

## Монетарные условия в III квартале 2022 года сохраняли проинфляционный характер

Монетарные условия оставались стимулирующими в III квартале 2022 г., т. е. поддерживали экономическую активность и повышенный инфляционный фон (рис 1). Мягкость процентной политики начала проявляться в оживлении кредитования и замедлении притока срочных рублевых вкладов населения в банки. Недооцененность белорусского рубля, в свою очередь, частично компенсировала негативные эффекты санкционного шока для белорусских экспортеров, но оказывала проинфляционное воздействие. Стимулирующий характер монетарных условий может ослабнуть к концу текущего года. Административное сдерживание инфляции, вероятно, будет иметь ограниченное воздействие на номинальные процентные ставки, а потому приведет к повышению реальных ставок. В свою очередь, недооцененность рубля снизится в результате коррекционного укрепления BYN к RUB. В 2023 г. монетарные условия, наиболее вероятно, будут оставаться мягкими в попытке белорусских властей обеспечить рост ВВП.

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 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, разработанная экспертами BEROC.

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.

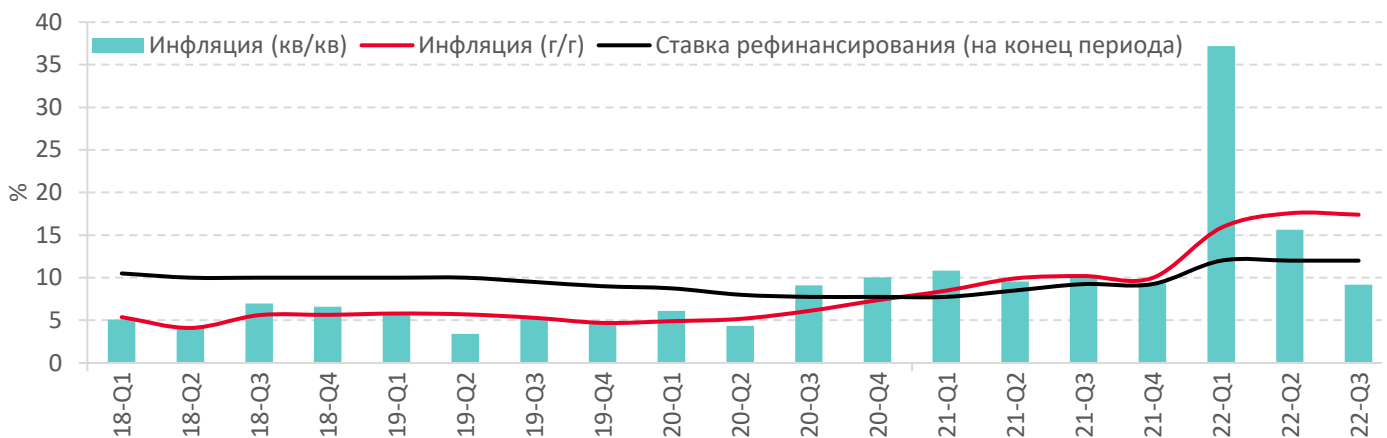
## 1 Денежно-кредитная политика: меры, направленность, характер

### Монетарная политика в III квартале продолжила ориентироваться на приоритетность поддержки экономической активности перед сдерживанием инфляции

Нацбанк в III квартале приостановил аукционные операции регулирования ликвидности банков, в том числе направленных на ее изъятие. В условиях рекордного за многие годы профицита ликвидности банковской системы (рис 3.6) это равносильно смягчению монетарной политики. Наращивание профицита рублевой ликвидности в текущем году связано с эмиссией BYN посредством покупки валюты Нацбанком на бирже ( $\approx \$0,7-0,8$  млрд за десять месяцев) и кредитованием недепозитных финансовых организаций ( $\approx \text{Br}1,46$  млрд за десять месяцев).<sup>1</sup>

Ставка рефинансирования в III квартале оставалась на уровне 12%. Такой уровень ставки выглядит низким относительно сложившейся инфляции, принимая во внимание динамику индикаторов в 2018 – первой половине 2020 гг. (рис 2).

Рис 2. Динамика ставки рефинансирования и инфляции



**Источник:** расчеты BEROС на основе данных Белстата, Нацбанка Беларуси

**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. Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры Х13 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 III квартале была экстремально мягкой

Следствием масштабного профицита ликвидности банковской системы и пассивной политики Нацбанка по ее регулированию стало снижение однодневной ставки межбанковского рынка в рублях (далее ставка МБК) до исторического среднеквартального минимума – 1,4% за III квартал (рис 3.6).

Уровень ставки МБК в реальном выражении оценивается глубоко отрицательным – существенно ниже равновесного значения, оцененного в рамках QPM (рис 3.a). Более низкий размер реальной ставки МБК относительно своего равновесного уровня отмечался только в период финансового кризиса 2011 г.

<sup>1</sup> Расширение требований Нацбанка к недепозитным финансовым организациям (вероятно, к Банку развития) можно рассматривать как неконвенциональный канал смягчения монетарных условий.

Рис 3. Характер процентной политики Национального банка



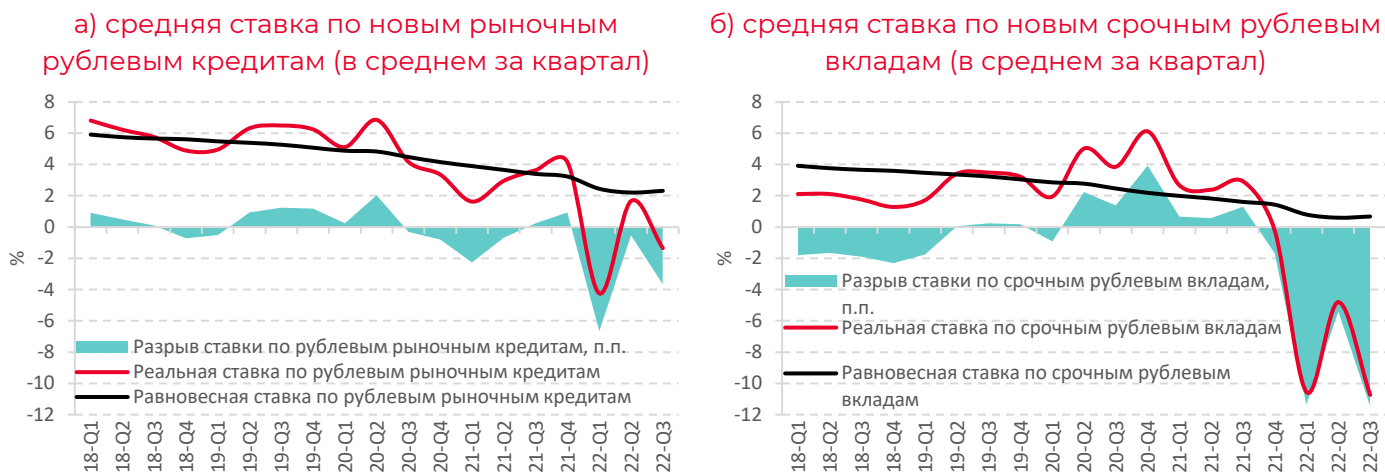
**Источник:** расчеты BEROC на базе QPM BEROC для Беларуси

**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

**Ценовые условия рублевого кредитования заметно смягчились в III квартале 2022 г.**

Реальная средняя ставка по новым рыночным кредитам населению и организациям в рублях опустилась заметно ниже равновесного уровня, оцененного в рамках QPM (рис 4.а). Чрезвычайно экспансионистская монетарная политика постепенно транслируется на ставки по кредитам. Банки, вероятно, вынужденно стремятся разместить избыточную ликвидность в условиях отсутствия возможности ее абсорбирования в Нацбанке, снижая стоимость и смягчая условия кредитования. В результате ставки по кредитам снизились в III квартале даже в условиях сохранявшихся рисков и неопределенности.<sup>2</sup>

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

<sup>2</sup> Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях снизилась с 19,2% в среднем за II квартал до 15,6% за III квартал, в том числе организациям – с 19,9 до 15,8%, населению – с 13,9 до 13,8%.

## Процентные ставки депозитного рынка в III квартале – ниже нейтрального уровня

Влияние мягкой монетарной политики на ставки по рублевым вкладам в III квартале происходило гораздо активнее в сравнении со ставками по кредитам. В сентябре номинальная средняя ставка по новым срочным рублевым вкладам населению и организациям опустилась до исторического минимума в 5%, который был побит уже в октябре – 3,8%. Банки стремятся уменьшить издержки фондирования в условиях профицита ликвидности. Особенно активно понижались ставки по вкладам организациям. Доходность депозитов населения также уменьшилась.<sup>3</sup>

В результате понижения номинальных ставок реальная средняя ставка по срочным рублевым вкладам населения и организаций в III квартале оставалась отрицательной – гораздо ниже равновесного уровня, оцененного с помощью QPM (рис 4.б).

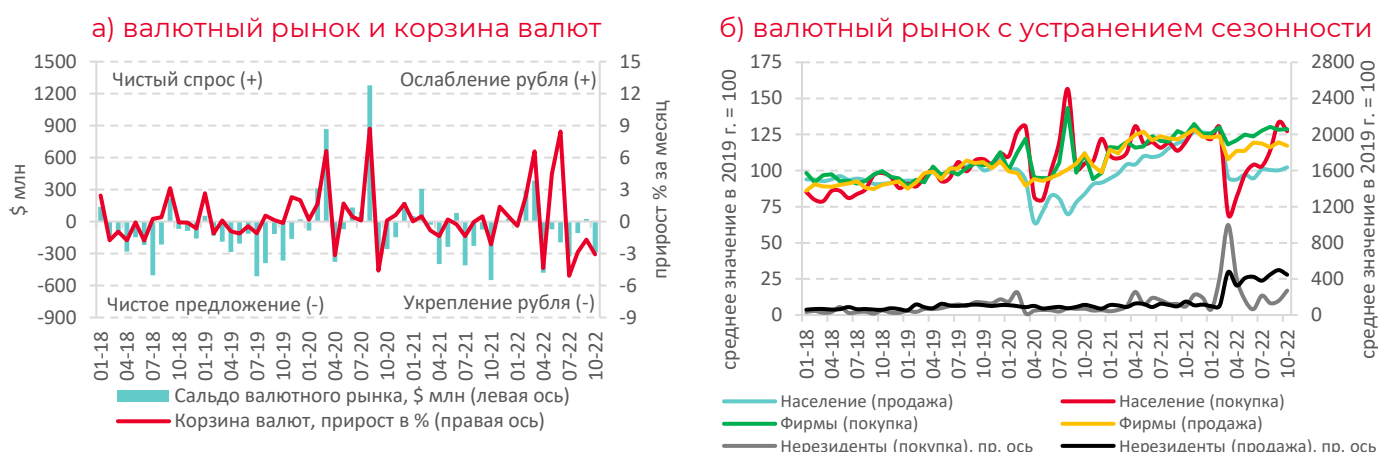
## 2 Курсовая политика: меры, направленность, характер

### Чистое предложение на валютном рынке поддерживало курс белорусского рубля в III квартале

В среднем за III квартал стоимость корзины 4-х иностранных валют на 2,2% превысила уровень II квартала. Такая динамика преимущественно отражает эффекты сильного ослабления BYN к RUB в конце II квартала, что обусловило высокое среднее значение RUB/BYN и корзины в III квартале. На более частотных данных наблюдалось постепенное укрепление рубля к корзине валют с пикового уровня в начале июля (рис 5.а).

Укрепление рубля в течение III квартала – начале IV квартала носило коррекционный характер и происходило в условиях чистого предложения иностранной валюты (рис 5.а). Нацбанк сглаживал траекторию курса посредством покупки валюты – около \$414 млн за III квартал (вместе с минфином) и \$290 млн в октябре.

Рис 5. Состояние валютного рынка и динамика курса 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), с июля 2022 г. – корзина 4-х валют (доллар, евро, российский рубль и китайский юань). Сезонное сглаживание показателей валютного рынка на рисунке 5.б осуществлено с использованием процедуры Х13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей в предыдущих периодах уточняется. Следует принимать во внимание, что сезонный фактор некоторых индикаторов валютного рынка неустойчив.

<sup>3</sup> Номинальная средняя ставка по новым срочным рублевым депозитам снизилась с 12,7% в среднем за II квартал до 6,2% за III квартал, в том числе организациям – с 11,4 до 3,8%, населению – с 18,5 до 13,7%.

**Чистое предложение на белорусском валютном рынке в III квартале и начале IV квартала обеспечено операциями нерезидентов**

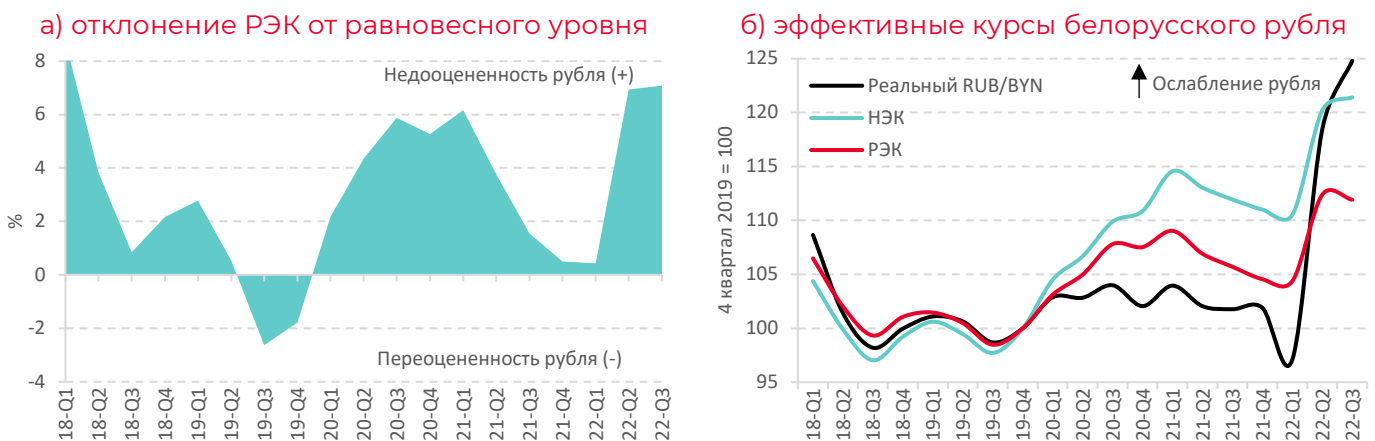
Нерезиденты колоссально нарастили объемы продажи валюты в 2022 г. (рис 5.6). Базовыми предположениями для объяснения этого феномена являются: 1) наращивание спекулятивных операций, связанных с использованием зарубежных счетов и платежных карт для конвертации валюты в BYN (на фоне разницы в обменных курсах зарубежных платежных систем и белорусских банков) и покупкой USD или EUR внутри Беларуси; 2) покупки россиян в Беларуси по российским картам; 3) оплата параллельного импорта в Россию<sup>4</sup>. В пользу первой гипотезы может свидетельствовать быстрое восстановление покупки валюты населением после весеннего провала (рис 5.6), несмотря на сокращение реальных доходов. Если эта гипотеза верна, то без учета операций нерезидентов население в III квартале и в октябре могло выступить чистым продавцом валюты.

Белорусские предприятия в июле – октябре устойчиво оставались чистыми покупателями иностранной валюты (с устранением сезонного фактора), несмотря на рекордный профицит внешней торговли (рис 5.6). Спрос на валюту со стороны фирм может объясняться «переворачиванием» валютных кредитов в рублевые, так как предприятия могли покупать валюту для закрытия валютной кредитной задолженности.

**Результаты в рамках QPM показывают, что белорусский рубль в среднем в III квартале оставался недооцененным примерно на 7% относительно равновесного уровня реального эффективного курса (рис 6.а)**

Недооцененность BYN, прежде всего к RUB, поддерживала ценовую конкурентоспособность белорусских производителей на российском рынке и во многом объясняла вероятно имевшее место наращивание физических объемов поставок товаров в Россию. При этом к концу III квартала – в начале IV квартала недооцененность белорусского рубля снизилась в результате ощутимого укрепления BYN к RUB.

Рис 6. Эффективные курсы рубля и отклонение РЭК от равновесного уровня (на базе QPM)



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

<sup>4</sup> Возможно российские компании конвертируют валюту в BYN для платежей белорусским посредникам, которые, в свою очередь, могут покупать валюту для осуществления импорта. Но последнее уже отражается в статистике белорусского валютного рынка как покупка валюты субъектами – резидентами.

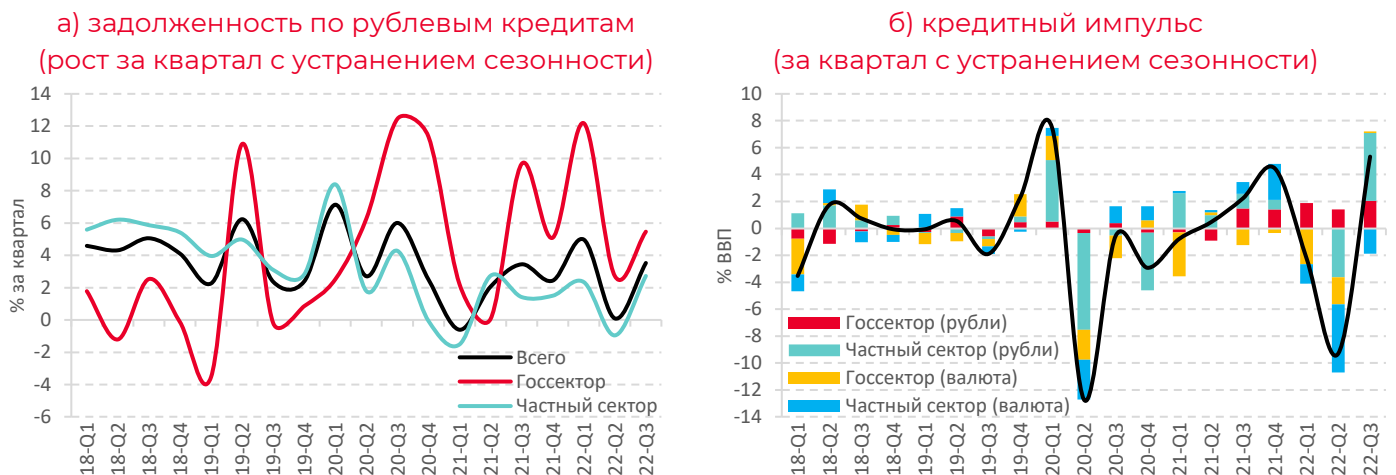
### 3 Влияние монетарных условий на кредитно-депозитный рынок

#### Кредитная активность оживилась в III квартале на фоне мягких монетарных условий

Кредитный импульс в III квартале оценивается положительным благодаря наращиванию выдач кредитов в рублях частному сектору (рис 7.б). Такая динамика во многом является компенсаторной: два предыдущих квартала сопровождалась существенным ослаблением кредитной активности в частном секторе. Восстановлению кредитования способствовало понижение процентных ставок и отход от первоначального шока февраля-марта. Кроме того, часть роста выдач рублевых кредитов частному бизнесу вновь-таки объясняется «переворачиванием» валютной структуры кредитного портфеля, т. е. валютные кредиты замещались рублевыми. В сегменте госпредприятий в III квартале кредитование продолжило наращиваться (рис 7.а).

Несмотря на существенное увеличение выдач рублевых кредитов, задолженность экономики по ним перед банками возросла в III квартале умеренным образом и преимущественно в секторе госпредприятий (рис 7.а). При этом скорректированный на сезонность реальный рост кредитного портфеля банков за III квартал оценивается в два раза меньше среднего темпа 2018–2019 гг., а в частном секторе – в 7 раз меньше. С учетом преимущественного увеличения краткосрочной кредитной задолженности это дает основание полагать, что наращивание выдач рублевых кредитов в III квартале во многом могло быть связано с реструктуризацией долга и закрытием краткосрочных кассовых разрывов. Кредитная активность продолжала сдерживаться неопределенностью вложений в расширение бизнеса в текущих условиях, а также ограничением предложения кредита со стороны банков на фоне высоких рисков.

Рис 7. Динамика кредитов и кредитного импульса



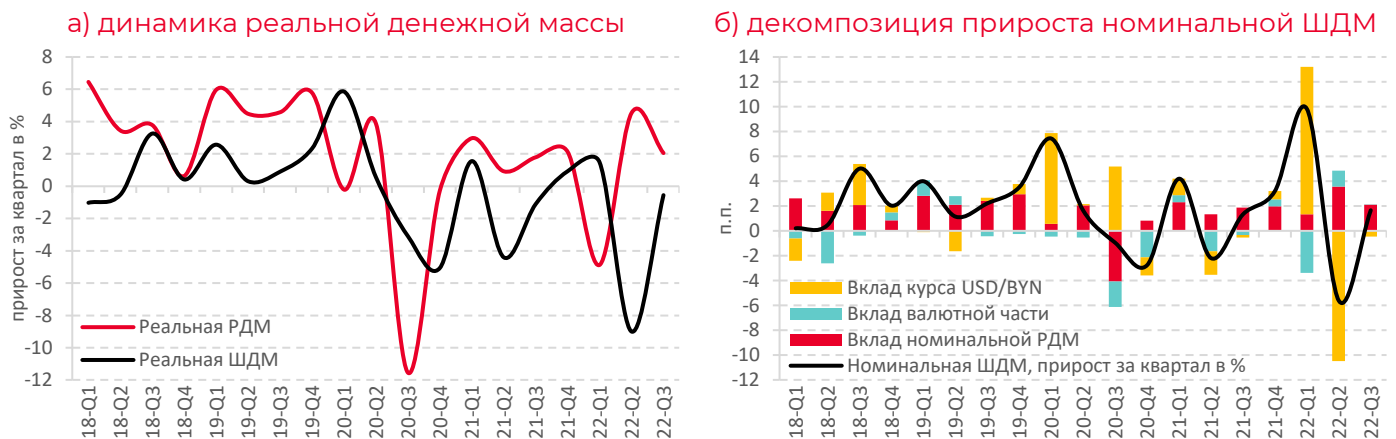
Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси

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.

**Рублевая денежная масса выросла в III квартале (рис 8), а ее структура сместилась в сторону текущих счетов на фоне мягких денежно-кредитных условий**

Увеличение рублевого кредитования и эмиссионные операции Нацбанка привели к наращиванию средств на текущих счетах предприятий и населения на 24,5% (среднее за сентябрь к среднему за июнь). При этом срочные рублевые вклады организаций за III квартал сократились на 10,2% при росте переводных на 38,4%. В части сберегательных процессов населения снижение процентных ставок по вкладам отразилось в замедлении прироста срочных рублевых депозитов (без учета наращенных процентов) до 0,5% в среднем в месяц в июле – сентябре (в октябре – сокращение на 0,3%) с 1,1% в апреле – июне. Как результат, доля наличных и переводных вкладов в структуре рублевой денежной массы возросла на 4,3 п.п. с июня по сентябрь 2022 г. – до 54%. Такой рост доли наиболее ликвидных составляющих в структуре рублевой денежной массы стал максимальным за III квартал с момента перехода к монетарному таргетированию в 2015 г. Предыдущий максимум в III квартале был в 2015 г. и составлял 2,2 п.п., а среднее значение по III кварталу за 2015–2021 гг. – 0,5 п.п.

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



**Источник:** расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси и 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 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.

Резкое изменение структуры денежной массы в пользу текущих счетов и наличных денег несет инфляционные риски, если это не будет разовым временным явлением. Дополнительные инфляционные риски имеет и продолжающееся наращивание ценных бумаг правительства в портфеле Нацбанка: на Br1 млрд за III квартал и еще на Br1,1 млрд в октябре, а с начала 2022 г. на Br3,45 млрд. Большая часть этой суммы в размере около Br2,3 млрд не породила эмиссионного результата, поскольку, вероятно, была использована для погашения кредитной задолженности банков перед Нацбанком. Однако оставшиеся ≈Br1 млрд, вероятно, являются эмиссионными ресурсами.

## 4 Краткосрочный прогноз монетарных условий

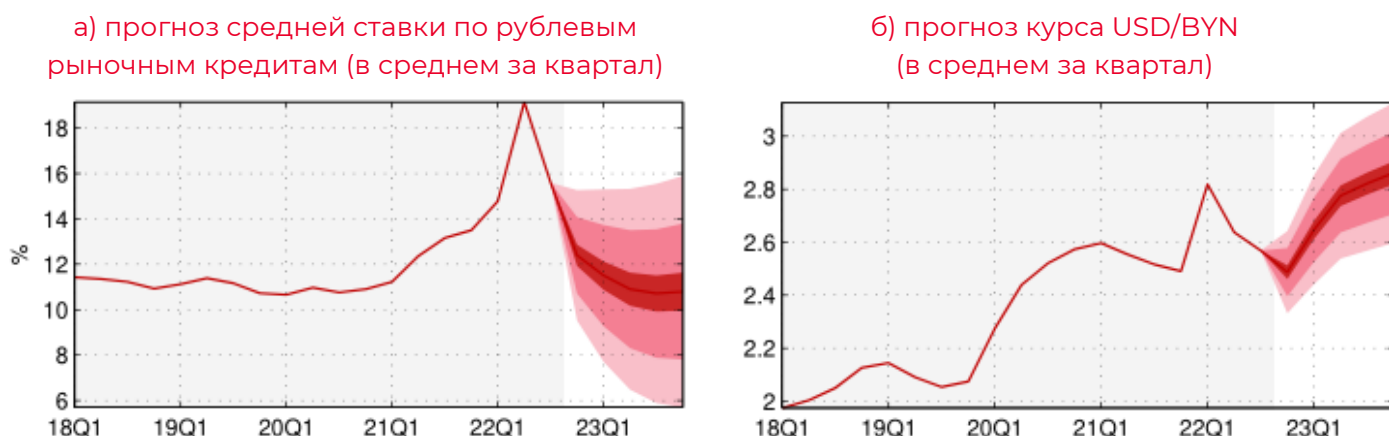
### Мягкость монетарных условий снизится в IV квартале 2022 г.

Недооцененность рубля существенно уменьшится в среднем в октябре – декабре в связи с коррекционным укреплением BYN к валютам – стран торговых партнеров, прежде всего к российскому рублю (рис 1). Результаты моделирования на базе QPM также указывают на сужение степени мягкости процентных ставок в IV квартале. Это объясняется повышением реальных процентных ставок из-за сильного ad-hoc замедления инфляции, определяющую роль в котором играет ужесточение ценового регулирования со стороны государства. Так как воздействие подобной ценовой политики на инфляционные ожидания не очевидно, к полученным оценкам состояния процентной политики в IV квартале следует относиться с определенной степенью консерватизма. Вполне вероятно, что номинальная ставка межбанковского рынка будет оставаться вблизи 0–1% в условиях сохраняющегося профицита ликвидности банковской системы, ставки по рублевым депозитам – вблизи исторически минимальных значений, а средний уровень ставок по рублевым рыночным кредитам может уменьшиться в сравнении с III кварталом. При этом нельзя исключать, что на фоне во многом «технического» снижения инфляции и под давлением правительства Нацбанк понизит ставку рефинансирования на 0,5–1 п.п. до конца 2022 г.

### Монетарные условия могут оставаться мягкими в 2023 году

Базовый сценарий основывается на предположении о сохранении Нацбанком ограничений на операции регулирования ликвидности в 2023 г., в том числе по ее изъятию.<sup>5</sup> Кроме того довольно высока вероятность наращивания необеспеченной эмиссии в попытке приблизиться к плановому показателю экономического роста. В базовом сценарии предполагается, что эмиссия будет осуществляться в объемах, которые не приведут к существенной разбалансировке спроса и предложения в экономике.

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



Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC для Беларуси

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

<sup>5</sup> Ключевой предпосылкой внешних условий для базового сценария является избегание крайней степени эскалации военного противостояния в Украине.



При реализации базового сценария монетарные условия сохранят стимулирующий характер в 2023 г. (рис 1). Ставка рефинансирования может опуститься в диапазон 10–11%, а межбанковский рынок останется дисфункциональным. В результате ставки по рублевым вкладам, особенно в сегменте предприятий, сохранятся исторически низкими, а номинальная стоимость рыночных кредитов может несколько уменьшиться (рис 9.а). Риском для прогноза является галопирующая инфляция<sup>6</sup>, что может заставить Нацбанк ужесточить денежно-кредитную политику.

Белорусский рубль в 2023 г. может оставаться несколько недооцененным в терминах реального эффективного курса (рис 1) в условиях низких процентных ставок по рублевым активам, ограниченных эффектов необеспеченной эмиссии и попытках властей поддерживать конкурентоспособность белорусских предприятий на российском рынке. При движении курса USD/RUB в диапазон 70–80 российских рублей за доллар курс USD/BYN в 2023 г. с высокой вероятностью также будет повышаться (рис 9.б). Девальвационные риски для курсовой динамики сохраняются из-за неопределенности новых проявлений санкционных ограничений в Беларуси и России, а также вероятности избыточного смягчения денежно-кредитной политики в Беларуси.

---

<sup>6</sup> См.: [Обзор инфляции](#) (BEROC, 2022).

## 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 ноябрь 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.