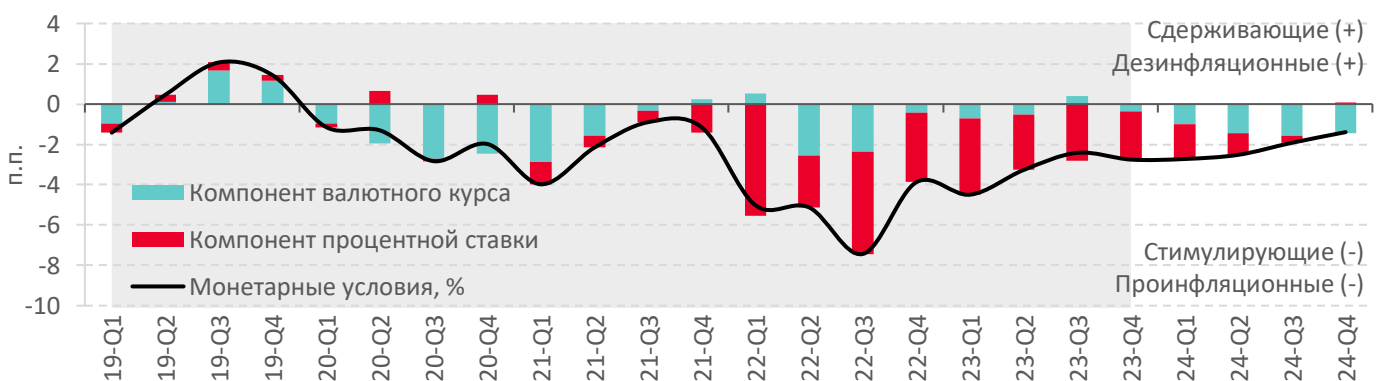


Монетарные условия станут менее стимулирующими в 2024 году, однако Нацбанк не может объяснить, какая степень их жесткости соответствует обеспечению макроэкономической стабильности

Монетарные условия в IV квартале 2023 г. оставались мягкими, главным образом из-за низких процентных ставок кредитно-депозитного рынка (рис 1). Валютный курс перестал выступать сдерживающим фактором для инфляции, заметно ускорившейся в конце прошлого года в среде перегрева экономики и напряженной ситуации на рынке труда.

Реагируя на инфляционные риски и высокие социальные и политические издержки их реализации для властей, Нацбанк в конце 2023 года принял меры, направленные на сужение монетарных стимулов для частного бизнеса и населения. В 2024 году следует ожидать снижения стимулирующих эффектов рыночных процентных ставок на экономическую активность (рис 1). При этом госсектор сохранит преференциальные условия доступа к кредиту, что будет ограничивать эффективность монетарной политики.

Рис 1. Характер монетарных условий белорусской экономики



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

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

Бюллетень «Обзор монетарной среды» представляет экспертный анализ монетарной и курсовой политики и сформированных под их воздействием монетарных условий в белорусской экономике. В бюллетене анализируются действия в области монетарной и курсовой политики, их влияние на экономику, оценивается характер монетарных условий и дается их краткосрочный прогноз. Методологической основой для анализа является модель квартального прогнозирования (QPM) для белорусской экономики. Подробнее см. в WP BEROC no. 82 «Квартальная модель прогнозирования для Беларуси: методологические аспекты и практическое применение».

Ни BEROC, ни лица, его представляющие, не могут быть ответственными за использование информации, содержащейся в данном бюллетене. Несмотря на всю тщательность подготовки материала, ни BEROC, ни лица, его представляющие, 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. BEROC не несет ответственности за потери и/или убытки любого рода, связанные с использованием информации, представленной в бюллетене.

1 Денежно-кредитная политика: меры, направленность, характер

Денежно-кредитная политика сохраняла мягкий характер в IV квартале 2023 г.

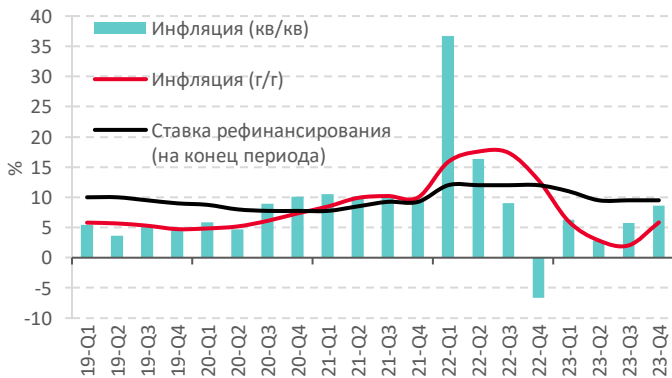
Нацбанк не изменял ставку рефинансирования, которая оставалась на уровне 9,5% (рис 2.а). Банковская система в IV квартале 2023 г. продолжала функционировать в состоянии избытка ликвидности (рис 2.б), объем которого сократился в 2023 г. во многом в результате увеличения наличных денег в обращении на 39,4% за год. Так как Нацбанк не применял стандартные инструменты регулирования ликвидности, ее избыток выражался в поддержании низкой номинальной ставки межбанковского рынка (далее МБК; рис 2.б). В реальном выражении ставка МБК существенно недотягивала до равновесного уровня – денежно-кредитная политика оставалась крайне мягкой (рис 2.в).

Стимулирующая денежно-кредитная политика поддерживала избыточный спрос

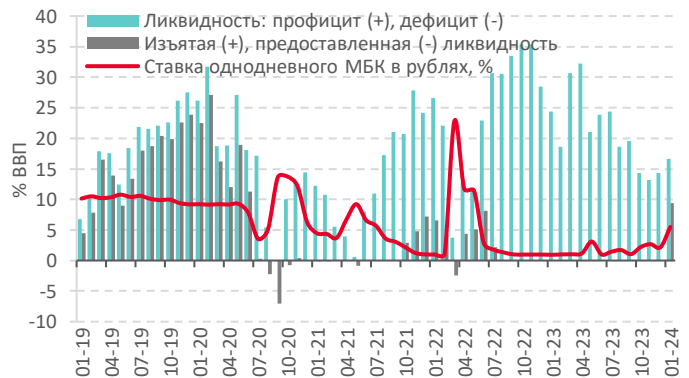
Положительный разрыв выпуска в IV квартале 2023 г. оценивается на базе QPM в размере ≈2,5%. Мягкие монетарные условия, преимущественно со стороны процентных ставок (рис 1), оставались фактором сохранения избыточного спроса (рис 2.г), в первую очередь в потребительском сегменте. В среде перегрева экономики и напряженной ситуации на рынке труда инфляционное давление повысилось в IV квартале 2023 г. (рис 2.а). Это, вероятно, побудило правительство не препятствовать принятию Нацбанком мер по ограниченному ужесточению денежно-кредитной политики с января 2024 г.

Рис 2. Динамика показателей денежно-кредитной политики

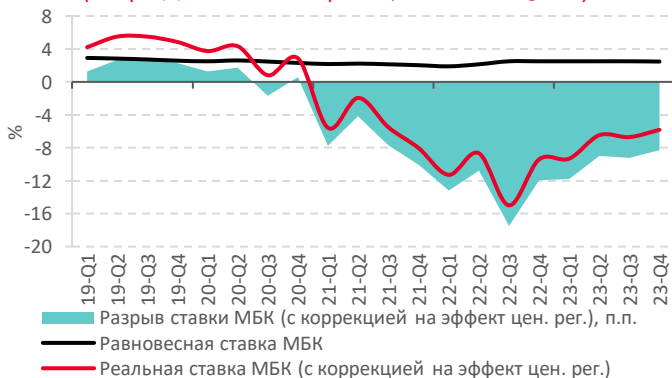
а) ставка рефинансирования и инфляция



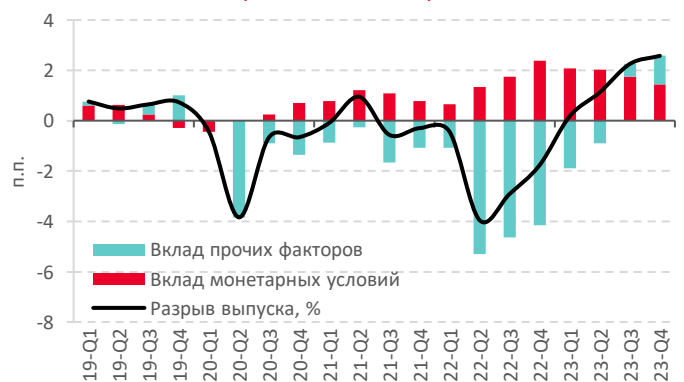
б) ликвидность банковской системы (в среднем за месяц)



в) реальная и равновесная ставка МБКⁱ (в среднем за квартал; на базе QPM)



г) вклад монетарных условий в разрыв выпуска (на базе QPM)



Источник: расчеты BEROC на основе данных Белстата, Нацбанка Беларуси, QPM BEROC.

Примечание: здесь и далее г/г – темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу соответствующего квартала предыдущего года; кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности.ⁱⁱ Январь 2024 г. – оценка.

Реагируя на инфляционные риски и высокие социальные и политические издержки их реализации для властей, Нацбанк в конце 2023 года принял меры, направленные на сужение монетарных стимулов для частного бизнеса и населения

Нацбанк повысил на декабрь 2023 г. расчетные величины стандартного риска (далее РВСП), которые де-факто задают верхнюю планку стоимости рыночного банковского кредитования для бизнеса и населения. Впоследствии РВСП поднимали еще дважды, доведя их уровень к февралю 2024 г. до 11,61% по рыночным кредитам организациям (10,82% в ноябре 2023 г.) и 16,63% по кредитам населению (14,61% в ноябре 2023 г.).

С января 2024 г. на 2 п.п. повышен норматив резервирования по валютным обязательствам банков. Эта мера направлена на изъятие Br0,4–0,5 млрд избыточной ликвидности у банков, так резервы формируются в белорусских рублях независимо от валюты обязательств банков. Вместе с тем банковская система, при отсутствии сильных шоков, продолжит функционировать в состоянии профицита ликвидности, так как его объем в конце 2023 – начале 2024 г. колеблется вблизи Br2,5-3 млрд.

С 3 января 2024 г. Нацбанк вернул для банков возможность использования постоянно доступных операций регулирования ликвидности. Доступ к этим операциям был приостановлен с сентября 2020 г., что стало причиной сильного усиления волатильности ставки МБК (рис 2.6). Нацбанк установил ставку по депозитам овернайт в размере 4%, а по кредитам овернайт – 10,5%. Ставки по депозитам и кредитам овернайт задают границы процентного коридора по операциям Нацбанка, в пределах которых, при отсутствии сильных шоков, будет колебаться ставка МБК. **Крайне широкий и несимметричный относительно ставки рефинансирования коридор процентных ставок указывает на то, что Нацбанк и правительство намерены поддерживать денежно-кредитные условия мягкими в начале 2024 г., лишь ограниченно сузив масштаб стимула.**

Нацбанк туманно сформулировал механизм возврата к аукционным операциям регулирования ликвидности банков, и в январе они не осуществлялись. Эти операции призваны обеспечивать динамику ставки МБК вблизи ставки рефинансирования. Нерегулярность аукционов означает сохранение повышенной волатильности ставки МБК.

Принятые Нацбанком решения в сфере монетарной и макропруденциальной политик в конце 2023 – начале 2024 гг. приведут лишь к небольшому уменьшению стимулирующих эффектов процентных ставок в I квартале 2024 г. (рис 1)

Так как аукционы в начале текущего года все еще не проводятся, избыток ликвидности в банковской системе сохраняется, то ставка МБК в январе 2024 г. прибилась к нижней границе процентного коридора по операциям Нацбанка и составила 5,5% в среднем за месяц (рис 2.6). **Размер ставки МБК вблизи 5% при инфляции выше 5% и ее ожидаемом повышении не является сдерживающим для экономической активности и роста цен, а повышение ставки с декабрьского уровня 2,2% означает лишь небольшое уменьшение мягкости денежно-кредитной политики. Сохранение при этом ставки рефинансирования (к которой привязаны директивные кредиты) неизменной и активизация в IV квартале 2023 г. эмиссионных операций Нацбанка посредством покупки гособлигаций на вторичном рынке на сумму почти в Br0,8 млрд указывают на противоречивость дизайна макроэкономической политики и поддержание властями преференциального доступа госсектора к денежным ресурсам.**

Коммуникации Нацбанка дают основания полагать, что у него нет четкого понимания состояния экономики, характера монетарной политики и масштаба накопленных дисбалансов, а также нет ясного представления перспектив экономики в 2024 году

Помимо противоречивости дизайна макроэкономической политики коммуникации Нацбанка содержат противоречивые послы. Так, несмотря на заявления отдельных экспертов Нацбанка об отсутствии инфляционного навеса,ⁱⁱⁱ **представленная в рамках доклада С. В. Калечица на расширенном заседании Правления Нацбанка 25 января 2024 г. декомпозиция базовой инфляции содержит масштабный вклад неучтенных в модели Нацбанка факторов в динамику инфляции в IV квартале 2022 г. – IV квартале 2023 г.^{iv} Это свидетельствует либо о том, что инструментарий Нацбанка фиксирует существенный размер инфляционного навеса, либо о том, что базовая модель Нацбанка не способна адекватно объяснять динамику инфляции и оценивать состояние белорусской экономики.**

В докладе С. В. Калечица отмечен избыточный рост денежного предложения в 2023 г. и показано, что Нацбанк оценивает отклонения ВВП и реальной зарплаты от своих равновесных уровней как значимо положительные в конце 2023 г. При этом в инфляционном отчете Нацбанка отмечается, что «монетарная политика сохраняла направленность на формирование условий, способствующих ограничению инфляционных процессов», а бюджетная политика имела нейтральный характер в отношении экономической активности.^v Почему тогда образовался перегрев экономики, а рост денежной массы в два раза превысил целевой показатель в 2023 г. (28,1% г/г при цели 12–16%), Нацбанк не поясняет.

Регулятор не может четко объяснить, какая степень жесткости монетарной политики соответствует задаче обеспечения макроэкономической стабильности.

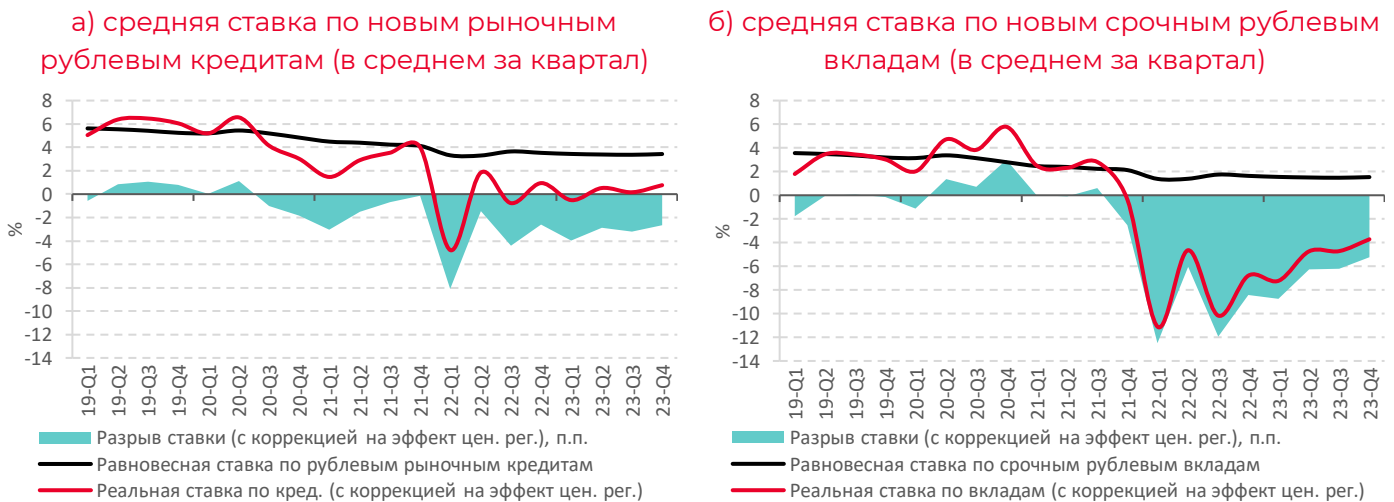
Представленная в инфляционном отчете Нацбанка динамика разрыва выпуска позволяет с уверенностью определить, что регулятор оценивает прирост потенциального ВВП Беларуси в размере около 1% в год. Так как пространство для восстановительного роста исчерпано (по оценкам Нацбанка, положительный разрыв выпуска был около 2% в IV квартале 2023 г.), это означает, что рост экономики в 2024 г. более чем на 1% (к примеру, на 3,8%, как планирует правительство) будет вести к увеличению ее перегрева и рисков для макроэкономической стабильности. «Здоровой» реакцией на такое положение вещей было бы придание монетарной политике сдерживающего характера. Нацбанк же продолжает коммуницировать необходимость роста кредитования и денежной массы в рамках целевых параметров на 2024 г., рассчитанных исходя из предположения о сбалансированном росте экономики почти на 4%, что опровергается самим же Нацбанком. Так, целевому параметру прироста номинальной широкой денежной массы (по нижней границе диапазона 11–15%) соответствует ее реальный (скорректированный на целевой темп инфляции) прирост на 5–6%. При потенциале сбалансированного прироста экономики в размере 1%, прирост реальной денежной массы на 5–6% является избыточным и явно противоречащим стабилизационной роли монетарной политики. Складывается впечатление, что **Нацбанк надеется на то, что имеющиеся дисбалансы «рассосутся» сами собой, так как экономика уперлась в потолок и вряд ли продолжит быстро расти даже при сохранении определенных экономических стимулов, а инфляцию сдержат жестким ценовым контролем, который по крайней мере в 2024 г. не приведет к критическому ухудшению финансового положения фирм.**

Процентные ставки по кредитам и вкладам в белорусских рублях начали расти в IV квартале 2023 г., но оставались ниже своих равновесных (нейтральных) уровней

Средняя номинальная ставка по новым срочным рублевым вкладам в IV квартале 2023 г. повысилась на 1,1 п.п. в сравнении со средним значением предыдущего квартала, а в декабре достигла 5,3% – максимум с августа 2022 г.^{vi} Средняя ставка по рыночным рублевым кредитам подросла на 0,7 п.п. за IV квартал 2023 г. и достигла 9,2% в декабре.^{vii} Таким образом, процентные ставки кредитно-депозитного рынка оттолкнулись от исторических минимумов и с конца III – начала IV квартала 2023 г. начали расти на фоне ускорения инфляции и увеличения Нацбанком расчетных величин стандартного риска.

Повышение номинальных ставок в среде ускорения инфляции и усиления инфляционных ожиданий трансформировалось в реальные ставки в ограниченном масштабе. **В среднем рыночные ставки рублевого кредитно-депозитного рынка оставались ниже своих равновесных уровней, оцененных на базе QPM (рис 3).** Это означает, что монетарные условия со стороны процентных ставок сохранялись стимулирующими для экономической активности и инфляции, однако масштаб стимула несколько снизился к концу 2023 г. (рис 1).

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



Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC.

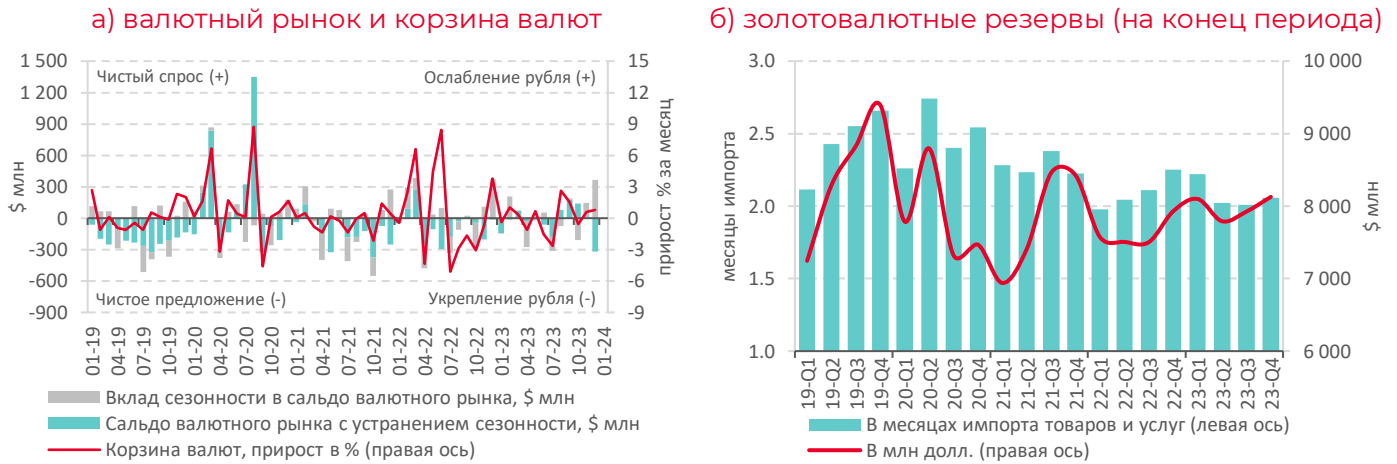
Примечание: реальные процентные ставки на рисунках 3.а и 3.б рассчитаны на основе средних номинальных процентных ставок между организациями и населением (по данным Нацбанка) и ожидаемой годовой инфляцией в следующем квартале (на базе QPM).

2 Курсовая политика: меры, направленность, характер

Белорусский рубль ослаб в IV квартале 2023 г. на фоне сокращения профицита внешней торговли и сезонного повышения спроса на иностранную валюту

В среднем за IV квартал 2023 г. стоимость корзины 3-х иностранных валют (российский рубль, доллар и юань) повысилась на 2,6% к значению III квартала 2023 г. В терминах номинального эффективного курса белорусский рубль ослаб на 2,8% за этот период (рис 5.б). Колебания курсов к отдельным иностранным валютам преимущественно определялись динамикой их кросс-курсов на внешних рынках: в среднем за IV квартал белорусский рубль ослаб на 1,7% к доллару, на 1,9% к юаню и на 3,2% к российскому рублю. Нацбанк сглаживал волатильность курса интервенциями: продажа валюты с его стороны (сальдировано с операциями Минфина) в IV квартале 2023 г. составила \$122 млн (рис 4.а).

Рис 4. Динамика корзины иностранных валют и золотовалютных резервов



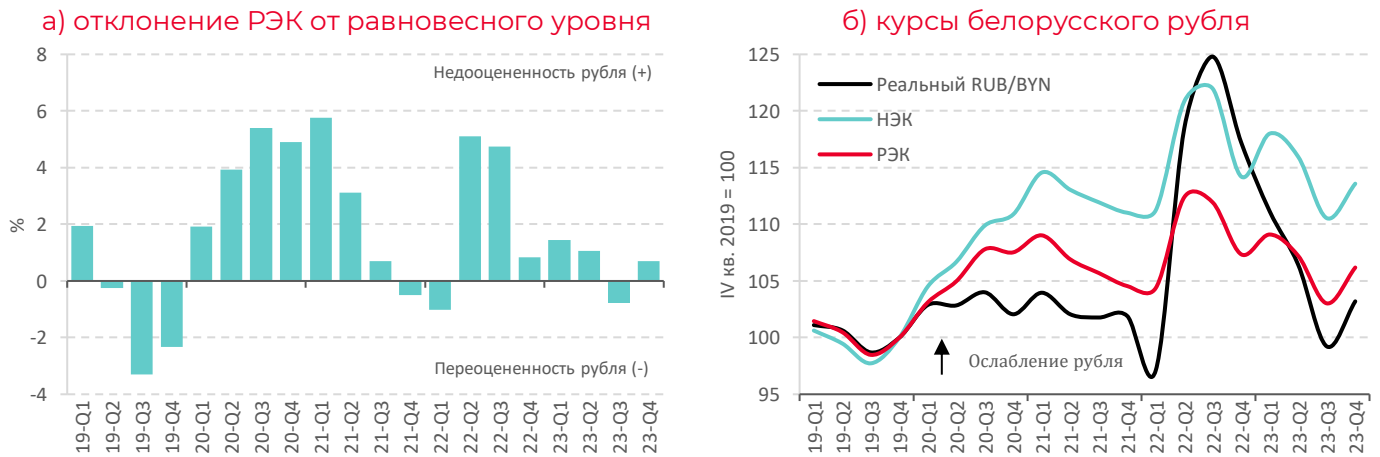
Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси.

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

Ослабление белорусского рубля привело к нейтрализации его переоцененности

В терминах реального эффективного курса белорусский рубль вышел в область небольшой недооцененности в IV квартале 2023 г. (рис 5.а), масштаб которой можно рассматривать как близкое к нейтральному состояние валютного курса для экономической активности. В целом поддержка со стороны курсового фактора для белорусских экспортеров иссякла во втором полугодии 2023 г. Влияние валютного курса на инфляцию изменилось с дезинфляционного в III квартале на слабо проинфляционное в IV квартале 2023 г. – курсовой фактор перестал сдерживать рост потребительских цен.

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



Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси, QPM BEROC.

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

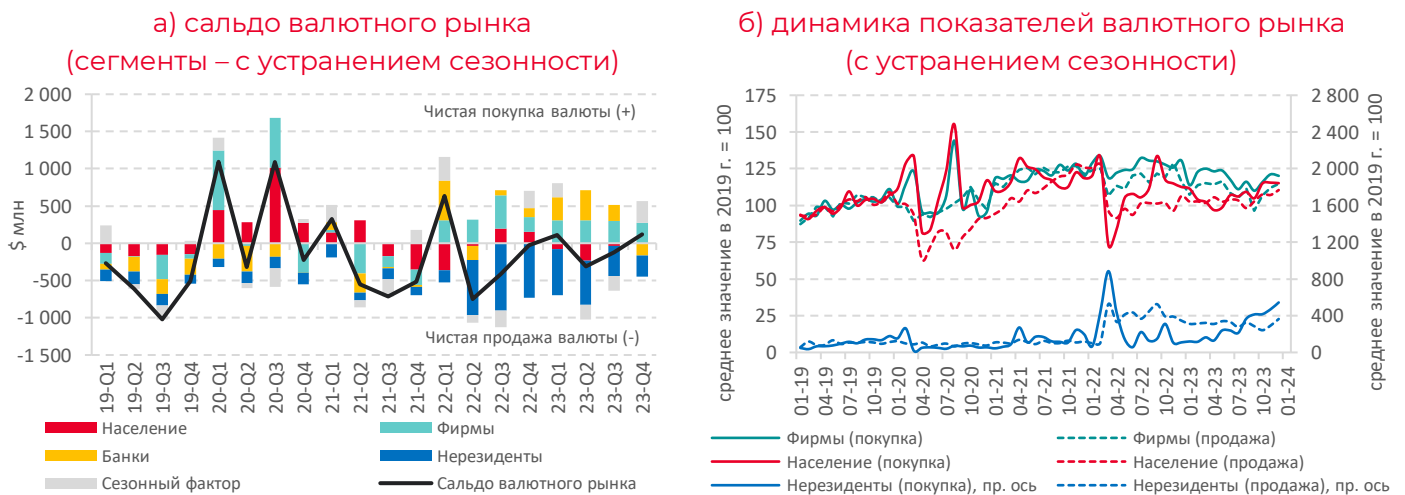
К ослаблению белорусского рубля в IV квартале 2023 г. привело формирование чистого спроса на внутреннем валютном рынке, связанного как с «нейтрализацией» профицита внешней торговли, так и с влиянием сезонного фактора

Пятый квартал подряд уменьшилось чистое предложение валюты нерезидентами: с пика III квартала 2022 г. оно сократилось в три раза – примерно до \$0,3 млрд (с устранением сезонности) в IV квартале 2023 г. (рис 6.а).

Восьмой квартал подряд сохранялся чистый спрос на валюту со стороны фирм, размер которого оставался довольно стабильным в 2023 г. (рис 6.а). В результате совокупное сальдо валютных операций фирм и нерезидентов в IV квартале 2023 г. сложилось практически нулевым после существенного, но сокращавшегося с начала 2023 г. профицита. Такая динамика может отражать ухудшение состояния внешней торговли товарами и услугами: после профицита более 6% в 2022 г. сальдо ожидается околонулевым в 2023 г., что стало следствием перегрева белорусской экономики, усиления конкуренции на российском рынке и снижения цен экспорта белорусских товаров. Нельзя исключать и воздействия на сокращение чистой продажи валюты нерезидентами уменьшения значимости Беларуси как страны – посредника для «серого» импорта в Россию. Заметное повышение объемов покупки валюты нерезидентами с середины 2023 г. также может указывать на увеличение оттока капитала (рис 6.б).

Операции населения не оказывали давления на валютный рынок в IV квартале 2023 г. – сальдо оценивается околонулевым (с устранением сезонности). Во второй половине прошлого года поведение населения на валютном рынке изменилось: значительная чистая продажи иностранной валюты сменилась балансом в среде возросших заработных плат и мягких условий кредитования (рис 6.а). Со стороны банков впервые с II квартала 2022 г. отмечена чистая продажа иностранной валюты (рис 6.а). Это коррелирует с возросшими выдачами валютных кредитов в IV квартале 2023 г., что может сигнализировать о завершении либо о заметном «остывании» процесса изменения валюты обязательств фирм по банковским кредитам.

Рис 6. Состояние внутреннего валютного рынка



Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси.

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

Золотовалютные резервы (ЗВР) выросли на \$202 млн за IV квартал 2023 г.

Увеличение резервов стало следствием подорожания золота и повышения курса СДР к доллару США, в результате чего стоимость монетарного золота в белорусских резервах выросла на \$344 млн за IV квартал 2023 г., а долларовый эквивалент специальных прав заимствования – на \$32 млн. Объем более ликвидных активов в иностранных валютах в IV квартале сократился на \$173 млн, вероятно, вследствие продажи валюты Нацбанком.

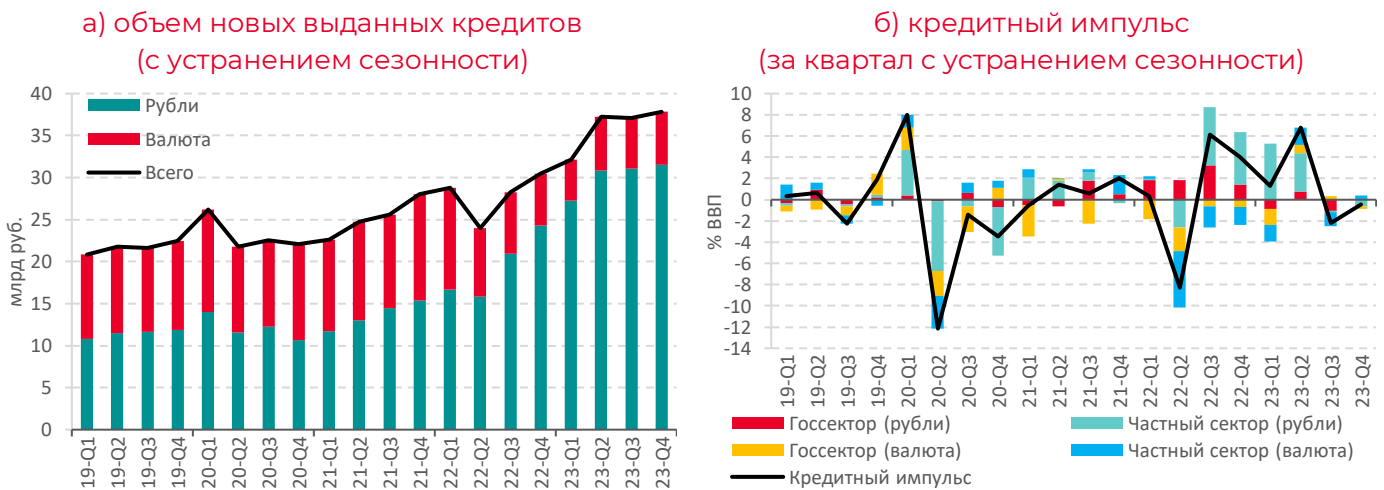
Достаточность золотовалютных резервов к началу 2024 г. оставалась низкой: их размер относительно импорта товаров и услуг оценивается около 2 месяцев (рис 4.б), а наиболее ликвидной составляющей в иностранных валютах – около 0,8 месяцев. Следует учитывать, что часть резервов в иностранных валютах необходима для обеспечения бесперебойности расчетов в Беларуси и не может быть потрачена для валютных интервенций. В связи с этим объем ресурсов, которые могут использоваться для сглаживания волатильности курса и противодействия спекулятивным атакам на него, является крайне ограниченным. Это повышает угрозу резких курсовых корректировок при воздействии шоков на белорусскую экономику и ограничивает возможности для длительного применения стимулирующей монетарной политики, поддерживающей избыточный спрос и негативно влияющей на состояние внешней торговли.

3 Влияние монетарных условий на кредитно-депозитный рынок

Кредитная активность сохранялась высокой в IV квартале 2023 г., но ее рост притормозил во второй половине прошлого года

Совокупный объем выдач рублевых и валютных кредитов в IV квартале увеличился и почти на 50% превышал среднеквартальное значение 2021 г. и на 36% уровень 2022 г. (рис 7.а). Вместе с тем кредитный импульс, который измеряет изменение отношения вновь выданных кредитов к ВВП, оказался близким к нейтральному в IV квартале 2023 г. (рис 7.б). Динамика кредитования указывает на то, что мягкие денежно-кредитные условия продолжали поддерживать высокую кредитную активность, однако расширение его объемов сильно затормозило во второй половине года из-за достигнутого предела экстенсивного роста белорусской экономики.

Рис 7. Динамика новых выданных кредитов и кредитного импульса



Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси.

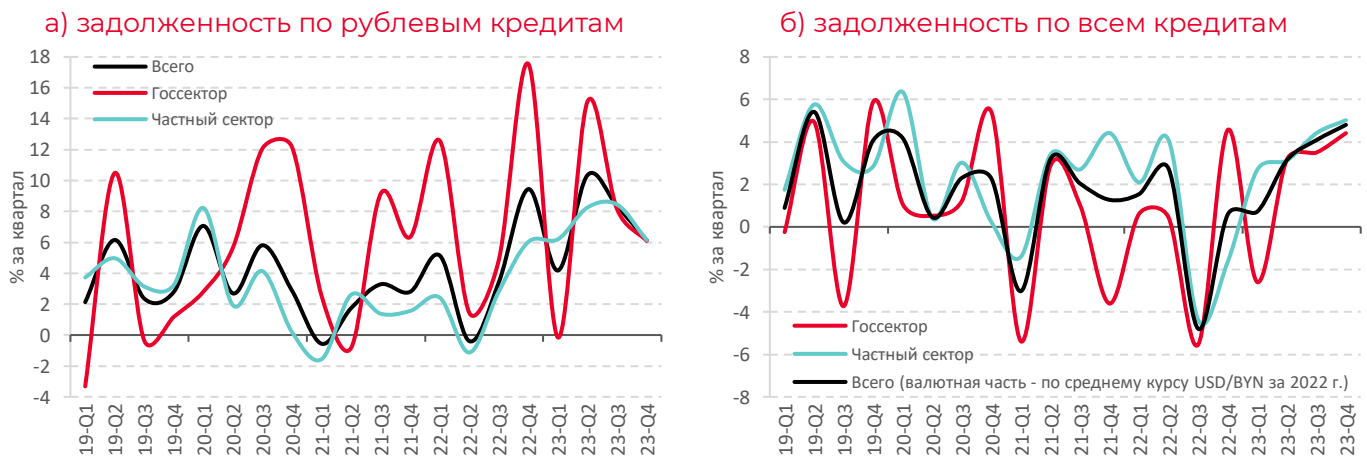
Примечание: кредитный импульс рассчитан следующим образом: $ci_t = 100 * \left(\frac{cr_t}{ngdp_t} - \frac{cr_{t-1}}{ngdp_{t-1}} \right)$, где ci_t – кредитный импульс в период t , cr_t – сезонно сглаженный объем вновь выданных кредитов в период t , $ngdp_t$ – сезонно сглаженный объем номинального ВВП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

Кредитная задолженность в IV квартале 2023 г. продолжала расти высокими темпами в среде значительных объемов выдач новых кредитов

Рост совокупной кредитной задолженности фирм и населения в рублях и валюте оставался высокими (рис 8.б). В II–IV кварталах 2023 г. задолженность (рассчитанная по фиксированному курсу) устойчиво прирастала в среднем на 4% за квартал в номинальном выражении или на 2,6% в реальном. Для сравнения в восстановительный период 2017–2018 гг. прирост кредитного портфеля оценивается около 1,6% в среднем за квартал в номинальном выражении и 0,4% в реальном, а в 2019 г. – 2,6% и 1,5% соответственно.

В IV квартале 2023 г. наблюдалось замедление динамики кредитования в рублевом сегменте (рис 8.а) и ускорение в валютном. Это может указывать на «затухание» процесса изменения валюты обязательств по кредитам предприятий. Также это означает, что даже замедлившийся рост рублевого кредитования по-прежнему оказывал стимулирующее воздействие на спрос в белорусской экономике в IV квартале, так как меньшая часть этого роста объясняется «техническим» изменением валюты обязательств.

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



Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси.

Примечание: сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей уточняется. На рисунке 7.б рублевый эквивалент валютных кредитов рассчитан по фиксированному среднему курсу USD/BYN за 2022 г.

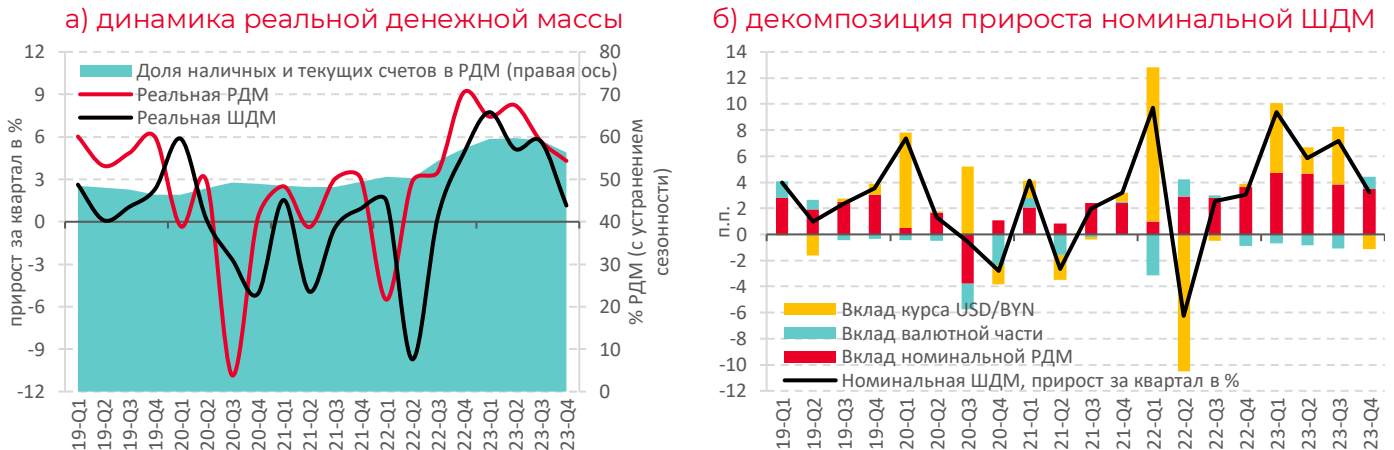
Денежная масса продолжала расти высокими темпами в IV квартале 2023 г. (рис 9.а)

Широкая денежная масса (далее – ШДМ) увеличилась на $\approx 3,3\%$ в декабре 2023 г. к сентябрю 2023 г. в номинальном выражении или на $\approx 1,1\%$ в реальном (все показатели с устранением сезонности). Прирост денежной массы замедлился в среде ослабшего во второй половине года кредитного импульса и «затухания» быстрого роста ВВП к концу года, однако по-прежнему превышал инфляционно-нейтральные темпы (которые соответствуют изменению потенциального ВВП и равновесной скорости обращения денег). В результате объем реальной ШДМ в среднем в IV квартале 2023 г. мог отклониться более чем на 10% от инфляционно-нейтрального уровня, что является одним из индикаторов избыточной мягкости денежно-кредитной политики в прошлом году и наличия инфляционного навеса в экономике.

Рост ШДМ продолжил обеспечиваться увеличением рублевой составляющей, но в IV квартале 2023 г. немного подросли и валютные депозиты (рис 9.б)

Рублевая денежная масса (далее – РДМ) за IV квартал 2023 г. прибавила ≈6,5% в номинальном выражении или ≈4,3% в реальном (рис 9.а). Поддержанию высокого роста РДМ способствовало увеличение кредитной задолженности, а также расширение в IV квартале 2023 г. эмиссионных операций Нацбанка.

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



Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

Примечание: ШДМ – широкая денежная масса. РДМ – рублевая денежная масса. Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей уточняется. Реальный прирост денежной массы рассчитан путем дефлирования номинального прироста (последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала) на изменение индекса потребительских цен за квартал (с устранением сезонности).

4 Краткосрочный прогноз монетарных условий

Масштаб монетарного стимулирования со стороны рыночных процентных ставок может заметно снизиться в 2024 году

Появляются признаки смещения акцента властей в экономической политике с чрезмерного стимулирования роста выпуска на сдерживание инфляции. Вероятность достижения планового показателя по приросту ВВП на 3,8% в 2024 г. является крайне низкой из-за исчерпанного пространства для восстановительного роста, низкого потенциала сбалансированного роста (не более 1% в год) и достигнутого во второй половине прошлого года рекордного уровня загрузки производственных мощностей.

Проинфляционное давление, в свою очередь, заметно усилилось в конце прошлого года вследствие возросших издержек в среде перегрева экономики и дефицита работников. В годы выборов издержки высокого роста цен для властей могут перевесить крайне сомнительные выгоды поддержания высокого роста ВВП. Последнее может иметь место лишь в краткосрочной перспективе и будет сопровождаться аккумулярованием макроэкономических дисбалансов: дальнейшей разбалансировкой спроса и предложения, повышением ценового давления и ухудшением внешнеторговой позиции.

В базовом сценарии предполагается, что **в среде разрастания инфляционной угрозы и рисков перегретоного спроса для макроэкономической стабильности Нацбанк продолжит задействовать косвенные инструменты для воздействия на процентные ставки по рублевым рыночным кредитам и банковским вкладам.**

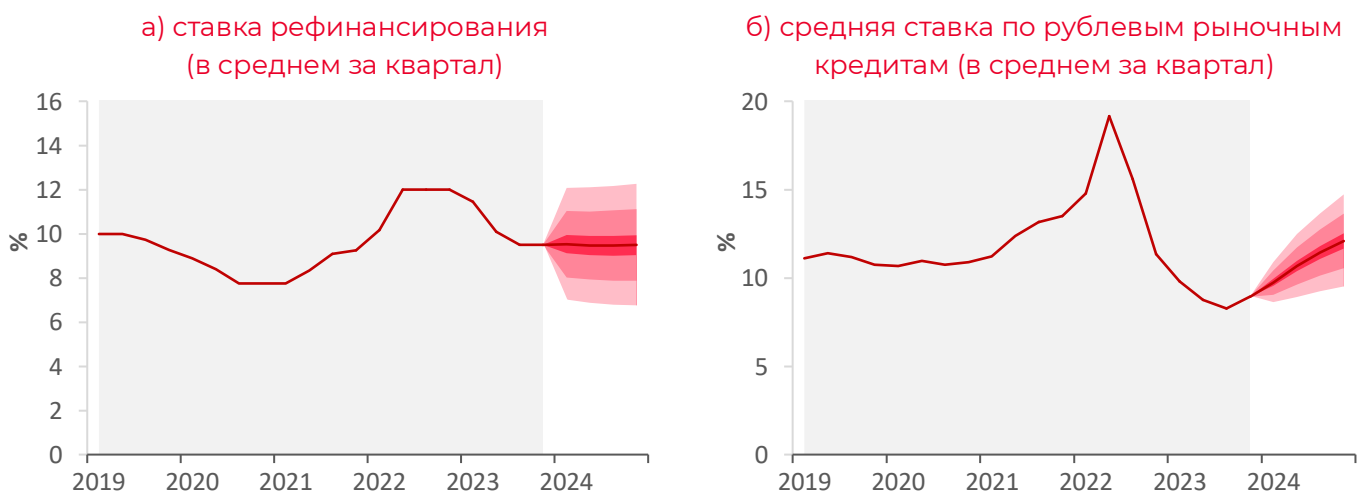
С высокой вероятностью расчетные величины стандартного риска будут постепенно подниматься небольшими шагами, что позволит банкам увеличить стоимость рыночного кредитования для бизнеса и населения. Нельзя исключать и дальнейшего повышения резервных требований для изъятия избыточной ликвидности банковской системы. Возможно крайне осторожное постепенное увеличение ставки по депозитам овернайт, которое будет сопровождаться соответствующим увеличением процентной ставки МБК. Агрессивное поднятие ставки МБК может быть нежелательным для властей, так как в этом случае вероятно резкое ужесточение условий кредитования для частного бизнеса и населения.

В результате **прогнозируется повышение средней процентной ставки по рыночным кредитам с 9,3% в декабре 2023 г. до 10–12% в течение 2024 г. (рис 10.б)**, а средней ставки по новым срочным вкладам с 5,3% до 7–9% соответственно. Это будет означать последовательное сужение степени стимулирующего воздействия процентных ставок на экономическую активность с вероятностью выхода их к нейтральным уровням к концу 2024 г. (рис 1).

Ставка рефинансирования в 2024 году останется на уровне 9,5% (при отсутствии сильных шоков), а госсектор сохранит преференциальные условия доступа к кредитным ресурсам

Прямые эффекты от повышения рыночных процентных ставок главным образом почувствуют частный бизнес и население. Госсектор «захеджирован» от риска изменения условий рыночного кредитования доступом к директивному финансированию. Высоко вероятно, что власти продолжат активно использовать данный инструмент для маскировки структурных проблем в экономике и противодействия спаду выпуска. Ужесточение рыночных условий кредитования с одной стороны и активная практика директивного кредитования с другой будут вести к снижению эффективности функционирования экономики в целом, а также результативности монетарной политики и эффективности ее трансмиссионного механизма, в частности.

Рис 10. Прогноз процентных ставок (на базе QPM)



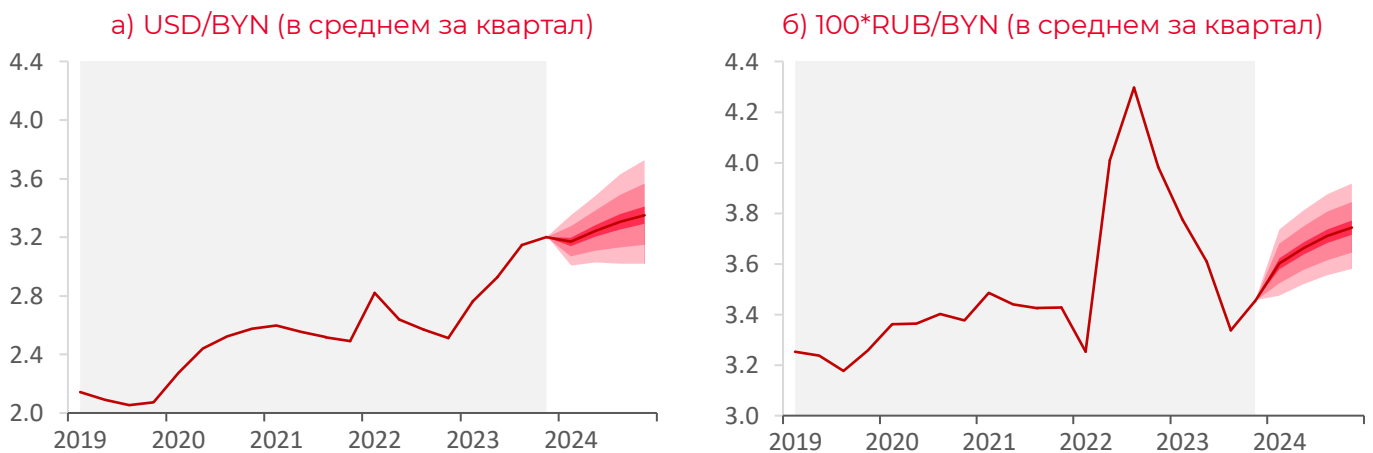
Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC.

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

В рамках базового сценария прогнозируется умеренное ослабление белорусского рубля в пределах 10% по корзине иностранных валют

Повышение процентных ставок по рыночным кредитам и банковским вкладам будет вести к «охлаждению» частного спроса – рост потребления домашних хозяйств и инвестиционной активности бизнеса замедлится в 2024 г. Сохранение же практики директивного кредитования госсектора и вероятное использование бюджетных инструментов будут замедлять скорость возврата экономики к равновесному состоянию. В результате в базовом сценарии ожидается, что разрыв выпуска останется положительным в среднем в 2024 г. Это будет означать сохранение избыточного спроса в умеренном масштабе. С учетом усиления конкуренции на российском рынке, транспортно-логистических и производственных ограничений такое развитие экономики может привести к формированию дефицита внешней торговли товарами и услугами в 2024 г. При отсутствии сильных шоков размер дефицита прогнозируется умеренным – в пределах 1% ВВП, – однако это будет оказывать давление на ослабление белорусского рубля в терминах корзины иностранных валют. Динамика курсов рубля к отдельным валютам будет зависеть от траектории кросс-курсов на внешних рынках (рис 11).

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



Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC.

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

Отход от правил при проведении монетарной политики и ситуативность экономической политики в целом выступают существенными факторами неопределенности прогноза

Монетарная политика остается дискреционной, а пространство для маневра у Нацбанка в использовании денежно-кредитных инструментов для воздействия на инфляцию независимо от правительства крайне ограничено. Горизонт прогнозирования и планирования мер экономической политики сузился до нескольких месяцев – кварталов. Приоритеты политики и количественные ориентиры, особенно в части инфляции, постоянно корректируются и не всегда ясно и четко коммуницируются. В связи с этим решения принимаются ситуативно, в зависимости от сложившейся экономической конъюнктуры и волюнтаристских установок.

Нельзя исключать сохранения крайне строгого ценового контроля и заметного ужесточения рыночных условий кредитования в попытке ограничить инфляцию 4–5% в 2024 г. При подобном развитии событий процентные ставки окажутся выше в сравнении с прогнозом по базовому сценарию, а темпы ослабления белорусского рубля – ниже.

Вместе с тем финансовое положение организаций в данном сценарии может ухудшиться настолько, что в 2025–2026 гг. потребуются резкая смена вектора экономической политики для сглаживания негативных последствий вероятной макроэкономической дестабилизации.

Возможна и опция сохранения в 2024 г. фокуса экономической политики на достижении планового показателя прироста ВВП в размере 3,8% любыми средствами, в том числе за счет избыточно мягкой монетарной политики. В этом случае перегрев экономики превысит 5% к концу 2024 г., что существенно снизит ее устойчивость к шокам, повысит вероятность ценового всплеска, масштабного спада выпуска и необходимости агрессивного ужесточения денежно-кредитных условий в 2025–2026 гг. При подобном развитии событий давление на белорусский рубль возрастет, что может выразиться в его существенном ослаблении, сопряженном с тратой золотовалютных резервов.

Новые существенные санкционные проявления и разрывы логистических цепочек могут привести к неизбежности более значимого обесценения рубля, в том числе относительно российской валюты, чем предполагает базовый сценарий

Такое обесценение может стать единственной доступной опцией для поддержания конкурентоспособности и удержания того уровня дефицита текущего счета, который может быть профинансирован в условиях ограниченного доступа к внешнему финансированию. При таком развитии событий возрастает вероятность раскручивания инфляционно-девальвационной спирали и полномасштабной финансовой дестабилизации. Позитивным моментом является тот факт, что в настоящее время режим курсообразования является гораздо более гибким в сравнении с периодом до 2015 г. и курс белорусского рубля в начале 2024 г. был близок к равновесному уровню. В связи с этим настолько резких и масштабных курсовых корректировок как в 2011 и 2015 гг. не ожидается даже при реализации негативных сценариев.

Позитивными рисками для курса рубля остаются полное восстановление экспорта ключевых товаров (удобрения, нефтепродукты, продукция деревообработки) и более сильный рост экономики России, чем заложено в базовый сценарий.

Пояснения

Квартальная модель прогнозирования (Quarterly Projection Model; QPM)

Полуструктурная макроэкономическая модель, базирующаяся на принципах нового кейнсианства и относящаяся к классу динамических стохастических моделей общего равновесия. Оценивание ненаблюдаемых переменных в QPM (например, равновесных (трендовых) компонент экономических показателей) осуществляется с помощью многомерного фильтра Калмана. QPM получила широкое применение для макроэкономического анализа, прогнозирования и проектирования монетарной политики в центральных банках, в том числе в [Национальном банке Республики Беларусь](#). QPM, использованная при подготовке настоящего материала, разработана экспертами BEROС. См.: [«Квартальная модель прогнозирования для Беларуси: методологические аспекты и практическое применение»](#).

Индикаторы в рамках QPM

Монетарные условия

Индикатор состояния денежно-кредитных условий. Представляет собой комбинацию разрывов реального эффективного курса (с обратным знаком) и реальных процентных ставок. Положительные значения монетарных условий указывают на их сдерживающий экономическую активность характер, отрицательные – на стимулирующий.

Разрыв выпуска

Отклонение реального ВВП от своего потенциального объема. Под потенциальным ВВП понимается такой объем ВВП, который не ведет ни к дополнительному инфляционному, ни дезинфляционному давлению. Положительный разрыв выпуска указывает на избыточный спрос в экономике и является индикатором инфляционного давления. Для отрицательного разрыва выпуска справедливо обратное.

Разрыв процентной ставки

Отклонение реальной процентной ставки от своего нейтрального уровня. Положительный разрыв процентной ставки указывает на сдерживающий экономическую активность характер процентной политики, отрицательный – на стимулирующий.

Равновесная (нейтральная) процентная ставка

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

Разрыв реального эффективного курса (разрыв РЕК)

Отклонение реального эффективного курса белорусского рубля от своего равновесного уровня. Положительный разрыв РЕК указывает на недооцененность белорусского рубля, а отрицательный – на переоцененность.

Равновесный реальный эффективный курс

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

Примечания

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

ⁱⁱ Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей в предыдущих периодах может уточняться. Аннуализированный прирост цен рассчитан как сезонно сглаженный прирост цен за квартал, возведенный в четвертую степень (инфляция в годовом эквиваленте).

ⁱⁱⁱ Подробнее см.: https://vk.com/video-55173999_456239164.

^{iv} Подробнее см.: <https://www.youtube.com/watch?v=l01ZocMfKq4>.

^v Подробнее см.: https://www.nbrb.by/publications/inflationquarterly/inflationquarterly_2023_4.pdf.

^{vi} Номинальная средняя ставка по новым срочным рублевым депозитам повысилась с 3,4% в среднем за III квартал 2023 г. до 4,5% за IV квартал 2023 г., в том числе по вкладам фирм – с 2,4 до 3,9%, по вкладам населения – с 8,6 до 9,3%.

^{vii} Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях повысилась с 8,3% в среднем за III квартал 2023 г. до 8,9% за IV квартал 2023 г., в том числе по кредитам фирмам – с 8,0 до 8,8%, по кредитам населению – снизилась с 10,3 до 10,0%.