

## Мониторинг экономики Беларуси: тенденции, настроения и ожидания

### Обзор инфляции

III квартал 2024 г.

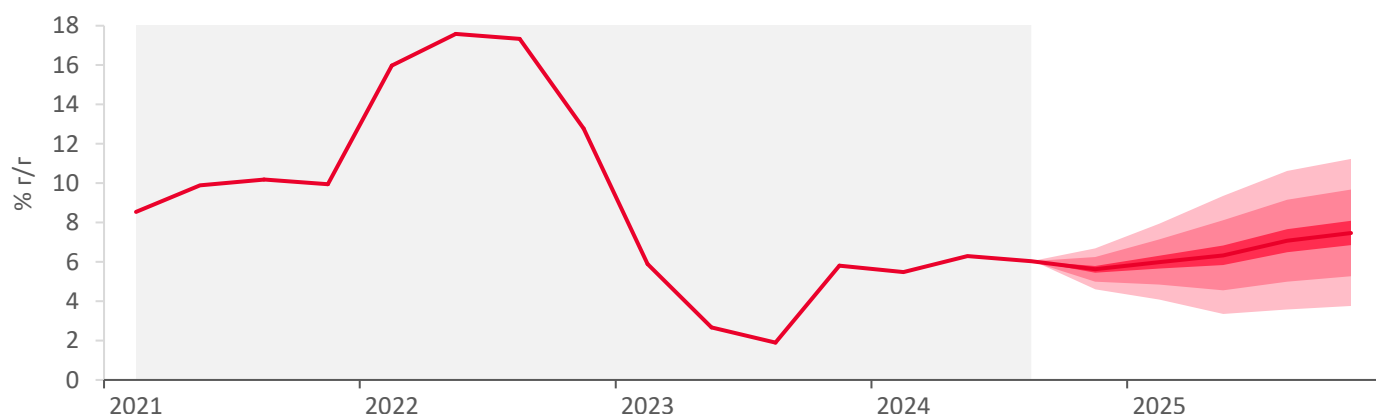
Октябрь 2024 г.

## Инфляция в Беларуси замедлилась в III квартале 2024 года, а по итогам текущего года сложится в диапазоне 5,5–6,0%

Годовая инфляция составила 6,0% г/г в сентябре 2024 г. (рис 1). Аннуализированный квартальный прирост цен (с устранением сезонности) снизился с 6,0% кв/кв в II квартале до 4,9% кв/кв в III квартале 2024 г. Перегретый спрос, дефицитный рынок труда и повышение инфляции в России продолжали оказывать давление на рост издержек в белорусской экономике. Однако в условиях ценового контроля повышенные издержки не трансформировались в полной мере в увеличение потребительских цен.

Избыточный спрос в экономике и нехватка работников продолжают оказывать проинфляционное влияние в IV квартале 2024 г. – 2025 г. Накопленный инфляционный навес также будет постепенно просачиваться в цены. В результате инфляция прогнозируется в диапазоне 5,5–6,0% г/г по итогам 2024 г. и вблизи 6–8% г/г в 2025 г. (рис 1). Полного переноса проинфляционных факторов в фактический рост цен не ожидается, так как ценовой контроль в 2025 г. с высокой вероятностью сохранится, но может быть несколько ослаблен. Баланс рисков остается смещенным в сторону проинфляционных.

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.

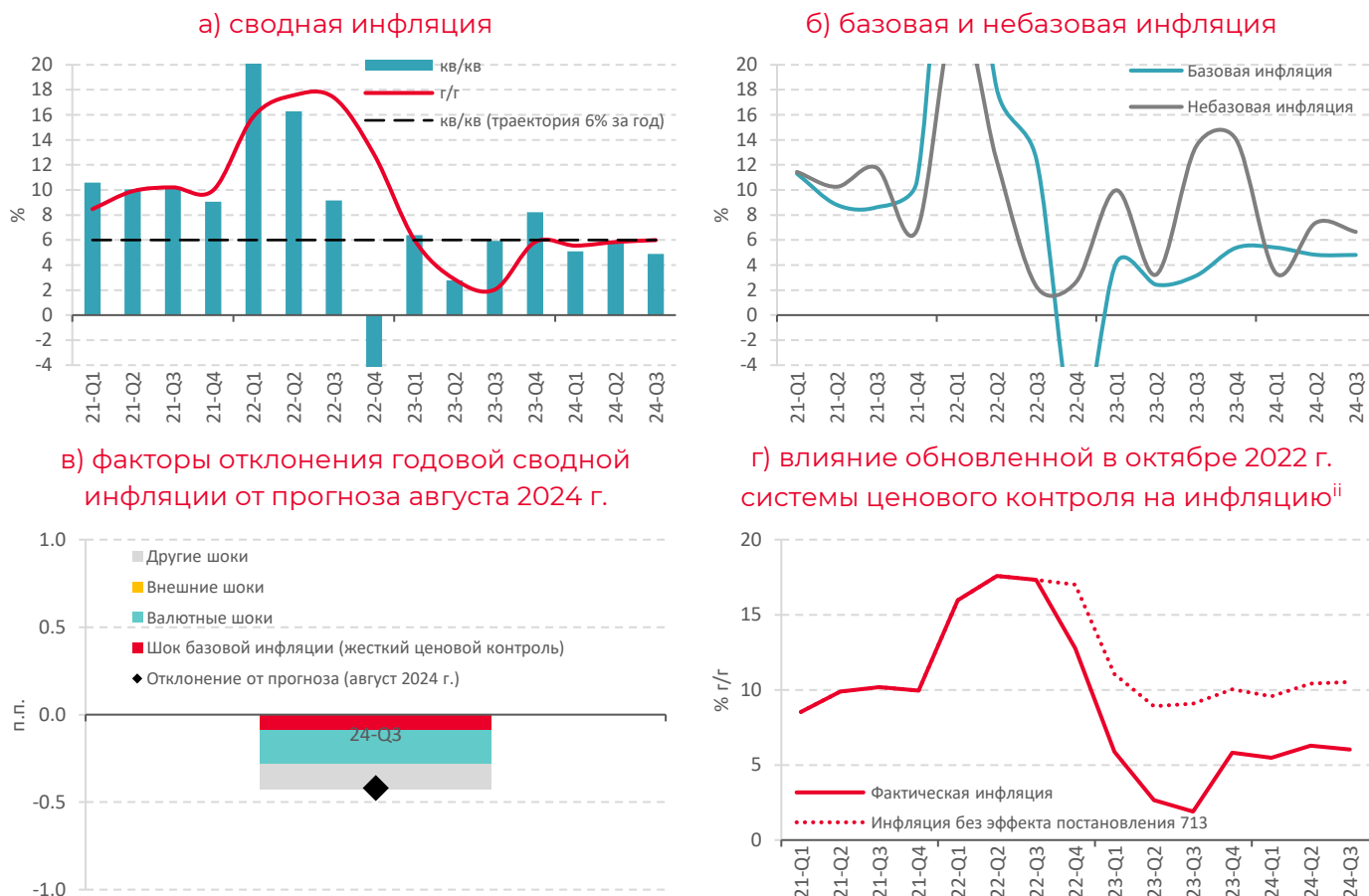
## 1 Динамика инфляционных процессов

### Инфляция в Беларуси оставалась сдержанной в III квартале 2024 г.

За III квартал 2024 г. потребительские цены выросли на 4,9% в аннуализированном представлении с устранением сезонности после прироста на 6,0% в II квартале 2024 г. (далее – % кв/кв; [рис 2.а](#)).<sup>i</sup> Замедление квартальной инфляции связано с консервативным подходом властей к повышению регулируемых цен и тарифов. Их аннуализированный прирост снизился с 6,1% кв/кв в II квартале 2024 г. до 4,6% кв/кв в III квартале 2024 г. Это выразилось в замедлении небазовой инфляции ([рис 2.б](#)).

**Годовая инфляция (по индексу потребительских цен; ИПЦ) в июле – сентябре колебалась вблизи 6,0% г/г** (далее – % г/г; [рис 2.а](#)). Фактическое значение годовой инфляции в сентябре отклонилось на 0,4 п.п. вниз от прогноза августа 2024 г. Это главным образом объясняется меньшим, чем ожидалось, повышением регулируемых цен и тарифов (полностью объясняет отрицательный вклад других шоков на [рис 2.в](#)), а также с более сильной динамикой курса белорусского рубля ([рис 2.в](#)).

Рис 2. Динамика потребительской инфляции



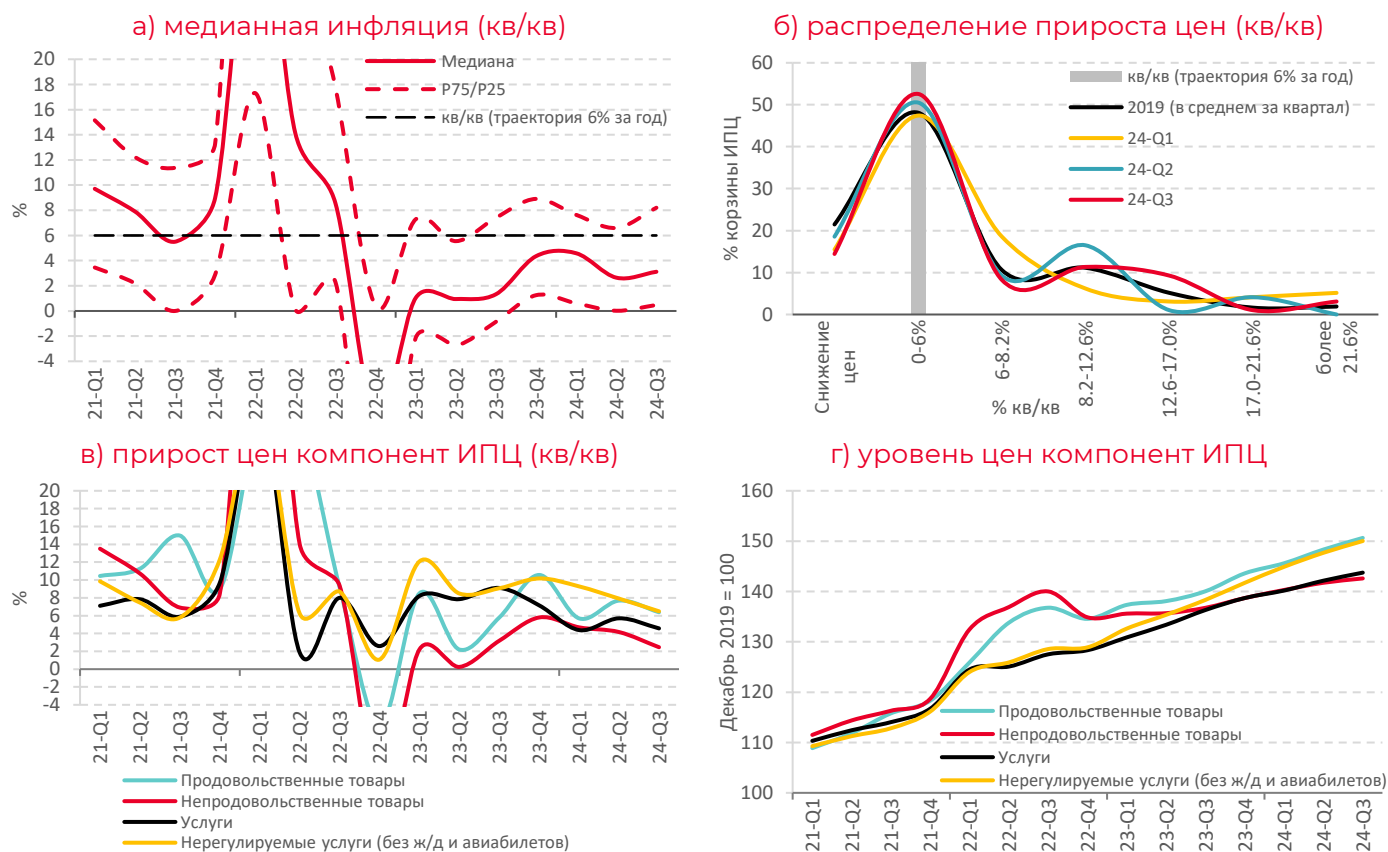
**Источник:** расчеты на основе данных Белстата, QPM.

**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 инфляция в III квартале 2024 г. сохранилась на уровне 4,8% кв/кв (рис 2.б), а медианная составила 3,1% кв/кв (рис 3.а)**

Распределение изменений цен позиций потребительской корзины осталось близким к паттерну 2019 г. (рис 3.б), когда инфляция устойчивого находилась вблизи 5% г/г. Такое распределение, а также темпы базовой и медианной инфляции являются низкими для сложившихся в 2024 г. экономических условий. Эти условия характеризуются серьезным масштабом перегрева белорусской экономики, нехваткой работников и высоким ростом издержек на оплату труда, а также повышенной инфляцией в стране – ключевом экономическом партнере – России (примерно в три раза выше темпов 2019 г.).

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).

**Тотальный ценовой контроль сильно замедлял и ограничивал перенос возросших издержек в потребительские цены, особенно на непродовольственные товары**

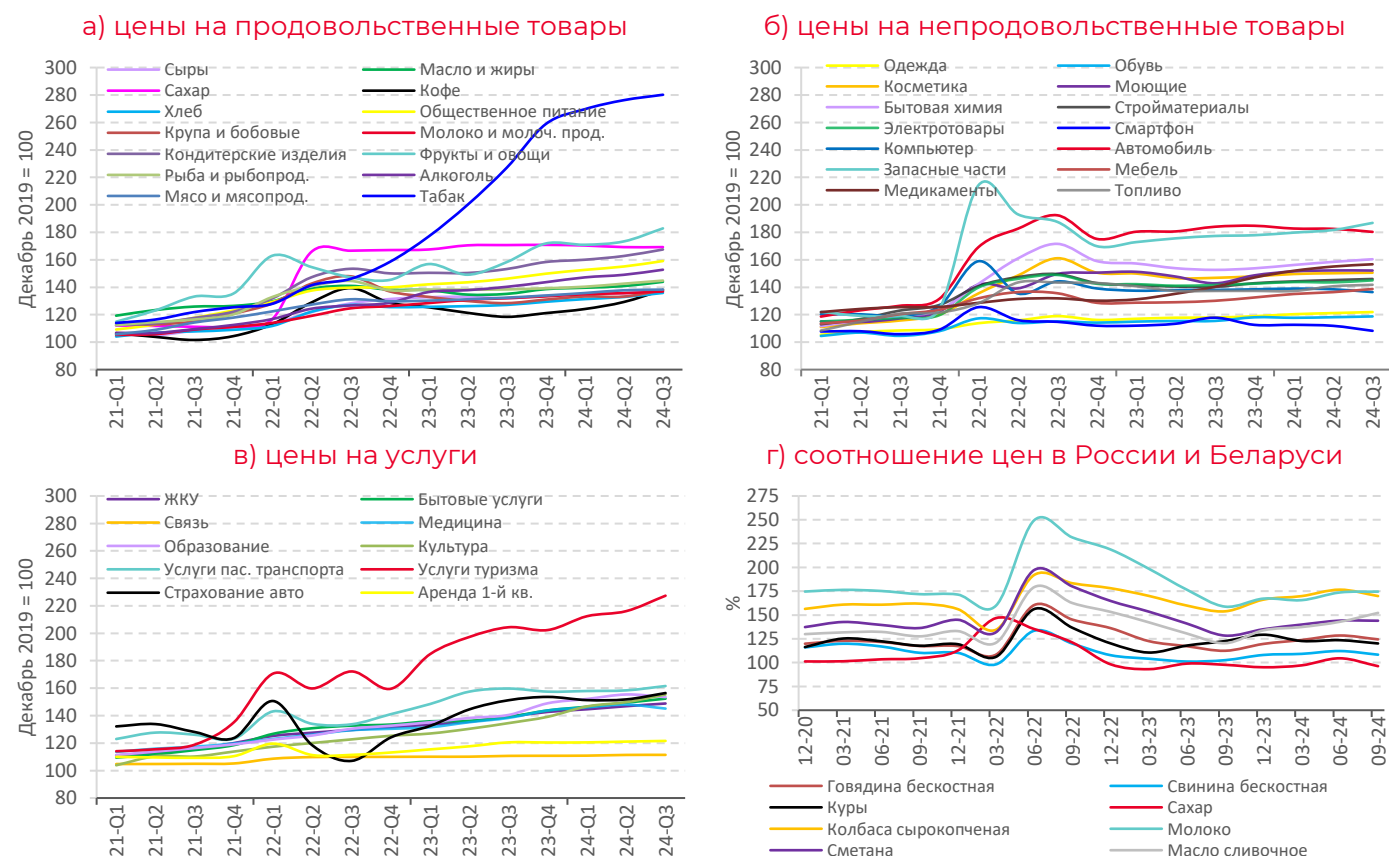
Прирост цен непродовольственных товаров замедлился с 4,2% кв/кв в II квартале 2024 г. до 2,5% кв/кв в III квартале 2024 г. (рис 3.в). Медианная инфляция в этом сегменте составила 2,5% кв/кв в III квартале, что подчеркивает слабую ценовую динамику в большинстве позиций (рис 4.б). При этом цены производителей потребительских товаров за III квартал 2024 г. повысились на 8,6% кв/кв после прироста на 7,1% кв/кв в II квартале 2024 г.

Высокий рост издержек указывает на превалирование проинфляционных факторов в экономике, в то время как крайне слабый перенос этих издержек в потребительские цены непродовольственных товаров обеспечивается строгим регулированием торговых и импортных надбавок. Следствием этого стала низкая рентабельность продаж в оптовой и розничной торговле – 1,2% в январе – августе 2024 г. при среднем уровне 2,3% в январе – августе 2018–2021 гг.

**Прирост цен на продовольственные товары замедлился с 7,7% кв/кв в II квартале до 6,4% кв/кв в III квартале 2024 г. (рис 3.в)**

Медианная инфляция в продовольственном сегменте составила 5,5% кв/кв в III квартале. Большинство товарных позиций дорожали умеренными темпами в среде ценового контроля (рис 4.а), несмотря на возросшие затраты: прирост цен производителей сельхозпродукции оценивается в 11,6% кв/кв в III квартале (в животноводстве – 9,7% кв/кв). При этом повышенный прирост цен в III квартале сохранялся в общественном питании (почти 11% кв/кв) в условиях высокого потребительского спроса; на кофе и кондитерские изделия (~30 и ~12% кв/кв) на фоне увеличения мировых цен; на крупы, хлеб, хлебобулочные и макаронные изделия, что может отражать влияние низкого урожая зерна прошлого года и невысокого сбора в 2024 г.; а также на плодоовощную продукцию (более 20% кв/кв). Высокий рост стоимости овощей и фруктов может быть связан со сложностями с импортом (в том числе фитосанитарной продукции), приоритизацией экспорта перед насыщением внутреннего рынка из-за ценового контроля, а также, возможно, с негативным влиянием климатических особенностей текущего года на урожай.

**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.

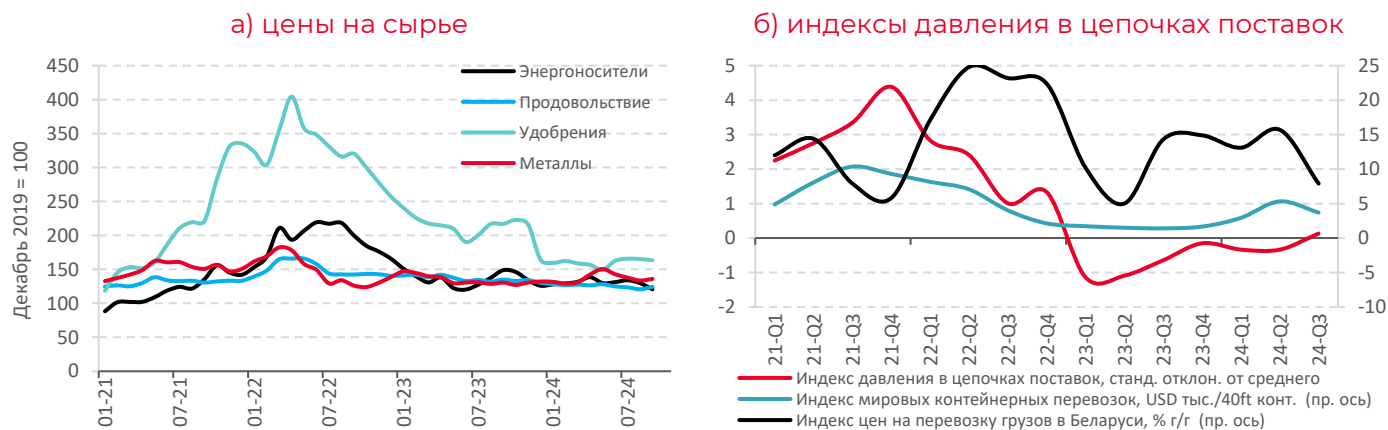
## Инфляция в сегменте услуг замедлилась до 4,6% кв/кв в III квартале 2024 г. (рис 3.в)

Власти сохраняли консервативный подход к повышению регулируемых цен и тарифов, чтобы обеспечить выполнение цели по инфляции не более 6% по итогам года. В сегменте нерегулируемых услуг инфляция замедлилась с  $\approx 7,9\%$  кв/кв в II квартале до  $\approx 6,5\%$  кв/кв в III квартале (без учета крайне волатильных международных ж/д и авиаперевозок). Это замедление связано с директивным изменением властями подходов к установлению стоимости ряда медицинских услуг с июля 2024 г., что выразилось в снижении цен на них в июле – сентябре (рис 4.в). Без учета этого фактора инфляция нерегулируемых услуг сохранилась бы на уровне II квартала, что заметно превышает темпы роста цен в товарном сегменте и целевой уровень Нацбанка. Наиболее «тяжелая» нерегулируемая сервисная категория рыночных бытовых услуг подорожала примерно на 10% кв/кв в III квартале, а в среднем в месяц они прирастали в цене более чем на 10% м/м в текущем году. Такой высокий рост цен связан с существенным увеличением издержек в среде избыточного спроса и нехватки работников. В результате уровень цен на нерегулируемые услуги более чем на 5% превысил уровень цен на непродовольственные товары в сентябре 2024 г., что сигнализирует о накоплении инфляционного навеса (рис 3.г).

## 2 Драйверы инфляции

### Цены на сырье не имели значимого инфляционного влияния на белорусский рынок

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



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

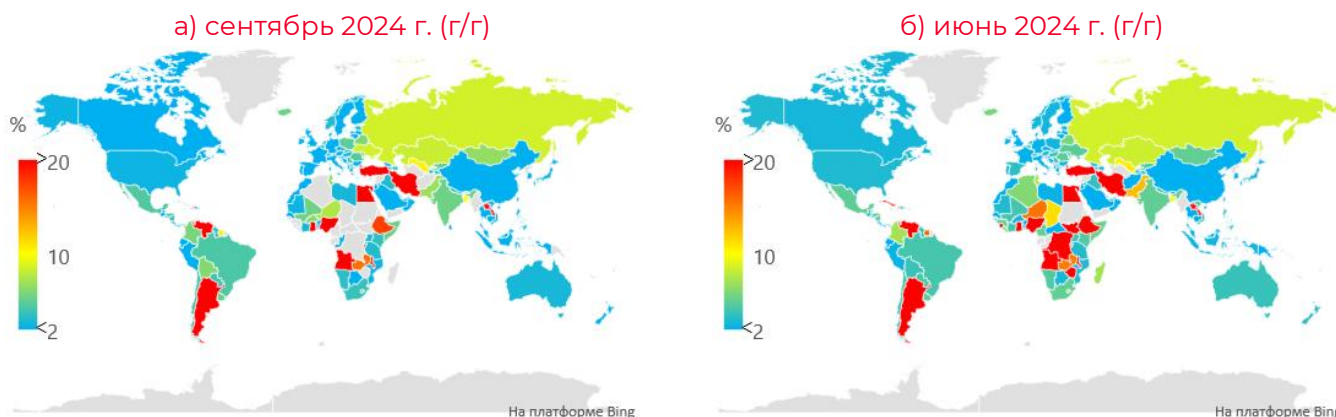
**Примечание:** индекс мировых контейнерных перевозок приведен на последнюю неделю месяца.

Долларовый индекс цен на сырье Всемирного банка снизился на 3,8% в III квартале к II кварталу 2024 г. На такую же величину уменьшилась стоимость и энергоносителей, и неэнергетических товаров (рис 5.а). Влияние сырьевых рынков на инфляцию в Беларуси в среднем было близким к нейтральному в III квартале. В то же время, сокращение дисконта российской нефти Urals к бенчмарку Brent с около 14 \$/bbl. в II квартале до 11 \$/bbl. в III квартале продолжало негативно влиять на финансовые результаты белорусских нефтеперерабатывающих заводов. Так, рентабельность продаж в Новополоцке составила минус 7,4% в январе – августе 2024 г, а в Мозырском районе – минус 2,7%. Риск очередного повышения цен на топливо на внутреннем рынке остается актуальным.

Ситуация в глобальных цепочках поставок оставалась стабильной. Стоимость морских перевозок скорректировалась вниз после увеличения в II квартале, а индекс давления в глобальных цепочках поставок сохранялся в нейтральной зоне в III квартале (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 продолжило нарастать**

Инфляция в России в III квартале 2024 г. вновь ускорилась и оценивается в  $\approx 10,1\%$  кв/кв (рис 7.б). Значительного повышения процентных ставок в России с лета 2023 г. и их продолжительного поддержания на высоких уровнях оказалось недостаточным для погашения мощнейшего инфляционного импульса, вызванного перегревом экономики и рынка труда. В среде повышенных военных расходов и стимулирующей бюджетной политики передача импульсов от ужесточения денежно-кредитных условий на экономическую активность и инфляцию, по-видимому, ослабла и удлинилась. Высокий рост цен в России оказывал проинфляционное влияние на цены в Беларуси преимущественно через воздействие на стоимость импорта (рис 7.а).

### **Динамика валютного курса ограничивала проинфляционное влияние роста цен в России на белорусский рынок в III квартале 2024 г.**

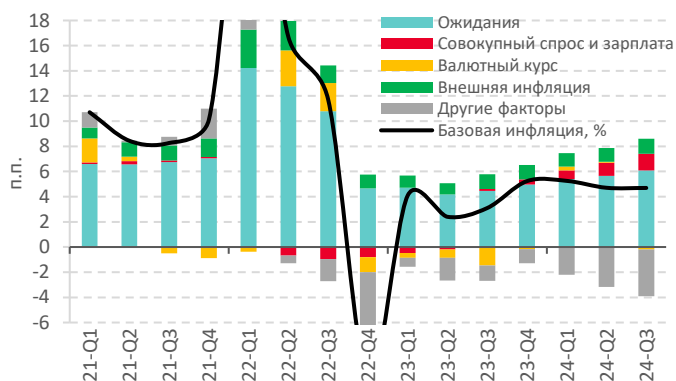
В III квартале белорусский рубль в номинальном выражении (измеренный через корзину валют) укрепился на  $0,1\%$  к среднему значению II квартала 2024 г. (рис 8.б). Лишь небольшое квартальное укрепление во многом связано с заметным ослаблением белорусского рубля к российскому рублю в июне, что подняло стоимость корзины валют в начале III квартала. В августе-сентябре белорусский рубль заметно укрепился к российскому в условиях чистого предложения на внутреннем валютном рынке. В результате, несмотря на существенно более высокую инфляцию в России в сравнении с Беларусью, разница в ценах на торгуемые товары на российском и белорусском рынках не выросла в III квартале 2024 г. (рис 4.г) – динамика курса белорусского рубля ограничивала проинфляционные эффекты ускоренного роста цен в России (рис 7.а). Вместе с тем рассинхронизация инфляции в Беларуси и России (рис 7.б), в том числе из-за административного вмешательства в ценообразование в Беларуси, остается значимым фактором риска для ценовой стабильности на белорусском рынке.

### **Инфляционные ожидания населения Беларуси не провоцировали ускорения роста цен в III квартале 2024 г.**

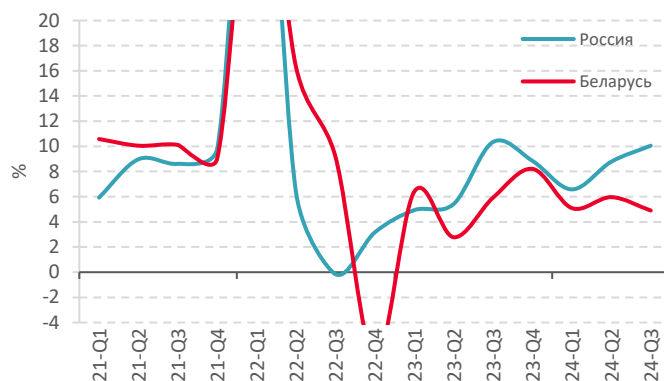
Ожидаемый населением прирост цен на год составил  $10\%$  в сентябре 2024 г. после  $10,2\%$  в июне 2024 г. (рис 8.а). Стабильность курсов белорусского рубля и жесткий ценовой контроль на потребительском рынке отражались в сохранении низких инфляционных ожиданий белорусов в сравнении с предыдущими годами.

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

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



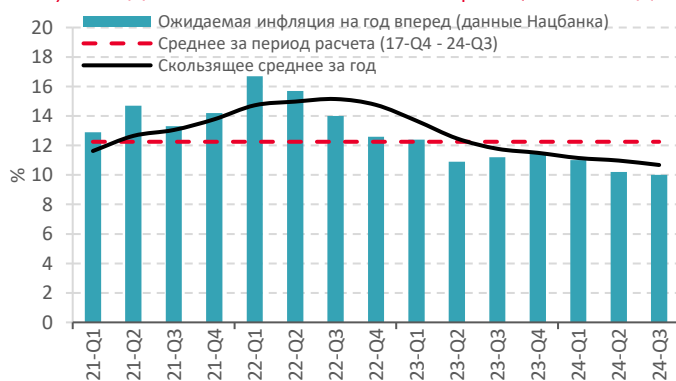
б) инфляция в Беларуси и России (кв/кв)

**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.**Ценовой контроль усилил дезинфляционное влияние в III квартале 2024 г.**

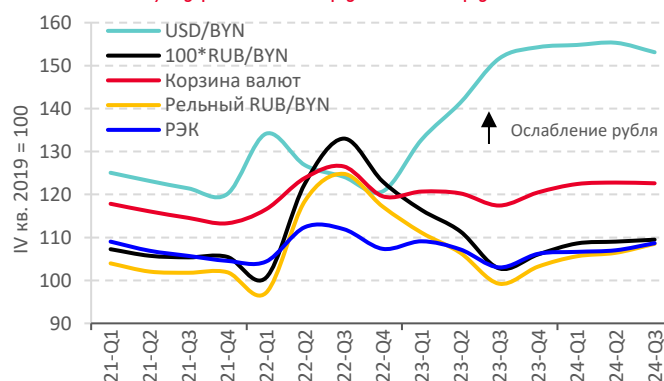
Отрицательный вклад необъясняемых моделью факторов в базовую инфляцию (в котором учитывается влияние госрегулирования цен) увеличился в III квартале 2024 г. (рис 7.а). Строгое госрегулирование по-прежнему не позволяло ценам расти в соответствии с темпами роста издержек производителей товаров и услуг. Без учета вклада жесткого ценового контроля годовая инфляция в сентябре 2024 г. находилась бы вблизи 10,5% г/г, а не 6% г/г де-факто (рис 2.г). Инфляционный навес – потенциал ускоренного повышения цен в будущем – увеличился в III квартале 2024 г. и мог превысить 7%.

Рис 8. Инфляционные ожидания населения и динамика курсов белорусского рубля

а) ожидаемая населением инфляция на год



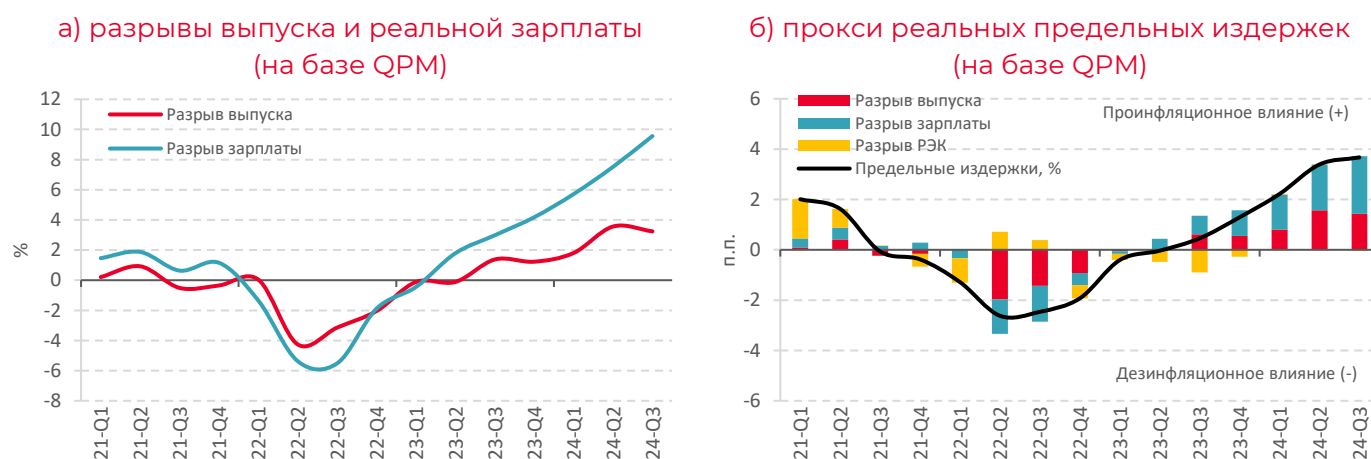
б) курсы белорусского рубля

**Источник:** расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси.**Примечание:** РЭК – реальный эффективный курс белорусского рубля.**Избыточный спрос в экономике сохранялся значительным в III квартале 2024 г., что поддерживало повышенное давление на издержки и потребительские цены**

Положительный разрыв выпуска составил около 3,2% в III квартале 2024 г. (рис 9.а). Отклонение ВВП от сбалансированной траектории перестало расширяться, что сигнализирует о вероятном прохождении пика экспансии. Тем не менее, масштаб перегрева экономики оставался серьезным и близким к максимальному за десять лет.

**Увеличение бюджетных расходов, быстрый рост зарплат и высокая кредитная активность поддерживали избыточный спрос в белорусской экономике**, главным образом в потребительском сегменте. Рекордный с 2008 г. перегрев российской экономики также оставался значимым стимулом для сверхоптимальной загрузки производственных мощностей в Беларуси.<sup>iii</sup> В результате инфляционное давление избыточного спроса сохранялось значительным (рис 9.б). Перенос возросших издержек на потребительскую инфляцию оставался крайне сдержанным вследствие ограничения торговых надбавок и жесткого контроля за ценами со стороны правительства. Комбинация серьезного перегрева экономики и строгого ценового регулирования существенно снижают устойчивость экономики и финансовой системы для воздействия сильных шоков.

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.

### Проинфляционное давление рынка труда усилилось в III квартале 2024 г.

Уровень безработицы в III квартале вновь переписал исторический минимум и с устранением влияния сезонного фактора опустился до 2,95% рабочей силы. Отношение количества безработных к числу вакансий также обновило минимум и снизилось почти до 0,9 безработного на вакансию (с устранением сезонности). Все это сигнализирует об углублении дефицита работников в среде избыточного спроса на товары и услуги. В таких условиях реальные зарплаты продолжали быстро расти – их размер в III квартале 2024 г. уже более чем на 9% превысил равновесный (или инфляционно-нейтральный) уровень (рис 9.а). В результате проинфляционное давление рынка труда усилилось (рис 9.б) и распространялось по трем каналам: повышение издержек предприятий на оплату труда, поддержание избыточного потребительского спроса, а также ограничение возможностей производителей в подстройке под высокий спрос из-за нехватки работников.



### 3 Монетарные условия

#### Состояние монетарных условий приблизилось к нейтральному для экономической активности и инфляции в III квартале 2024 г.

В III квартале 2024 г. Нацбанк повысил ставку по кредиту овернайт и расчетные величины стандартного риска (PBCP) по рыночным кредитам фирмам и населению на 0,5 п.п., а также увеличил норматив резервирования по привлеченным средствам банков в иностранной валюте на 2 п.п. Эти меры привели к повышению средних ставок по рублевым рыночным кредитам и срочным вкладам соответственно на 0,7 и 1,7 п.п. – до 10,8 и 8,3% в среднем в июле – сентябре 2024 г. В результате ставки кредитно-депозитного рынка вышли к нейтральным уровням для экономической активности и инфляции (рис 10.а).

Несмотря на повышение ставок, кредитная активность оставалась высокой. Объем новых кредитов по отношению к ВВП в среднем по III кварталу 2024 г. поднялся до нового максимума около 77%, а денежная масса росла опережающими рост ВВП темпами (рис 10.б). С одной стороны, трансмиссия повышения процентных ставок на кредитную активность будет усиливаться к концу текущего года – в следующем году. С другой стороны, бюджетные расходы продолжали расти, и для этих целей Нацбанк в III квартале приобрел Br1,3 млрд гособлигаций на вторичном рынке. Эти операции в сочетании с эмиссией рублей посредством покупки иностранной валюты Нацбанком на бирже (более \$0,6 млрд в III квартале) с лихвой компенсировали влияние повышения нормы резервирования для банков на ликвидность банковской системы – она оставалась избыточной, что поддерживало низкий уровень ставки межбанковского рынка и, вероятно, стимулирующие неценовые условия кредитования. В результате даже при нейтральном характере процентных ставок кредитная активность продолжала расширяться и оставалась фактором поддержания избыточного спроса в экономике.

#### Белорусский рубль в III квартале 2024 г. оставался умеренно недооцененным – около 1,3% относительно уровня равновесного реального эффективного курса (рис 10.а)

Со стороны курсового фактора сохранялась небольшая поддержка ценовой конкурентоспособности белорусских производителей, а косвенное влияние на инфляцию оставалось близким к нейтральному (рис 9.б).

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 около 5,5–6,0% г/г по итогам 2024 г. и 6–8% г/г в 2025 г.**

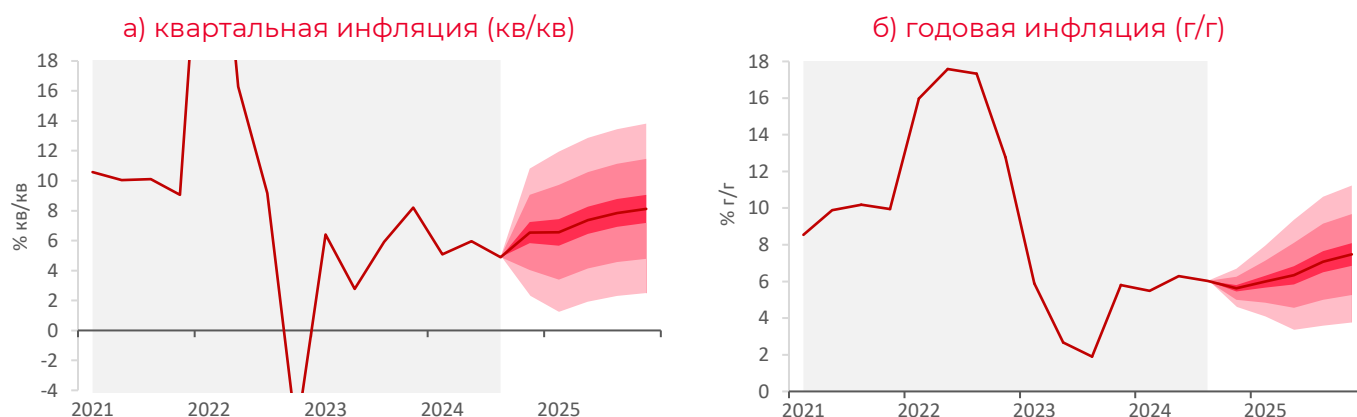
**Базовый сценарий предполагает медленное «остывание» перегретой экономики.** Положительный разрыв выпуска сократится с около 3,2% в III квартале 2024 г. до примерно 2,6% в IV квартале 2025 г. Бюджетная политика останется стимулирующей, как минимум, до конца президентской электоральной кампании 2025 г. Характер монетарных условий прогнозируется близким к нейтральному. В результате их воздействие на кредитную и экономическую активность перестанет быть стимулирующим, но не станет сдерживающим.

Спрос в России будет постепенно ослабевать в условиях значительного повышения процентных ставок и сужения бюджетного стимула, однако его коррекция к сбалансированному состоянию будет продолжительной из-за высоких военных расходов. Это, с одной стороны, продолжит поддерживать высокий уровень белорусского экспорта в Россию (пусть и без его значимого роста в условиях достигнутых производственных ограничений в Беларуси) и препятствовать «остужению» совокупного спроса в Беларуси. С другой стороны, рост цен в России останется повышенным, что будет дополнительным проинфляционным фактором на белорусском рынке.

**Рынок труда останется проинфляционным в 2024–2025 гг.,** так как решение проблемы нехватки работников при сокращающейся занятости и сохранении избыточного спроса на товары и услуги не будет быстрым. Дополнительное давление на издержки продолжит оказывать адаптация к новым санкционным проявлениям, усложняющим логистические цепочки и финансовые транзакции.

**Перенос инфляционных факторов в фактические цены будет сдерживаться ценовым контролем.** В базовом сценарии предполагается его постепенное смягчение в 2025 г. для недопущения значимого ухудшения финансового положения фирм и спада выпуска. Вследствие накопленного инфляционного навеса давление повышенных издержек будет постепенно просачиваться в цены (рис 11.а). В результате **инфляция может ускориться с 5,5–6,0% г/г по итогам 2024 г. до около 6–8% г/г в 2025 г.** (рис 11.б).

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

### Баланс рисков для роста цен остается смещенным в сторону проинфляционных

**Чрезмерно продолжительное поддержание стимулирующей экономической политики выступает значимой угрозой для ценовой стабильности в среднесрочной перспективе.** Более сильный спрос в экономике, чем прогнозируется в базовом сценарии, будет в большей степени вести к наращиванию импорта и повышению инфляционного давления, а не внутреннего производства, возможности которого ограничены в среде дефицита кадров и рекордной загрузки мощностей.

**Смягчение ценового контроля может привести к более сильному повышению инфляции, чем предполагает базовый сценарий.** Масштаб накопленного инфляционного навеса и скорость его реализации при ослаблении госрегулирования цен имеют высокую степень неопределенности. Нельзя исключать, что при смягчении контроля дополнительное проинфляционное воздействие окажут вторичные эффекты, связанные с повышением инфляционных ожиданий населения и бизнеса.

**Невысокий урожай зерна в текущем году может иметь проинфляционные последствия в 2025 г.** Два года подряд валовой сбор зерна в Беларуси был невысоким. Это формирует риски ускорения роста цен на продукты питания, особенно если качество урожая окажется нелучшим и возникнут сложности с его хранением.

**Проинфляционные риски из внешнего сектора по-прежнему связаны с вероятностью длительного сохранения повышенной инфляции в России и разрывов глобальных цепочек поставок.** Сильные внешние и/или внутренние инфляционные шоки существенно ограничат возможности белорусских властей по сдерживанию роста цен административными рычагами и потребуют ослабления ценового контроля из-за накопленного инфляционного навеса и угрозы финансовой дестабилизации. Необходимо отметить, что в III квартале 2024 г. проинфляционное влияние ускорения роста цен в России на белорусский рынок во многом гасилось укреплением белорусского рубля к российскому. Курс белорусского рубля оставался близким к своему равновесному уровню, однако укрепление национальной валюты существенно ниже 3,40 BYN за 100 RUB может привести к формированию ее значимой переоцененности. Это временно снизит проинфляционное давление в Беларуси, однако негативно повлияет на конкурентоспособность белорусских производителей.

### 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.

**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.

**Сохранение строгого ценового контроля при благоприятном развитии событий на внешних рынках может сопровождаться более низким инфляционным давлением в 2025 г. относительно базового прогноза.** Если цены экспорта будут расти быстрее цен импорта, то это может позволить фирмам еще какое-то время относительно безболезненно функционировать в условиях жестких ограничений на внутреннем рынке. Однако при реализации такого сценария диспаритет цен внутри Беларуси и на внешних рынках будет расширяться, что несет угрозы сокращения ассортимента и качества продукции внутри страны и продолжительного периода повышенной инфляции после смягчения ценового регулирования.

## 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 всего 2023 г – III квартала 2024 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 вблизи этого уровня в 2024 г. (71% в августе, 70% в сентябре и 71% в октябре 2024 г.). Отношение количества безработных (по данным Белстата) к числу вакансий (по данным Министерства труда и социальной защиты) в III квартале 2024 г. составило около 0,9 безработного на вакансию (с устранением сезонности). До 2022 г. значение показателя устойчивого превышало 2,0 безработного на вакансию.