочек поставок опросы PMI в мае-июне 2023 г. зафиксировали сокращение издержек и отпускных цен производителей в обрабатывающей промышленности на глобальном уровне впервые с середины 2020 г.<sup>iii</sup>

Сырьевые товары в целом подешевели в II квартале 2023 г.: долларовой индекс цен на энергоносители Всемирного банка снизился на  $\approx 10\%$  к уровню I квартала 2023 г., на продовольствие – на  $\approx 2\%$ , на удобрения – на  $\approx 10\%$ , на металлы – на  $\approx 8\%$  (рис 6.а). В контексте Беларуси дезинфляционное влияние удешевления товаров на мировом рынке было ограниченным в II квартале 2023 г., так как на их стоимость, выраженную в белорусских рублях, повышательное влияние оказало ослабление национальной валюты к доллару.

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.

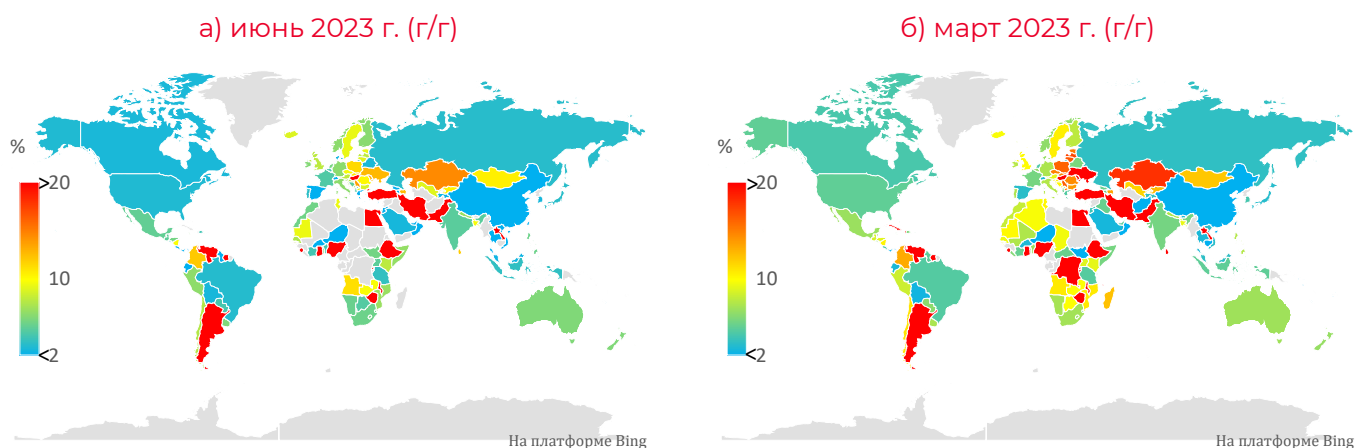
### Глобальные логистические цепочки в целом нормализовались

В условиях ослабления мирового спроса стоимость морских контейнерных перевозок продолжила снижаться и к концу II квартала 2023 г. находилась вблизи допандемийных уровней (рис 6.6). Композитный индекс давления в цепочках поставок оставался ниже своего среднего исторического значения, сигнализируя об отсутствии дополнительного ценового давления в мире со стороны логистики и транспортировки (рис 6.6).

### Ценовое давление в секторе услуг в II квартале 2023 г. оставалось значимым фактором инфляции в мире

В услугах, в отличие от товарного сегмента, опросы PMI в II квартале 2023 г. продолжали фиксировать рост издержек и отпускных цен, хоть и меньшими темпами в сравнении с предыдущими периодами. Дисбалансы на рынках труда, особенно в развитых странах, поддерживают инфляционное давление в услугах, что выражается в сохранении в целом повышенной инфляции относительно целевых ориентиров центральных банков (рис 7).

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.

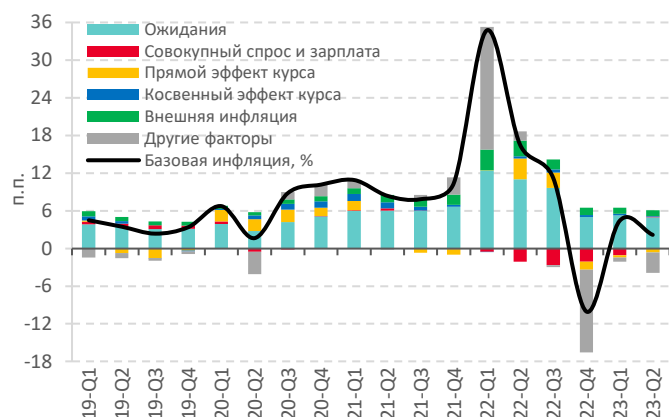
### Рост цен в России ускорился в II квартале, однако его проинфляционное воздействие на белорусский рынок компенсировано укреплением белорусского рубля к российскому рублю

Инфляция в России за II квартал 2023 г. оценивается около 4,7% кв/кв после порядка 3,8% кв/кв в I квартале 2023 г. (рис 8.6). Ценовое давление в России нарастает в условиях «перегретого» рынка труда, усилившегося внутреннего спроса, подпитываемого бюджетным стимулированием, ограниченных возможностей подстройки стороны предложения под возросший спрос на фоне рекордной загрузки производственных мощностей, а также ослабления российского рубля, в том числе отразившегося на росте инфляционных ожиданий. Вместе с тем инфляционное влияние со стороны российского рынка на белорусский в II квартале 2023 г. было во многом нейтрализовано за счет укрепления белорусского рубля к российскому (рис 8.а). Напряженная ситуация на рынке труда, избыточный спрос и эффект переноса валютного курса в цены имеют предпосылки для сохранения в числе проинфляционных факторов в России во второй половине текущего года.



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.

**Сохранение строгого ценового регулирования – ключевой внутренний фактор, сдерживавший инфляцию в II квартале 2023 г.**

Результаты декомпозиции базовой инфляции на базе QPM показывают, что отрицательный вклад не объясняемых моделью факторов (в котором учитывается влияние госрегулирования) в аннуализированное значение базовой инфляции был значительным в II квартале 2023 г. (рис 8.а). Жесткое ценовое регулирование по-прежнему искажает влияние рыночных факторов на динамику цен, снижая подверженность инфляции их воздействию, но порождая не только серьезные инфляционные риски в будущем, но и угрозы для обеспеченности населения товарами в долгосрочной перспективе.<sup>iv</sup>

**Цепочки поставок потребительских товаров в Беларусь, вероятно, перестроены, однако стоимость логистики существенно возросла**

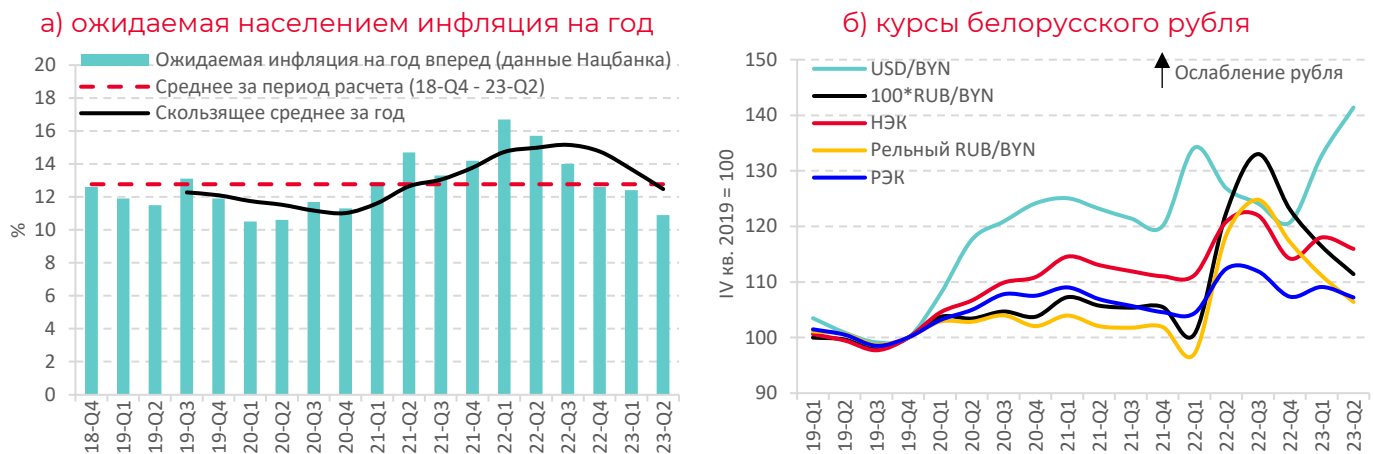
Стоимостной объем импорта потребительских товаров в Беларусь за пять месяцев 2023 г. на 69% превысил объем января – мая 2022 г. и примерно на 50% объем довоенного января – мая 2021 г., в том числе в непродовольственном сегменте – почти на 93% и 63% соответственно. Схемы поставок товаров в страну настроены, однако, как показывают данные Нацбанка, их стоимость существенно возросла. Так, цены импорта потребительских товаров в январе – апреле 2023 г. были на ~20% выше в сравнении с январем – апрелем 2023 г. как в долларовом, так и рублевом эквиваленте. В сравнении с 2022 г. (около 13% в долларах и 14% в рублях) темп роста цен увеличился, что может указывать на ограниченное дезинфляционное влияние настройки логистических цепочек в первой половине 2023 г. после их сильного проинфляционного давления в 2022 г.

**Инфляционные ожидания в II квартале оставались сдержанными, однако ослабление белорусского рубля к доллару может привести к их повышению во втором полугодии**

Ожидаемый населением прирост цен на год составил 10,9% в июне 2023 г., снизившись с 12,4% в марте 2023 г. Инфляционные ожидания домохозяйств опустились заметно ниже их среднего уровня – сопоставимо низкие ожидания отмечались только в первой половине 2020 г. (рис 9.а). Схожие результаты получены и в рамках QPM: вклад ожиданий (оцененных внутри модели) в базовую инфляцию сформировался ниже значений 2022 г. (рис 8.а).

Вполне возможно, что ослабление белорусского рубля к доллару и евро во второй половине июня не успело отразиться в инфляционных ожиданиях домохозяйств и бизнеса, но может вызвать их повышение в III квартале.

Рис 9. Инфляционные ожидания населения и динамика курсов белорусского рубля



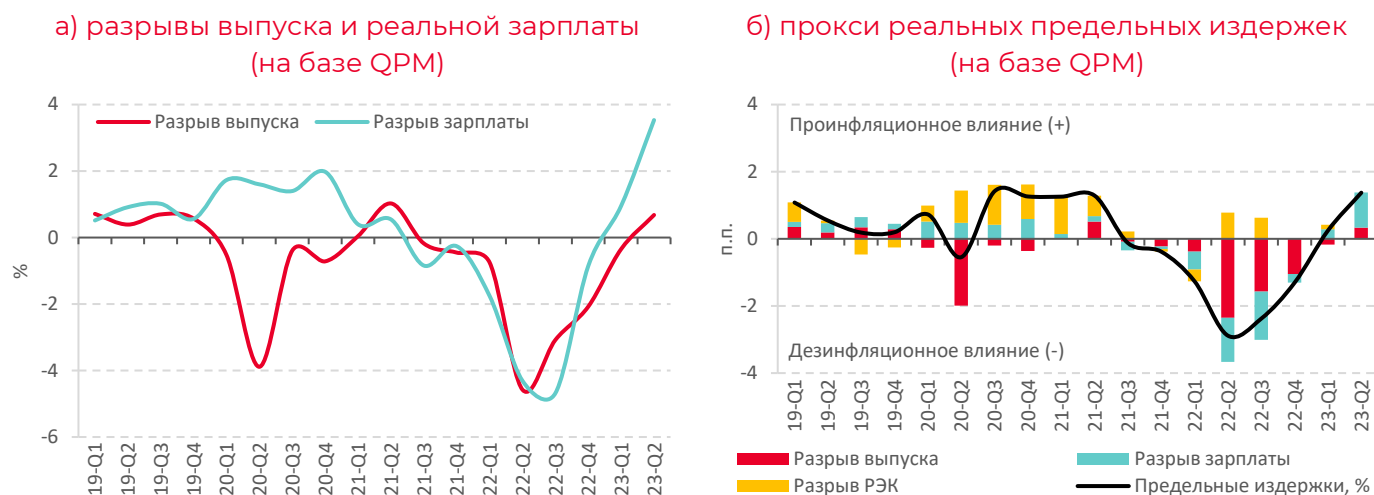
Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси.

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

### Динамика внутреннего спроса становится проинфляционной

В II квартале 2023 г. ВВП, по предварительным оценкам, вырос на  $\approx 0,8\text{--}1,2\%$  к предыдущему кварталу (с устранением сезонности). В результате отрицательный разрыв выпуска закрылся и объем ВВП примерно на  $0,7\%$  превысил равновесный уровень в II квартале 2023 г. (на основе QPM; рис 10.а). Быстрый рост экономической активности сопровождался усилением внутреннего спроса, подогреваемого монетарным стимулированием, а также, возможно, и фискальной политикой. Пока масштаб перегрева экономики не является большим, а с учетом инерции его инфляционное влияние в II квартале было ограниченным (рис 8.а). Однако темпы усиления внутреннего спроса выглядят угрожающими – при их сохранении ценовое давление может существенно повыситься, так как возможности подстройки предложения, вероятно, ограничены в условиях сокращения занятости и санкционных ограничений.

Рис 10. 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.



### **Проинфляционное влияние заработной платы усилилось в II квартале 2023 г.**

Реальная зарплата активно росла в II квартале, и ее размер заметно превысил равновесный (или инфляционно-нейтральный) уровень (рис 10.а). Быстрый рост зарплат отражает сформированные дисбалансы на рынке труда, где в результате сократившейся занятости предложение работников отстает от спроса. Динамика зарплаты становится все более проинфляционной (рис 10.б), а нехватка трудовых ресурсов в перспективе может усиливать ценовое давление со стороны внутреннего спроса: стимулирование экономики монетарными и фискальными инструментами будет вести к расширению спроса, но рост предложения товаров и услуг будет отставать не только из-за технологических ограничений, но и из-за ограниченного количества трудовых ресурсов.

### **Валютный курс не оказывал значимого инфляционного влияния в II квартале 2023 г.**

В среднем за II квартал 2023 г. белорусский рубль в номинальном выражении (измеренный через показатель номинального эффективного курса) укрепился на 1,7% по сравнению с предыдущим кварталом (рис 9.б). Национальная валюта заметно подорожала относительно российского рубля, в то время как ее стоимость по отношению к доллару, евро и китайскому юаню снизилась. В целом валютный курс оказывал близкое к нейтральному прямое влияние на инфляцию в II квартале 2023 г. (рис 8.а). Вместе с тем существует риск негативного воздействия ослабления белорусского рубля к доллару и евро на инфляционные ожидания во второй половине текущего года.

Косвенное проинфляционное влияние валютного курса на ценовую динамику, связанное с выравниванием диспаритета цен на торгуемые товары внутри Беларуси и в странах – торговых партнерах, практически нейтрализовалось в II квартале 2023 г. (рис 8.а). Укрепление белорусского рубля к российскому (рис 9.б) способствовало возвращению соотношения цен на торгуемые товары в России и Беларуси к своему среднему уровню последних лет (рис 5.г), а реальный эффективный курс белорусского рубля в среднем в II квартале 2023 г. был близок к своему равновесному уровню (рис 10.б).

## **3 Монетарные условия**

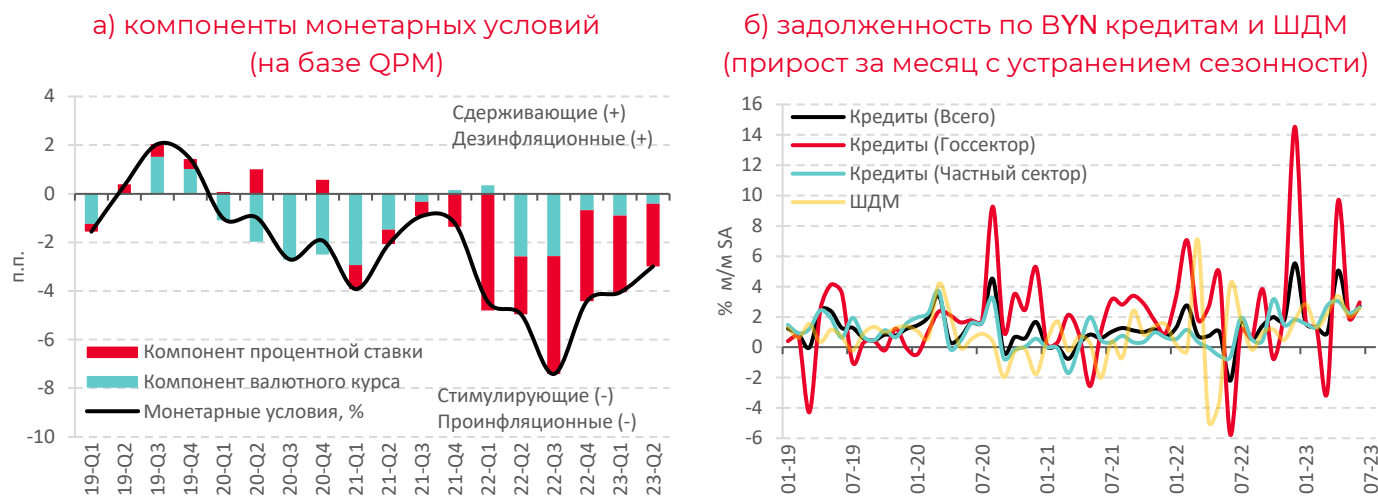
### **Толерантная к инфляционным рискам политика Нацбанка поддерживала мягкие монетарные условия в II квартале 2023 г.**

Ставка рефинансирования опустилась с 10,5% на начало II квартала до 9,5% к началу августа 2023 г. Нацбанк не регулировал ликвидность банков рыночными инструментами, и банковская система функционировала в условиях масштабного профицита ликвидности. Следствием экспансионистской денежно-кредитной политики Нацбанка стало сохранение номинальной ставки межбанковского рынка вблизи 1%, поддержание низких ставок по рублевым вкладам и снижение ставок по рублевым рыночным кредитам до очередного исторического минимума – 8,5% в номинальном выражении по итогам июня.

**Реальные процентные ставки кредитно-депозитного рынка в среднем оставались ниже своих равновесных уровней, оцененных на базе QPM (рис 11.а).<sup>у</sup>** Мягкие денежно-кредитные условия поддерживали высокие темпы роста рублевого кредитования (рис 11.б) и широкой денежной массы (ШДМ), а также, наряду с недостаточным доверием к национальной валюте, не формировали дополнительных стимулов к долгосрочным сбережениям в белорусских рублях.

Динамика денежной массы в последние кварталы опережала рост потенциального ВВП Беларуси, а в структуре рублевой денежной массы доля наличных и текущих счетов по итогам июня достигла нового максимума за более чем 20 лет – более 60% (с устранением сезонности). Быстрый рост денежной массы повышает инфляционные риски, а ее все более «хрупкая» структура может усиливать инфляционные эффекты шоков.

Рис 11. Монетарные условия



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

**Примечание:** динамика монетарных условий может изменяться при поступлении новых данных. ШДМ – широкая денежная масса.

### Недооцененность белорусского рубля нейтрализовалась в II квартале 2023 г.

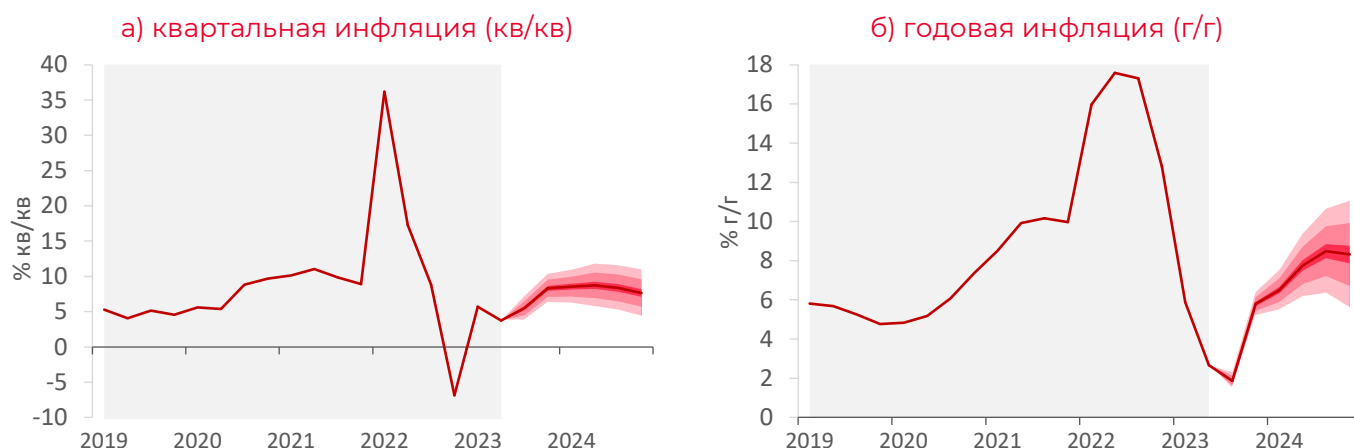
Реальный эффективный курс белорусского рубля в среднем в II квартале 2023 г. находился вблизи своего равновесного уровня, оцененного в рамках QPM (рис 11.а). При этом вполне вероятно, что в результате существенного укрепления к российскому рублю белорусская валюта в начале III квартала перешла в область переоцененности к российской. С одной стороны, такое состояние валютного курса формировало его нейтральное влияние на инфляцию в II квартале 2023 г. С другой стороны, в случае устойчивого закрепления USD/BYN выше 3 рублей за доллар инфляционные ожидания населения и бизнеса могут возрасти и перейти в разряд проинфляционных факторов во второй половине текущего года. Кроме того, уровень валютного курса перестал выступать значимым фактором поддержки конкурентоспособности белорусских производителей, особенно на российском рынке.

## 4 Краткосрочный прогноз

### Годовая инфляция сложится вблизи 2% г/г в III квартале, но ускорится до 5–7% г/г к концу 2023 года

Эффекты «ручного» снижения цен в октябре-ноябре прошлого года и сохранение строгого подхода к ценовому регулированию со стороны правительства продолжают отражаться на годовом показателе инфляции в июле – сентябре 2023 г. Годовая инфляция в таких условиях может переписать исторически минимальные значения в III квартале (рис 12.6), и нельзя исключать временного ухода индикатора немного ниже 2% г/г в сентябре 2023 г.

Рис 12. 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.

### Ценовое давление имеет предпосылки к усилению во второй половине текущего года

Внутренний спрос во втором полугодии может оказаться «перегретым» при сохранении мягкой монетарной политики. Это будет выражаться в поддержании положительного разрыва выпуска. Дефицит работников будет ограничивать возможности подстройки стороны предложения товаров и услуг под усилившийся спрос и отражаться в росте зарплат, средний размер которых уже в первом полугодии превышал инфляционно-нейтральный уровень. Проинфляционные эффекты во втором полугодии также возможны со стороны ускорения роста цен в России и динамики курса белорусского рубля, в том числе через влияние ослабления белорусского рубля к доллару и евро на инфляционные ожидания населения и бизнеса. В результате квартальные темпы инфляции начнут ускоряться (рис 12.а), что с октября обусловит возрастание годовой инфляции – до 5–7% к концу 2023 г. Сдерживать рост цен, вероятно, продолжит сохранение ценового регулирования. В 2024 г. годовая инфляция может возрасти до 7–10%, даже если Нацбанк начнет постепенно ужесточать денежно-кредитную политику. В силу временных лагов между принятием решений в области монетарной политики и эффектами этих решений на экономическую активность и инфляцию нейтрализация ценового давления в 2024 г. требует реакции монетарной политики уже в середине 2023 г.

## 5 Риски прогноза

### Угроза сильного «перегрева» внутреннего спроса становится все более осязаемой

Базовый сценарий предполагает, что монетарное и фискальное стимулирование приведет к расширению положительного разрыва выпуска до 1–1,5% во второй половине года, что соответствует приросту ВВП вблизи 3% по итогам года. Это будет означать умеренный масштаб избыточного спроса, который не должен, при прочих равных, привести к ускорению инфляции выше 10% г/г в 2024 г. Вместе с тем при усилении стимулов для экономической активности в целях достижения планового показателя роста ВВП и отсутствии реакции Нацбанка инфляционное давление возрастет, а в 2024 г. возникнет угроза закрепления двузначной инфляции.

**Инфляционные риски со стороны курсовой динамики могут актуализироваться во второй половине текущего года**

Существенное укрепление белорусского рубля к российскому рублю в конце июня – начале июля ведет к переоцененности белорусской валюты. Переоцененность рубля будет негативно влиять на конкурентоспособность белорусских производителей на российском рынке, что может еще больше осложнить выполнение целевых параметров по росту ВВП, инвестиций и экспорта. Нельзя исключать, что при подобном развитии событий давление правительства на Нацбанк в части ослабления белорусского рубля к российскому интенсифицируется, что может иметь проинфляционные последствия.

**Проинфляционное влияние в сегменте продовольствия может усилиться во второй половине года в случае низкого урожая сельскохозяйственных культур**

По состоянию на 27 июля 2023 г. урожайность зерновых и зернобобовых культур была на ~6% ниже в сравнении с 30 июля 2022 г., когда были убраны сопоставимые площади посевных земель. В случае существенно более низкого урожая в текущем году вероятно усиление ценового давления в сегменте продуктов питания.

**Прочность и стабильность цепочек поставок товаров в/из Беларуси не гарантированы**

Как ужесточение подходов к таким поставкам со стороны стран – посредников, так и ослабление финансовых показателей белорусских фирм в результате ухудшения ценовых условий внешней торговли могут привести к уменьшению как импортных, так и экспортных поставок. В случае возникновения новых логистических разрывов инфляционное давление на белорусском рынке может усилиться.

**Риски более низкой инфляции в сравнении с базовым прогнозом связаны с продолжительным сохранением жесткого подхода к ценовому регулированию**

Нельзя исключать, что строгий контроль за ценами со стороны правительства останется до конца текущего года – в 2024 г. Однако в условиях перегретых внутреннего спроса и рынка труда затягивание выхода из жесткого госрегулирования будет ассоциироваться со все большими потенциальными издержками в виде инфляционного всплеска и резкого ужесточения монетарной политики. В результате этого экономическая активность может резко ослабнуть.

**Волатильность мировых цен на продовольствие из-за неопределенности с поставками на глобальный рынок украинского и российского зерна также остается проинфляционным риском для Беларуси**

## 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> С марта 2023 г. фиксируются сильные расхождения в показателях годовой инфляции. Официальные значения годовой инфляции от Белстата составили 6,03% в марте, 4,73% в апреле, 3,70% в мае и 2,86% в июне 2023 г. Расчетные значения на основе публикуемого Белстатом индекса потребительских цен (декабрь 1990 г. = 100) (и месячных темпов инфляции с двумя десятичными знаками) составили 5,84% в марте, 4,57% в апреле, 3,53% в мае и 2,68% в июне 2023 г. Среднее расхождение между двумя индикаторами составило 0,171 п.п., в то время как с января 2020 г. по февраль 2023 г. расхождение не превышало 0,06 п.п. (абсолютное значение). Возможно, при расчете годовой инфляции Белстат стал применять отличные от опубликованных месячные темпы инфляции за 2022 г., однако пояснений от статистического органа не последовало.

<sup>iii</sup> См.: <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PressRelease/f3b0f0fdd3a2474f918a7a3e736e77ce>.

<sup>iv</sup> Мы не изменяем калибровку параметров QPM, характеризующих влияние факторов на инфляцию. Даже если жесткое ценовое регулирование будет длительным явлением, сохранение калибровки позволит оценить накопившееся инфляционное давление, которое сдерживается административными мерами.

<sup>v</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 и II 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.