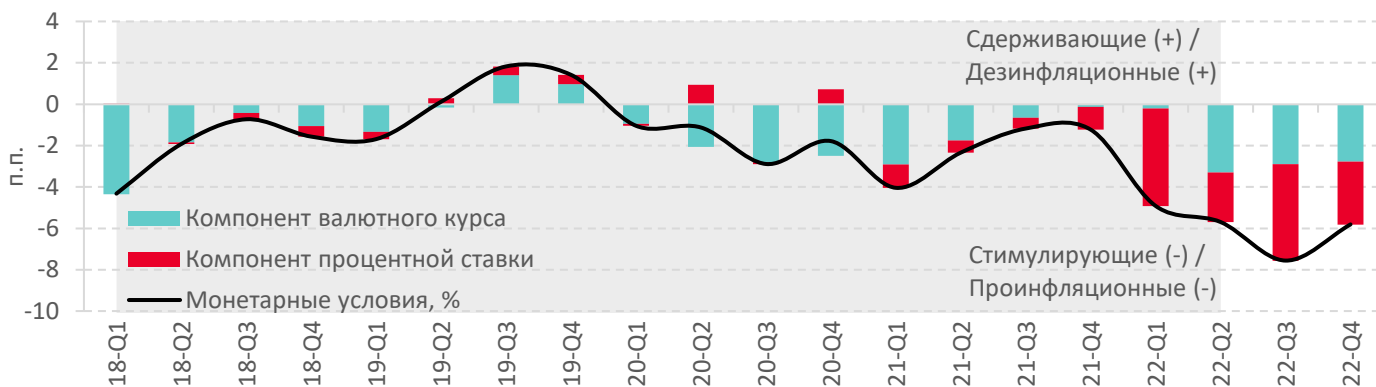


Проинфляционный характер монетарных условий усилился в II квартале и, вероятно, сохранится до конца 2022 года

Монетарные условия, оцененные как комбинация отклонений реальных процентных ставок по рублевым активам и реального эффективного курса рубля от своих равновесных уровней, имели поддерживающий экономическую активность и проинфляционный характер в II квартале 2022 г. (рис 1). Мягкие монетарные условия сформировались в результате «вялой» реакции Национального банка на инфляционный шок мерами процентной политики и значительного ослабления белорусского рубля к российскому. Недооцененность рубля положительно влияла на сальдо внешней торговли в II квартале, но поддерживала высокую интенсивность инфляционных процессов. В свою очередь, мягкость процентной политики Нацбанка слабо проявилась в динамике кредитования: кредитный импульс в II квартале оставался отрицательным в условиях повышенных рисков предоставления кредитов и неопределенности перспектив экономики Беларуси. Мы ожидаем, что проинфляционный характер монетарных условий сохранится во второй половине 2022 г.

Рис 1. Характер монетарных условий белорусской экономики



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

Примечание: положительные значения монетарных условий указывают на их сдерживающий экономическую активность и дезинфляционный характер, отрицательные – на стимулирующий экономическую активность и проинфляционный характер. Мы используем один из возможных способов оценки монетарных условий, результаты которого критическим образом зависят от выбранного нами типа макроэкономической модели (QPM), ее структуры и калибровки параметров. Мы осознаем ограничения применяемого нами 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. QPM разработана экспертами BEROC и по состоянию на сентябрь 2022 г. находится на этапе тестирования.

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

Нацбанк в первом полугодии отдавал приоритет поддержке экономической активности перед активным сдерживанием инфляции

Нацбанк достаточно слабо отреагировал на мартовский инфляционный шок: повышение ставки рефинансирования в марте на 2,75 п.п. до 12% оставило ее уровень заметно ниже темпов роста потребительских цен (рис 2.а). В II квартале ставка рефинансирования не изменялась, несмотря на сохранение высокой инфляции. При этом Нацбанк купил примерно 0,7\$ млрд иностранной валюты на бирже в II квартале и еще ≈0,32\$ млрд в июле, эмитировав белорусские рубли. В результате увеличился профицит ликвидности банковской системы, а на депозитных аукционах Нацбанка в II квартале изъято только 65% первоначального спроса (с 6 июля аукционные операции приостановлены). В итоге ставка межбанковского рынка (далее – ставка МБК) в июне-августе приблизилась к нулю (рис 2.б).

Рис 2. Динамика ставки рефинансирования, инфляции и ликвидности банковской системы



Источник: расчеты BEROC на основе данных Белстата, Нацбанка Беларуси

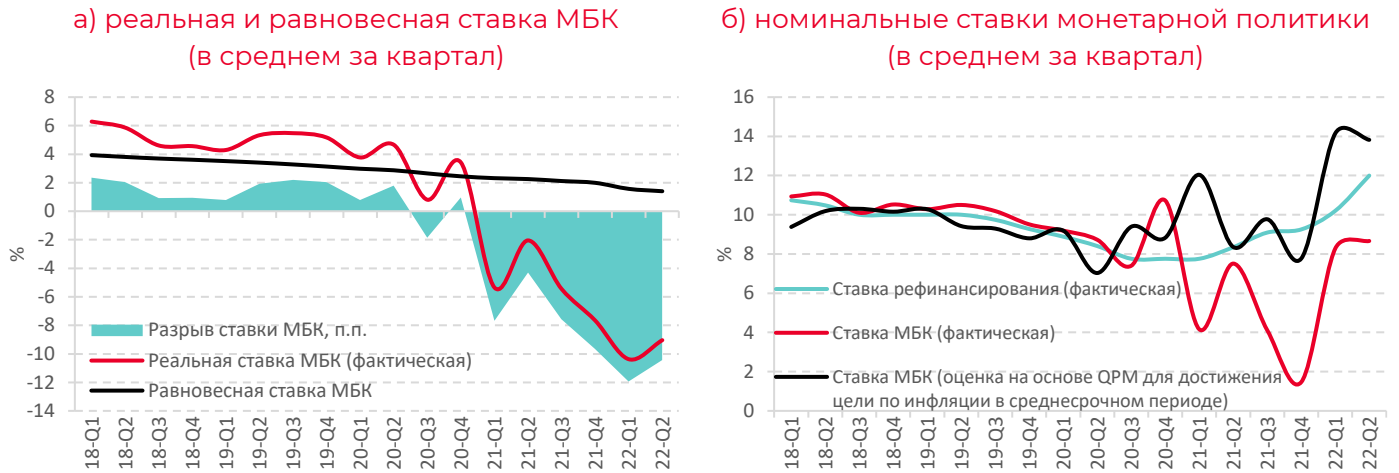
Примечание: здесь и далее YoY – темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу соответствующего квартала предыдущего года; QoQ – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности. Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей в предыдущих периодах может уточняться. Аннуализированный рост цен рассчитан как сезонно сглаженный рост цен за квартал, возведенный в четвертую степень (инфляция в годовом эквиваленте)

Процентная политика Нацбанка в II – начале III квартала 2022 г. была мягкой

Ставки рефинансирования и МБК в II квартале и начале III квартала находились ниже своих равновесных значений (рис 3.а). Так как Нацбанк де-факто не управляет ставкой МБК, то в условиях сильного профицита ликвидности денежный рынок в II–III кварталах балансируется низкой ставкой и остается дисфункциональным.

Поддержка экономики в условиях сильного падения ВВП и реализованного инфляционного шока, как правило, является приемлемой политикой. Расчеты в рамках QPM BEROC показывают, что во II квартале 2022 г. наилучшим балансом между соображениями выпуска и инфляции было бы поддержание ставки МБК около 14%, а не ее резкое снижение (рис 3.б). Такой уровень ставки все равно приводил бы к отрицательной реальной ставке и поддержке выпуска. Однако это позволило бы ослабить риски закрепления инфляции и инфляционных ожиданий на повышенных уровнях.

Рис 3. Характер процентной политики Национального банка



Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC для Беларуси

Примечание: здесь и далее реальные ставки рассчитываются путем корректировки номинальных ставок на ожидаемую годовую инфляцию в предстоящем квартале, рассчитанную в рамках QPM. Спецификация QPM предполагает, что Нацбанк не полностью контролирует ставку МБК: на нее влияют нестерилизованные валютные интервенции. В результате фактическая ставка может отклоняться от уровня ставки, соответствующего достижению цели по инфляции в среднесрочном периоде. Последняя моделируется в QPM посредством добавления к нейтральному уровню ставки МБК надбавки, определяемой исходя из ожидаемого отклонения инфляции от цели и текущего положения экономики в бизнес-цикле, с учетом инерции ставки

Ставки по рублевым рыночным кредитам и срочным вкладам в среднем в II квартале оцениваются в рамках QPM как немного мягкие

С учетом повышенной инфляции средняя ставка по срочным рублевым вкладам населения и организаций в II квартале была отрицательной в реальном выражении – ниже своего равновесного уровня, оцененного с помощью QPM (рис 4.б).¹ Заниженный уровень средней ставки по вкладам связан главным образом с низкой относительно инфляции доходностью депозитов предприятий. Именно в этом сегменте банки начали активно снижать ставки в конце II квартала на фоне нарастания профицита ликвидности.² Доходность вкладов физлиц в II квартале была близка к фактической и ожидаемой (оцененной в рамках QPM) инфляции – реальная ставка находилась вблизи равновесия. Однако уже в июле ставка по депозитам физлиц могла упасть ниже равновесного уровня.³ Реальная средняя ставка по новым рублевым рыночным кредитам населению и организациям оценивается слабо положительной в II квартале и на ≈ 1 п.п. ниже своего равновесного уровня (рис 4.а). В соответствии с доступными данными это обусловлено, главным образом, ставкой по кредитам населению.⁴ Однако вполне вероятно, что на рассчитываемую Нацбанком ставку значительное влияние оказывают условия рассрочек и грейс-периодов, которые в статистическом учете могут приводить к низким значениям ставок. Исходя из рыночных предложений банков, номинальные ставки по кредитам населению в II квартале в целом находились выше 20% и могли иметь умеренно сдерживающий кредитование характер.

¹ Номинальная средняя ставка по новым срочным рублевым депозитам населения и организаций в среднем в II квартале составила 12,7%, в том числе организациям – 11,4%, населению – 18,5%.

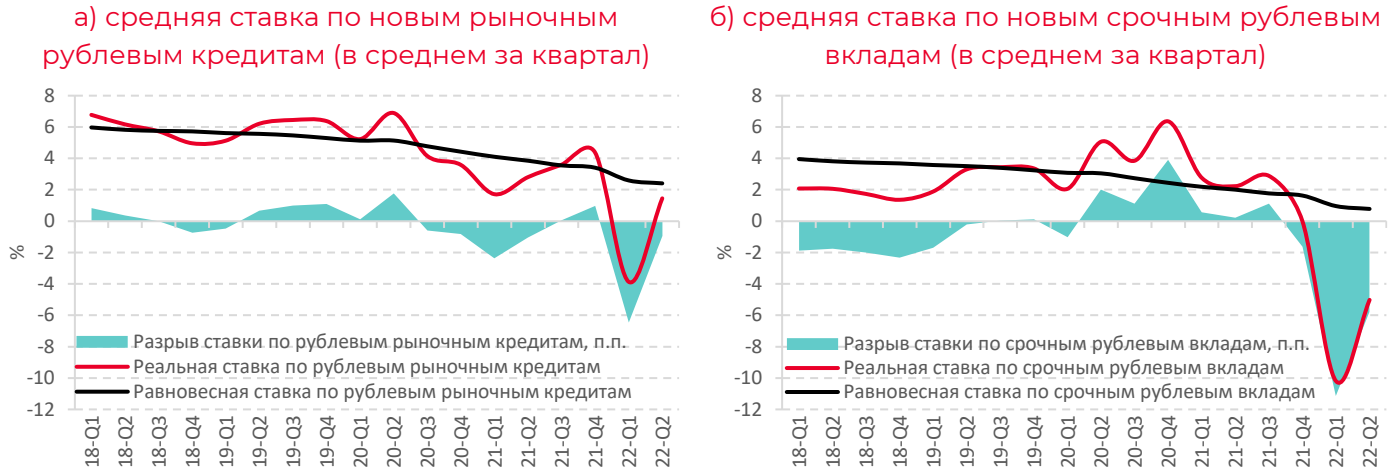
² Номинальная ставка по срочным вкладам организаций в рублях упала с пика 13,1% в апреле до 5,1% в июле.

³ Номинальная ставка по срочным вкладам населения в рублях снизилась с пика 18,9% в апреле до 15,6% в июле.

⁴ Номинальная средняя ставка по новым рыночным рублевым кредитам организациям и населению в среднем в II квартале составила 19,2%, в том числе организациям – 19,9%, населению – 13,9%.

В сегменте организаций ставку по кредитам в II квартале можно охарактеризовать как немного мягкую, близкую к нейтральной. В отличие от ставок по депозитам, банки не склонны быстро уменьшать стоимость заимствований для бизнеса даже в условиях существенного профицита ликвидности, так как риски и неопределенность повышены.

Рис 4. Характер реальных процентных ставок по рублевым кредитам и срочным депозитам банков



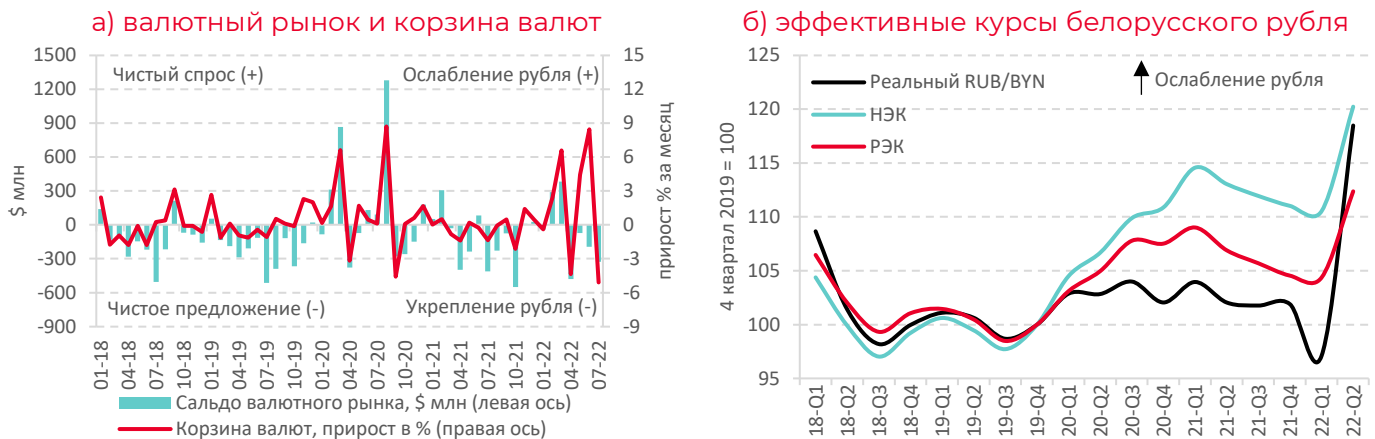
Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC для Беларуси

Примечание: реальные процентные ставки на рисунках 4.а и 4.б рассчитаны на основе средних номинальных процентных ставок между организациями и населением (по данным Нацбанка) и ожидаемой инфляции

2 Курсовая политика: меры, направленность, характер

Атипичная картина II квартала: значимое обесценение рубля при чистом предложении иностранной валюты на внутреннем рынке

Рис 5. Состояние валютного рынка и динамика курсов белорусского рубля



Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси

Примечание: на рисунке 5.а с января 2018 г. по июнь 2022 г. – корзина 3-х валют (доллар, евро и российский рубль), а с июля 2022 г. – корзина 4-х валют (доллар, евро, российский рубль и китайский юань)

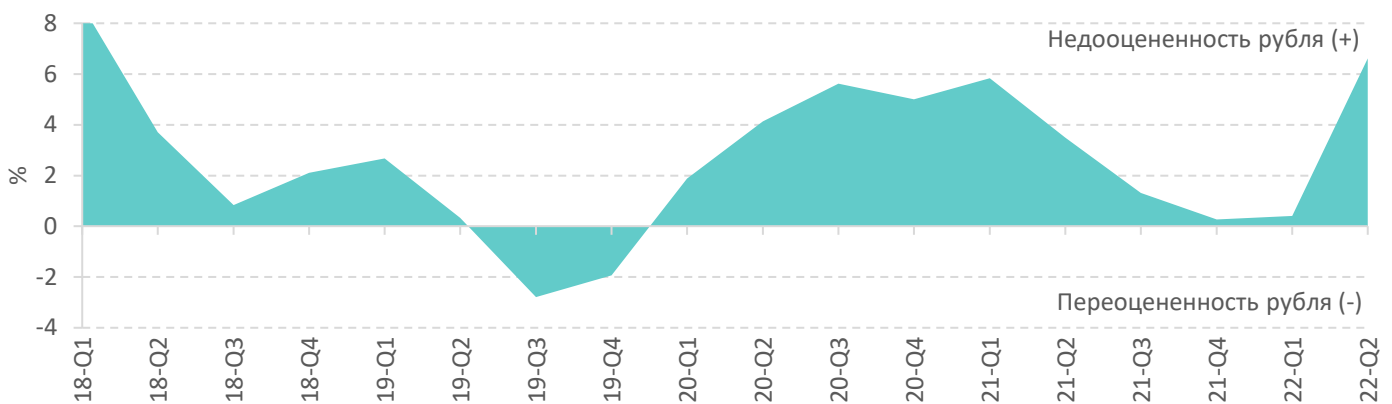
Белорусский рубль в II квартале ослаб к корзине иностранных валют: ее стоимость в среднем за апрель-июнь на 6,1% превысила уровень I квартала. Удорожание корзины произошло вследствие ослабления белорусского рубля к российскому на 21,7%, которое с избытком компенсировало укрепление к доллару и евро на 5,5% и 10,7% соответственно. Сильное ослабление рубля к корзине наблюдалось в мае-июне и происходило на фоне чистого предложения иностранной валюты на рынке, сформированного за счет падения спроса населения на валюту и роста предложения со стороны нерезидентов (рис 5.а).

Как результат, в терминах номинального эффективного курса белорусский рубль ослаб к иностранным валютам на 8,8% (II квартал 2022 г. к I кварталу 2022 г.) и на 7,7% в терминах реального эффективного курса (рис 5.6).

В целом поведение курса в II квартале 2022 г. было нетипичным и дает основания полагать, что Нацбанк в мае-июне препятствовал укреплению белорусского рубля к доллару ниже 2,50 USD/BYN на фоне сильного и стремительного укрепления российской валюты к американской. Скорее всего, Нацбанк допускал избыточное ослабление белорусского рубля к российскому и корзине в мае-июне, чтобы сгладить потенциальное влияние высокой волатильности пары USD/BYN на поведение населения и организаций. Уже в июле – августе курс RUB/BYN и стоимость корзины резко скорректировались на фоне ослабления российской валюты к доллару и сохранения чистого предложения иностранной валюты на белорусском рынке.

Ослабление рубля в II квартале было избыточным – оценки в рамках QPM указывают на его недооцененность порядка 6–7% относительно равновесного уровня реального эффективного курса (рис 6). Недооцененность рубля поддерживала чистый экспорт, но оказывала проинфляционное влияние

Рис 6. Отклонение реального эффективного курса от равновесного уровня (на базе QPM)



Источник: расчеты BEROC на основе QPM BEROC для Беларуси

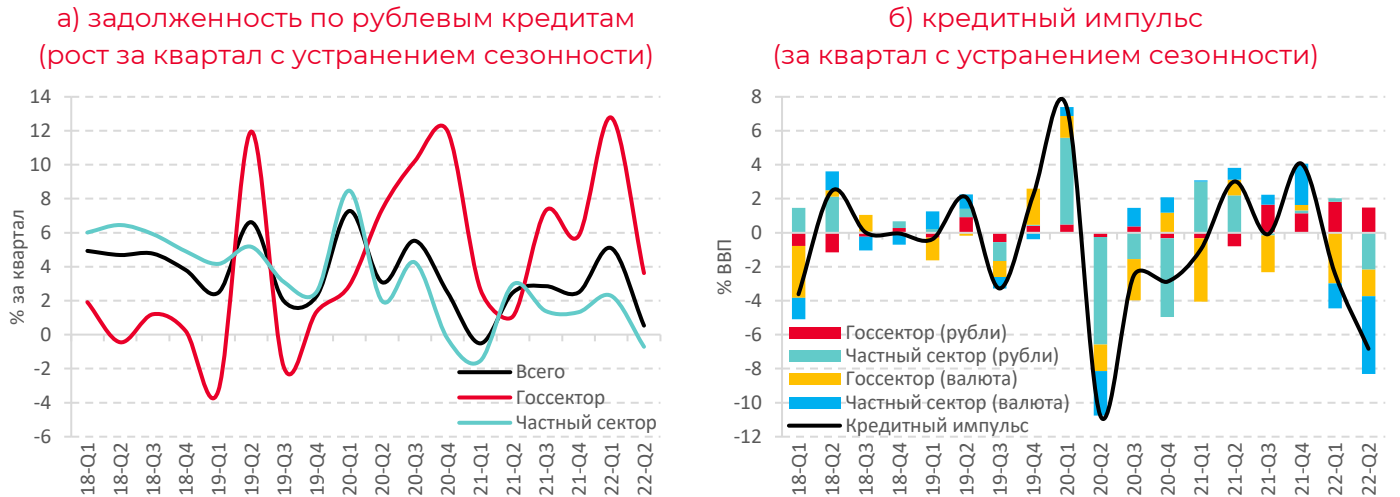
3 Влияние монетарных условий на кредитно-депозитный рынок

Мягкие монетарные условия в II квартале слабо отразились на динамике кредитования экономики

Кредитная задолженность в рублях за II квартал почти не выросла в номинальном выражении и сократилась в реальном (рис 7.а). Кредитный импульс, отражающий изменение объемов выданных кредитов, в II квартале также был отрицательным, как в рублевом сегменте, так и в валютном (рис 7.б).

Отрицательный кредитный импульс сформировался главным образом из-за сокращения объемов выданных кредитов частному сектору (как населению, так и бизнесу). Кредитование частного сектора в II квартале сдерживалось ограничениями предложения кредита банками на фоне высоких рисков и жесткими неценовыми условиями. В случае населения барьером также был и уровень процентных ставок. Рублевое кредитование госсектора в II квартале продолжило расти (рис 7.б), что связано с господдержкой в виде льготных кредитов и переворачиванием валюты обязательств в рубли.

Рис 7. Динамика кредитов и кредитного импульса



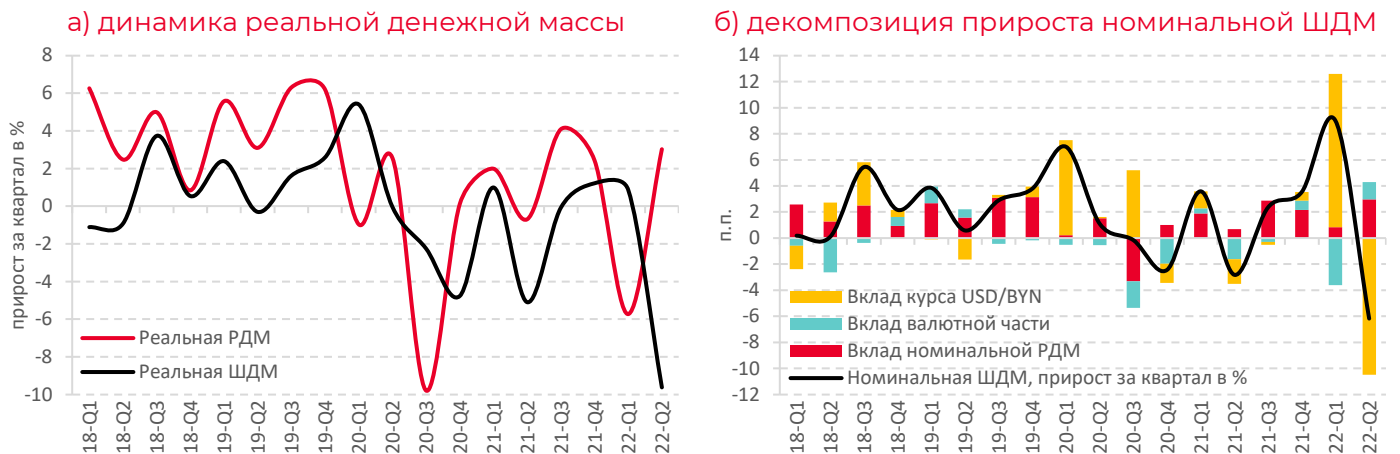
Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси

Примечание: кредитный импульс рассчитан следующим образом: $ci_t = 100 * (\frac{cr_t}{ngdp_t} - \frac{cr_{t-1}}{ngdp_{t-1}})$, 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 в предыдущих периодах может уточняться.

Отрицательный кредитный импульс ограничивал рост денежной массы в II квартале

Средняя широкая денежная масса (ШДМ) в июне сократилась к уровню марта и в номинальном, и в реальном выражении (рис 8.а). Такая динамика связана переоценкой валютной составляющей ШДМ из-за коррекционного укрепления белорусского рубля к доллару (рис 8.б). Рублевая денежная масса (РДМ) в II квартале показала сдержанный восстановительный рост (рис 8.б). На фоне близких к равновесным ставок по депозитам населения их срочные вклады выросли на 7,8% за II квартал. Однако более 70% этого роста обеспечено наращиванием процентных доходов и семейного капитала.

Рис 8. Динамика средней денежной массы (с устранением сезонности)



Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси и Белстата

Примечание: сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей в предыдущих периодах может уточняться. Реальный прирост денежной массы рассчитан путем дефлирования номинального прироста (последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала) на изменение индекса потребительских цен за квартал.

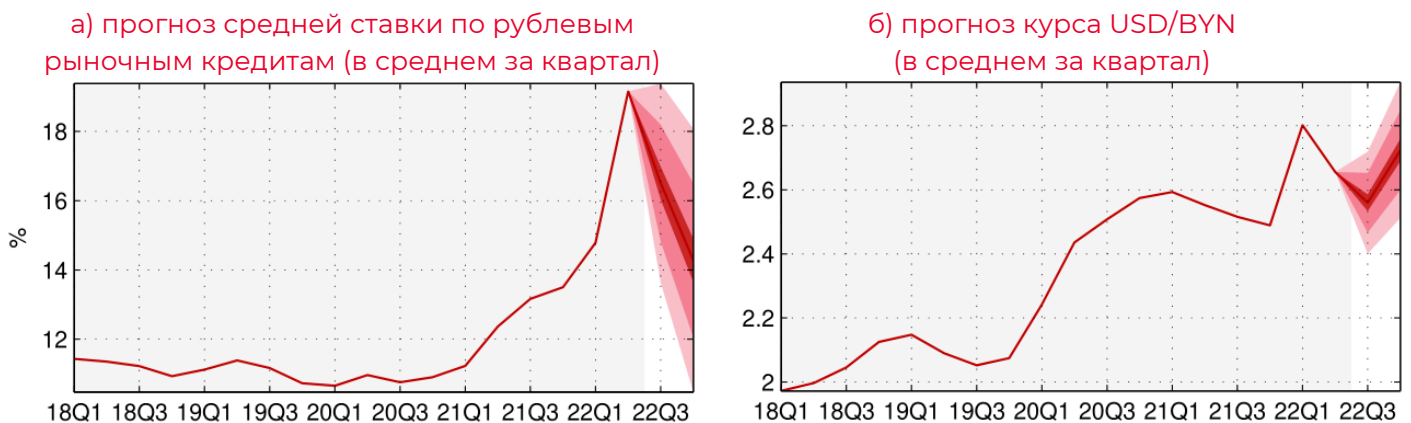
В II квартале отмечено увеличение акционерного капитала банков более чем на BYN 3 млрд. Это произошло в основном за счет пополнения правительством уставных фондов госбанков (они выросли на BYN 2,55 млрд за II квартал). Для этого власти увеличили дефицит бюджет и эмитировали гособлигации. Часть этих облигаций (BYN 1,33 млрд) на вторичном рынке была выкуплена Нацбанком. За счет полученной ликвидности банки могли погасить часть «ковидных» кредитов перед Нацбанком: рублевые требования Нацбанка к банкам за II квартал сократились на BYN 0,92 млрд.

В июле, вероятно, произошла еще одна подобная итерация: ценные бумаги правительства в портфеле Нацбанка приросли за месяц на BYN 0,76 млрд, а кредитные обязательства банков перед Нацбанком сократились на BYN 0,57 млрд. Такая практика пока не привела к существенному росту кредитования. Но способствует усилению инфляционных рисков.

4 Краткосрочный прогноз монетарных условий

Монетарные условия при отсутствии новых шоков останутся мягкими и проинфляционными в оставшейся части текущего года (рис 1)

Рис 9. Прогноз процентных ставок и валютного курса (на базе QPM)



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

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

Высока вероятность сохранения ставки рефинансирования на текущем уровне 12% и динамики ставки МБК вблизи нуля

Приостановка с 6 июля аукционных операций регулирования ликвидности дает основания полагать, что Нацбанк продолжит отдавать приоритет поддержке экономической активности перед сдерживанием инфляции. В связи с этим, если экономика не окажется под воздействием новых шоков, ставка рефинансирования сохранится на уровне 12%, а межбанковский рынок останется дисфункциональным.

Ставки по рублевым кредитам и срочным вкладам продолжат снижаться

Понижение ставок кредитно-депозитного рынка является следствием мягкой монетарной политики и возросшего профицита ликвидности банковской системы. На депозитном рынке активнее снижаются ставки по вкладам организациям, так как поведение населения чувствительнее к изменению доходности депозитов в сравнении с фирмами. Вполне вероятно, что на кредитном рынке нисходящая динамика ставок будет менее выраженной, чем на депозитном, из-за высоких рисков и неопределенности (рис 9.а).

Не исключено и снижение неценовых условий кредитования, так как большой профицит ликвидности сопряжен с вероятностью убытков. Смягчение условий заимствований может несколько оживить кредитование, однако в среде структурного спада и повышенных инфляционных ожиданий несет в себе угрозу ускорения инфляции и ее устойчивого закрепления на высоких уровнях. Важно отметить, что процентные ставки по рублевым кредитам организациям в настоящее время не являются сдерживающими для кредитования. Избыточное понижение ставок не поможет стимулировать устойчивое расширение деловой активности, которую сдерживают институциональные ограничения.

Недооцененность белорусского рубля снизится к концу текущего года

В настоящее время затруднительно ответить на вопрос, продолжит ли Нацбанк проводить курсовую политику с отходом от заявленных [правил](#). Превышение в ближайшие месяцы достигнутого 4 июля пика стоимости корзины 4-х валют 0,2953 представляется маловероятным в условиях слабости импорта, поддержке экспорта за счет ценового фактора и сокращения реальных доходов населения. Оценки на основе QPM показывают, что при сохранении текущих подходов Нацбанка к курсовой политике и динамике российского рубля к доллару в диапазоне 60–70 USD/RUB белорусский рубль останется недооцененным в терминах реального эффективного курса, однако степень этой недооцененности снизится к концу года благодаря коррекционному укреплению белорусского рубля к российскому ([рис 1](#)). Вместе с тем девальвационные риски для курсовой динамики сохраняются, в первую очередь из-за неопределенности физических объемов экспорта, новых проявлений санкционных ограничений и вероятности избыточного смягчения монетарной политики.

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 Республике Беларусь](#). QPM, использованная при подготовке настоящего материала, разработана экспертами BEROС и по состоянию на сентябрь 2022 г. находилась на этапе тестирования.

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 РЭК)

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

Равновесный реальный эффективный курс

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