

# Монетарная политика в Беларуси с начала 1990-х до 2023 года: ретроспективный обзор

---

**Анатолий Харитончик, 2023**

BEROC Policy Brief

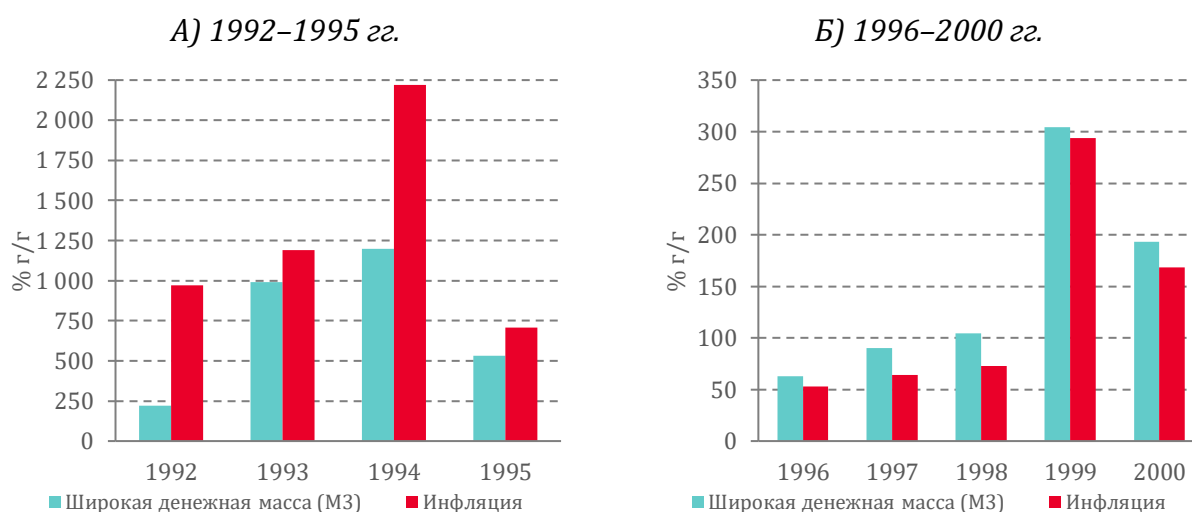
*В настоящей аналитической записке представлен ретроспективный обзор монетарной политики в Беларуси с начала 1990-х гг. по 2023 г. Показана эволюция подходов к реализации монетарной политики, оценен характер монетарной политики и сформированных ею монетарных условий, а также оценено ее влияние на динамику экономической активности и инфляции. В Беларуси с 1990-х гг. монетарная политика осуществлялась с применением различных режимов, а на протяжении большей части исторического периода способность Национального банка устанавливать цель и использовать инструменты монетарной политики без вмешательства правительства была ограниченной. В результате, за исключением короткого периода с 2015 г. по середину 2020 г., монетарная политика в Беларуси скорее усиливала негативные воздействия шоков на белорусскую экономику, нежели выполняла стабилизирующую роль. С середины 2020 г. Национальный банк де-факто лишился операционной независимости. Монетарная политика с того времени является дискреционной и сосредоточенной на стимулировании экономической активности. К инфляционным последствиям такой политики Национальный банк подходит с высокой степенью толерантности.*

*Ключевые слова:* монетарная политика, режим монетарной политики, монетарные условия, инфляция, инфляционные ожидания, процентная ставка, денежная масса, денежная база, кредит, ликвидность, валютный курс, ВВП, разрыв выпуска.

## 1. Краткая характеристика режимов монетарной политики до 2015 года

Стратегии монетарной политики в Беларуси с момента обретения статуса суверенного государства неоднократно менялись. В 1990-е гг. при реализации монетарной политики применялись элементы монетарного таргетирования. Целевыми ориентирами выступали показатели денежного предложения, избыточный рост которого, обусловленный фискальным доминированием, привел к всплеску инфляции<sup>1</sup> в конце 1990-х гг. (рисунок 1).

**Рисунок 1: Динамика денежной массы и инфляции в Беларуси в 1992–2000 гг.**



**Источник:** разработка автора на основе данных Белстата, Нацбанка Беларуси.

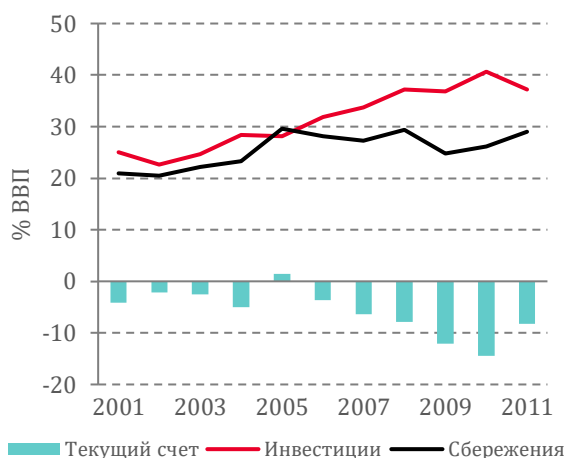
**Примечание:** % г/г – темп прироста период к соответствующему периоду предыдущего года.

С 2001 г. режим монетарной политики был изменен на таргетирование валютного курса. Выбор режима объяснялся необходимостью снижения уровня и волатильности инфляции в условиях значимого влияния на нее курсового фактора. Несмотря на снижение инфляции в 2000-е гг., валютные кризисы 2009 и 2011 гг. продемонстрировали низкую эффективность данного монетарного режима в условиях экономической политики государства, направленной на достижение высоких плановых показателей роста ВВП за счет избыточного стимулирования внутреннего спроса (рисунок 2).

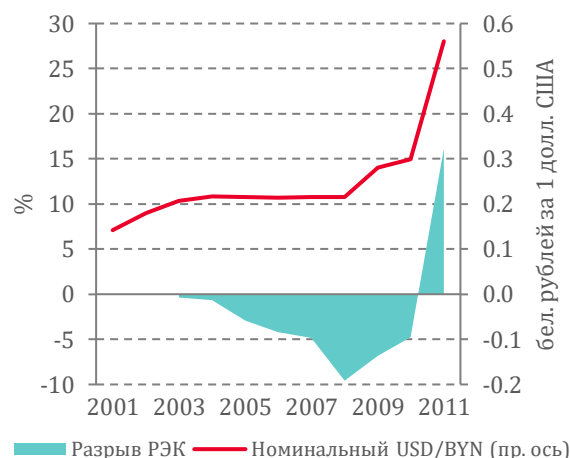
<sup>1</sup> В настоящей работе в качестве показателя инфляции используется индекс потребительский цен, который заявлен в качестве конечного целевого ориентира монетарной политики в Беларуси с 2015 г.

## Рисунок 2: Отдельные показатели внутренней и внешней сбалансированности экономики Беларуси в 2001–2011 гг.

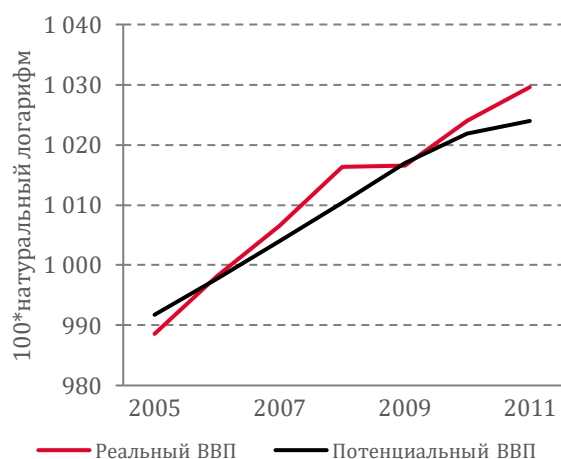
А) Сальдо текущего счета, валовые сбережения и инвестиции



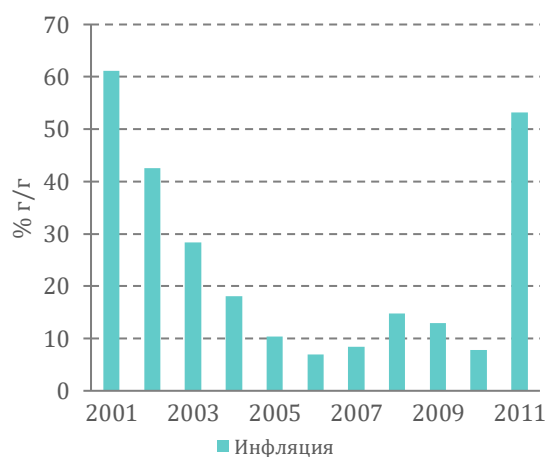
Б) Курс белорусского рубля к доллару и разрыв реального эффективного курса



В) Динамика фактического и потенциального реального ВВП



Г) Динамика инфляции (в среднем за год)



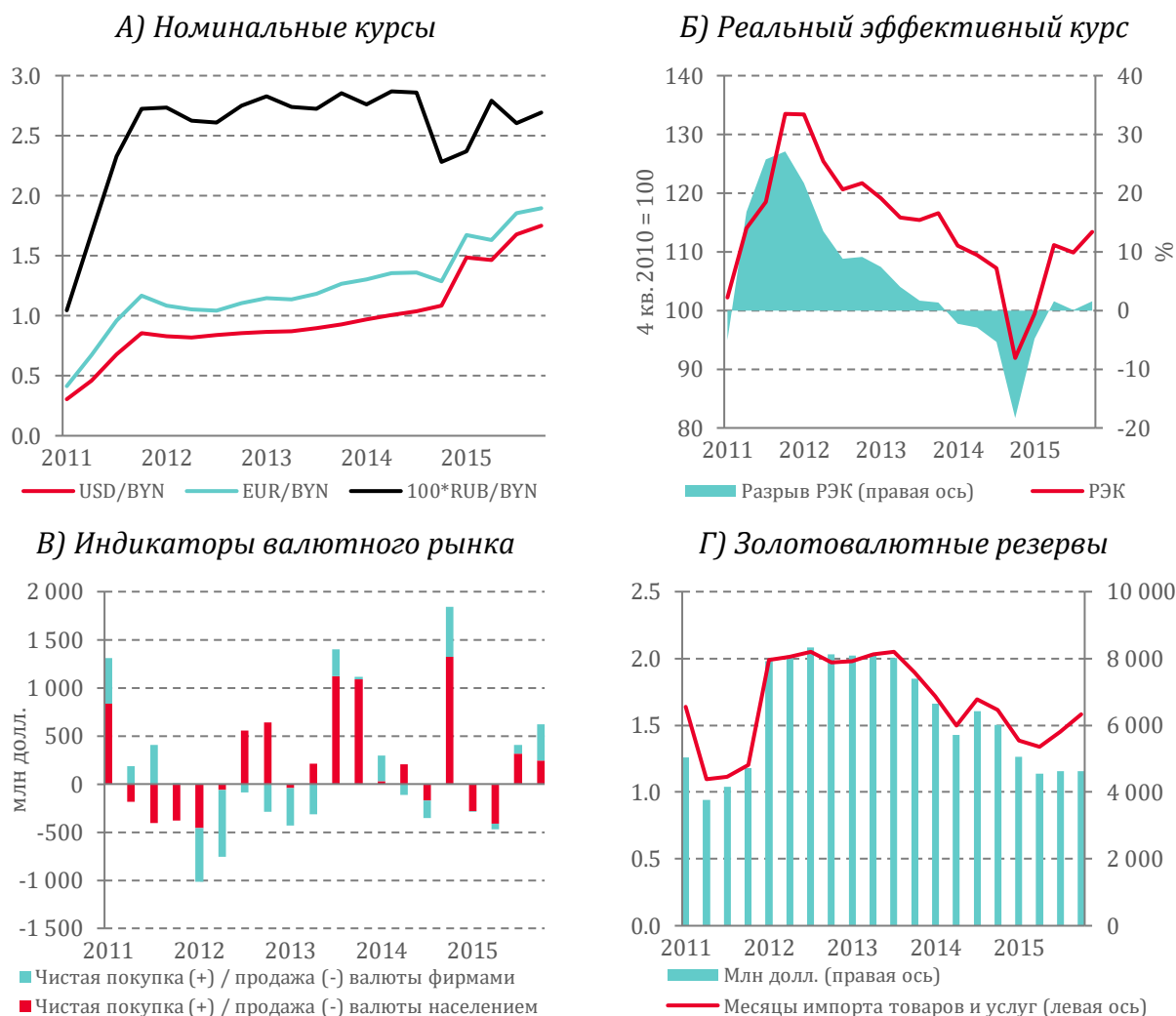
**Источник:** разработка автора на основе данных МВФ, Нацбанка Беларуси, Белстата, расчетов на базе квартальной модели прогнозирования для Беларуси (QPM; Kharitonchik, 2023).

**Примечание:** построено на основе сезонно сглаженных логарифмированных данных. Положительный разрыв реального эффективного курса (РЭК) указывает на недооцененность белорусского рубля, отрицательный разрыв – на его переоцененность.

В 2012–2014 гг. Нацбанк де-юре отказался от фиксации валютного курса, и монетарная политика проводилась без объявления явного номинального якоря. Однако де-факто Нацбанк продолжал таргетировать курс белорусского рубля к доллару, о чем свидетельствует фактическая динамика валютной пары (рисунок 3.А). Значительная недооцененность белорусского рубля, сформировавшаяся после валютного кризиса 2011 г. (рисунок 3.Б), позволяла Нацбанку

относительно успешно использовать режим таргетирования валютного курса до 2014 г.

**Рисунок 3: Динамика курсов белорусского рубля и индикаторов внутреннего валютного рынка в 2011–2015 гг.**



**Источник:** разработка автора на основе данных Нацбанка Беларуси, расчетов на базе квартальной модели прогнозирования для Беларуси (QPM; Kharitonchik, 2023).

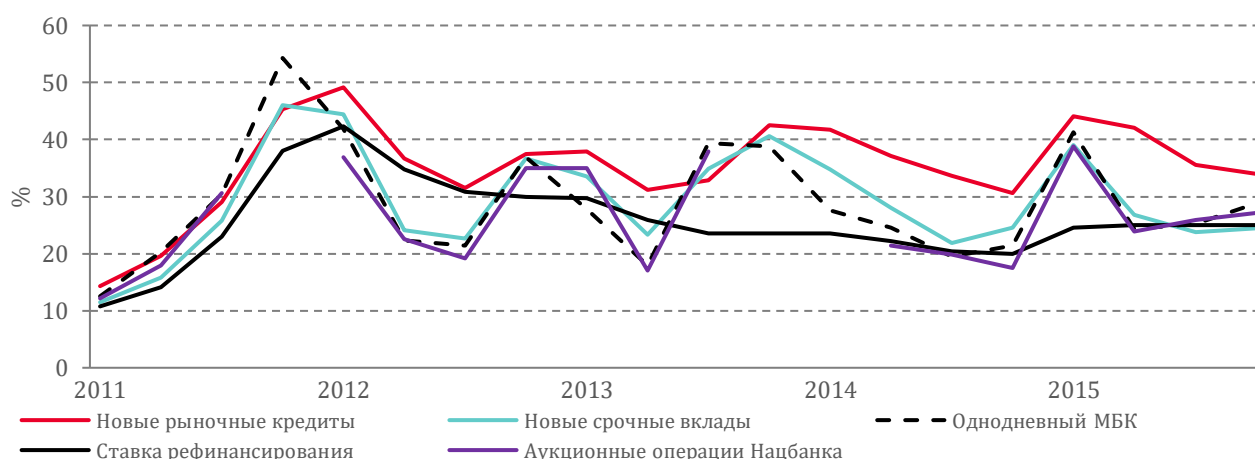
**Примечание:** повышение курсов белорусского рубля к иностранным валютам означает ослабление белорусского рубля. Положительный разрыв реального эффективного курса (РЭК) указывает на недооцененность белорусского рубля, отрицательный разрыв – на его переоцененность.

В 2014 г. внешние условия функционирования экономики Беларуси резко изменились: на Россию были наложены санкции, а цены на нефть упали, что привело к девальвации российского рубля на 68.5% в декабре 2014 г. к декабрю 2013 г. Сохранение Нацбанком Беларуси на этом фоне политики таргетирования курса белорусского рубля к доллару привело к масштабному укреплению белорусского рубля к российскому и формированию существенной переоцененности белорусской валюты в терминах реального эффективного курса (РЭК) к концу 2014 г. (рисунок 3.Б). В таких условиях чистый спрос на

иностранный валюту на внутреннем рынке резко вырос (рисунок 3.В). Вследствие ограниченности золотовалютных резервов (рисунок 3.Г) Нацбанк был вынужден пойти на поэтапную девальвацию белорусского рубля в 2015 г., а также объявить о переходе к монетарному таргетированию и повышении гибкости курсообразования.<sup>2</sup>

Реализация монетарной политики с элементами монетарного таргетирования в 1990-х гг. и таргетирования валютного курса в 2000–2014 гг. была сопряжена с повышенной волатильностью процентных ставок кредитно-депозитного рынка (рисунок 4). При применении обозначенных режимов Нацбанк имел ограниченные возможности по управлению внутренними процентными ставками, так как финансовый счет платежного баланса был не полностью закрыт, несмотря на присутствие валютных ограничений. В связи с этим сигнальная функция ставки рефинансирования была нарушена, а динамика ставок кредитно-депозитного рынка во многом определялась внешними факторами и колебаниями ликвидности банковской системы под влиянием валютных интервенций.

**Рисунок 4: Динамика номинальных процентных ставок в 2011–2015 гг.**



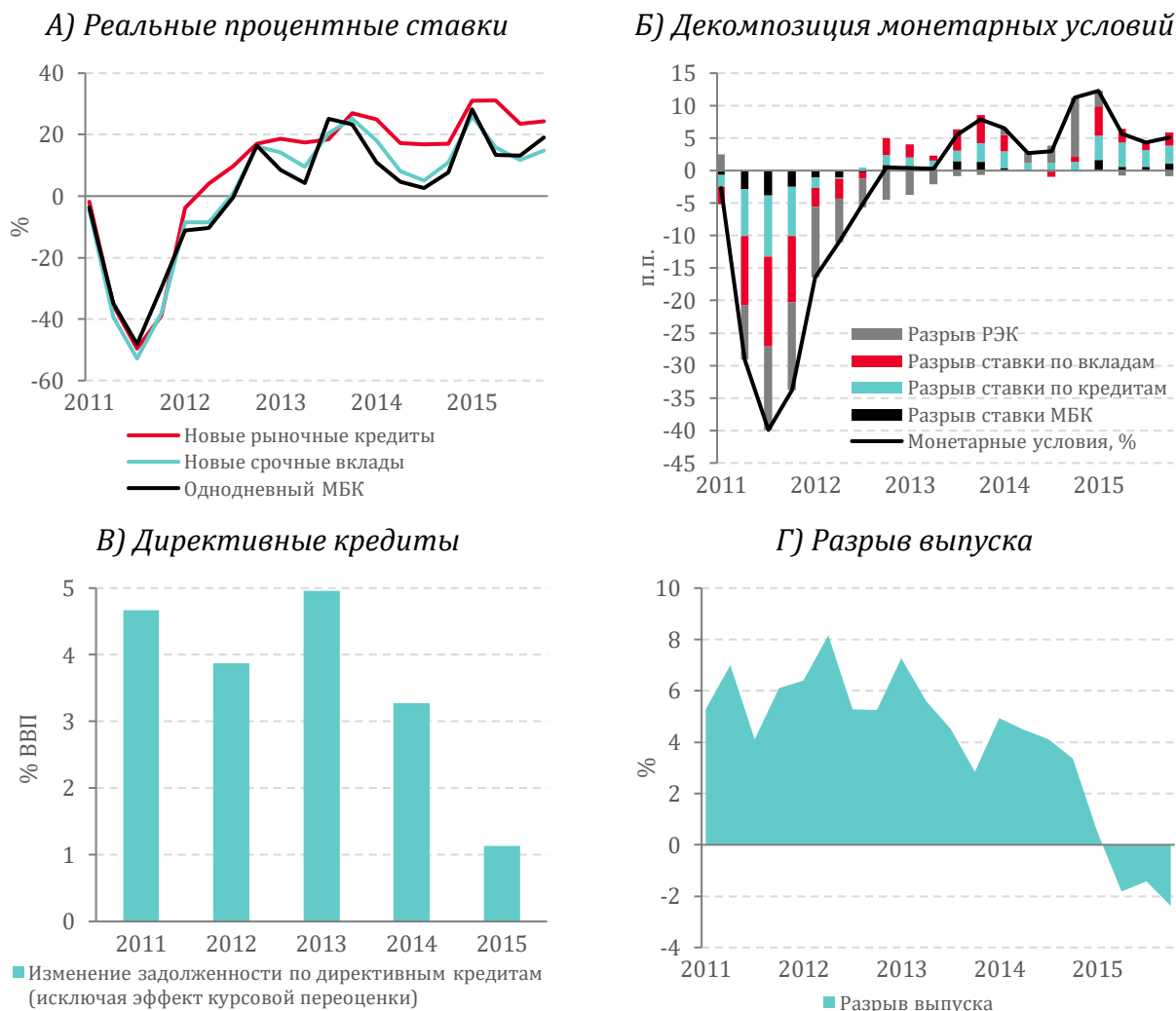
**Источник:** разработка автора на основе данных Нацбанка Беларуси.

Реальные процентные ставки по рыночным кредитам и срочным вкладам в белорусских рублях превышали свои нейтральные уровни в IV квартале 2012–2014 гг. (рисунок 5.А). Характер процентной политики Нацбанка и коммерческих банков оценивается как жесткий или сдерживающий экономическую активность в этот временной период. Сохранявшаяся до середины 2014 г. недооцененность белорусского рубля в значительной степени компенсировала рестрикционные эффекты процентных ставок на динамику ВВП (рисунок 5.Б), а активная практика льготного кредитования по

<sup>2</sup> О решениях Нацбанка по переходу к монетарному таргетированию и повышению гибкости курсообразования см.: <https://www.nbrb.by/press/3659> и <https://www.nbrb.by/press/4118>.

нерыночным ставкам (рисунок 5.В) поддерживала объем выпуска выше своего равновесного уровня (рисунок 5.Г). По мере выхода курса в область переоцененности во второй половине 2014 г. жесткость монетарных условий существенно возросла (рисунок 5.Б) и стала одним из ключевых циклических факторов экономического спада 2015 г.

**Рисунок 5: Состояние монетарных условий в 2011–2015 гг.**



**Источник:** разработка автора на основе данных Нацбанка Беларуси, расчетов на базе квартальной модели прогнозирования для Беларуси (QPM; Kharitonchik, 2023), Musil et al. (2018).

**Примечание:** положительные значения монетарных условий указывают на их сдерживающий характер для экономической активности, отрицательные значения – на стимулирующий характер. Разрыв выпуска представляет собой отклонение реального ВВП от своего потенциального (или равновесного) уровня, где под потенциальным понимается такой объем ВВП, который не оказывает ни дополнительного проинфляционного, ни дезинфляционного давления.

## 2. Характеристика монетарной политики с 2015 года до середины 2020 года

В начале 2015 г. Нацбанк объявил о переходе к режиму монетарного таргетирования. Смену режима Нацбанк обосновывал необходимостью увеличения эффективности монетарной политики и контролируемости инфляционных процессов.<sup>3</sup> Де-факто переход к монетарному таргетированию стал следствием валютного кризиса конца 2014 – начала 2015 гг. и невозможности дальнейшей фиксации курса белорусского рубля в условиях падения золотовалютных резервов (рисунок 3.Г).

В основу монетарного таргетирования в Беларуси была заложена традиционная для такого режима система целей монетарной политики. Конечной целью была заявлена ценовая стабильность, под которой понималось обеспечение низкой и предсказуемой инфляции, измеряемой индексом потребительских цен. Выполнение цели по инфляции предполагалось посредством контроля за денежным предложением, для чего промежуточным ориентиром монетарной политики была выбрана широкая денежная масса (денежный агрегат М3). Операционным ориентиром изначально была заявлена рублевая денежная база, однако ее целевое значение до 2021 г. Нацбанком не коммуницировалось, а с середины 2016 г. де-факто и с начала 2018 г. де-юре<sup>4</sup> по июль 2020 г. де-факто и декабрь 2020 г. де-юре операционным ориентиром являлась процентная ставка рублевого однодневного межбанковского рынка (ставка МБК).

Переход к монетарному таргетированию сопровождался повышенной волатильностью ставки МБК и процентных ставок кредитно-депозитного рынка в 2015 г. – первой половине 2016 г. (рисунок 6.А). В этот период Нацбанк стремился управлять денежным предложением и использовал рублевую денежную базу в качестве операционного ориентира. В условиях нестабильности спроса экономики на деньги и денежного мультипликатора (рисунок 6.В) управление объемом денег в экономике приводило к существенным колебаниям их цены. В результате в 2015–2016 гг. Нацбанк допускал существенные отклонения широкой денежной массы от промежуточного ориентира (рисунок 7.Б), проводя при этом жесткую монетарную политику (подробнее см. раздел 4) и достигая цели по инфляции с заметным запасом (рисунок 7.А).<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup> Подробнее см.: <https://www.nbrb.by/mp/target/current-mode> и <https://www.nbrb.by/press/3659>.

<sup>4</sup> См.: <https://www.nbrb.by/press/6991>.

<sup>5</sup> В 2015–2021 гг. количественное значение цели по инфляции на соответствующий год формулировалось как «не более определенного уровня».

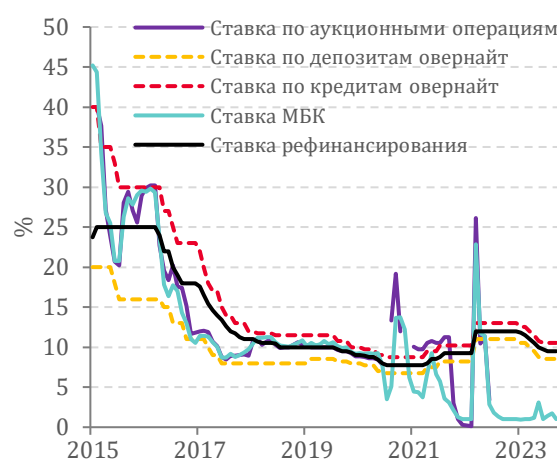
С середины 2016 г. динамика ставки МБК повторяла траекторию оцениваемой в квартальной модели прогнозирования (QPM; Kharitonchik, 2023) процентной ставки, соответствующей режиму гибкого таргетирования инфляции (рисунок 6.А). Это может означать, что в условиях неустойчивой функции спроса на деньги Нацбанк де-факто перешел к управлению процентными ставками с середины 2016 г.

**Рисунок 6: Номинальные процентные ставки и индикаторы денежного предложения в Беларуси 2015–2023 гг.**

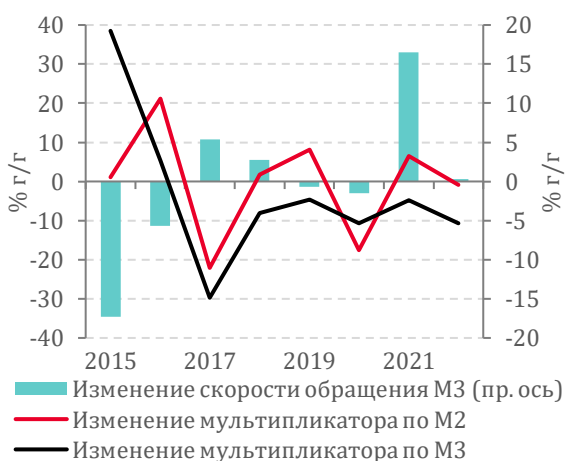
*А) Номинальные процентные ставки кредитно-депозитного рынка*



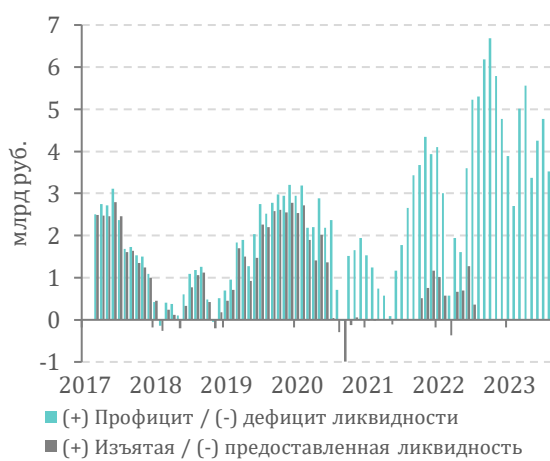
*Б) Коридор процентных ставок Нацбанка (данные месячной периодичности)*



*В) Изменение скорости обращения денег и денежного мультипликатора*



*Г) Ликвидность банковской системы*



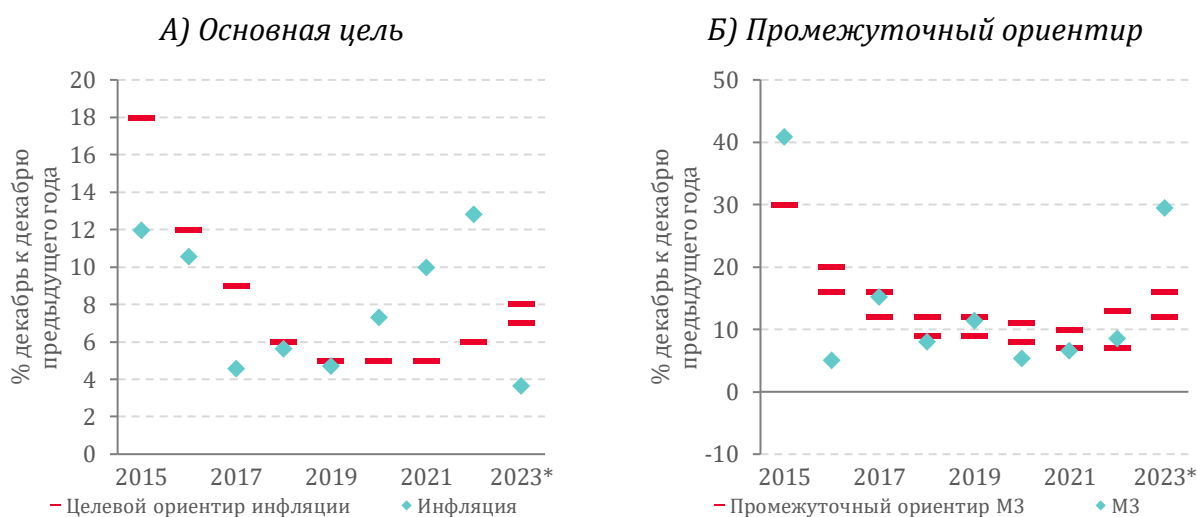
**Источник:** разработка автора на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата, расчетов на базе квартальной модели прогнозирования для Беларуси (QPM; Kharitonchik, 2023).

**Примечание:** ставка ИТ – уровень ставки МБК, соответствующий реализации монетарной политики в режиме таргетирования инфляции. Ставка ИТ моделируется посредством добавления к нейтральному уровню ставки МБК надбавки, определяемой исходя из ожидаемого отклонения инфляции от цели и положения экономики в бизнес-цикле. Подробнее см.: Kharitonchik (2023).



Неявное применение таргетирования инфляции продолжалось до середины 2020 г. В этот период Нацбанк обеспечивал динамику ставки МБК вблизи ставки рефинансирования посредством регулирования ликвидности банковской системы, а коридор процентных ставок по операциям регулирования ликвидности банков был существенно сужен и приведен к симметричному виду (рисунки 6.Б и 6.Г). Меры Нацбанка способствовали снижению волатильности ставки МБК, процентных ставок кредитно-депозитного рынка и усилению сигнальной функции ставки рефинансирования. В целом в период 2017–2019 гг. Нацбанку удавалось обеспечивать выполнение целевого ориентира инфляции (рисунок 7.А), проводя умеренно жесткую, близкую к нейтральной, монетарную политику (см. раздел 4).

**Рисунок 7: Выполнение целевых ориентиров монетарной политики**



**Источник:** разработка автора на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

**Примечание:** \* значения фактической инфляции и МЗ в 2023 г. приведены по состоянию за октябрь.

Важную роль в усилении результативности монетарной политики в 2017–2019 гг. сыграло повышение ее прозрачности, которое могло сопровождаться ростом доверия к Нацбанку. После смены монетарного режима в 2015 г. возросло количество и качество коммуникаций Нацбанка с общественностью, а с 2017 г. Нацбанк перешел к практике регулярных заседаний Правления по вопросам реализации монетарной политики, которые в 2018–2020 гг. проходили в соответствии с заранее объявленным графиком. Расширились коммуникации Нацбанка с экспертным сообществом, в том числе посредством регулярных встреч. С 2018 г. Нацбанк начал ежеквартально публиковать расширенный обзор инфляции, а также комментарий об отклонении РЭК от равновесного уровня. В 2019–2020 гг. заседания Правления Нацбанка по вопросам реализации монетарной политики сопровождались брифингами Председателя Правления. Важным

следствием развития институциональной и операционной среды монетарной политики стало существенное снижение инфляционных ожиданий в 2017–2019 гг. (Kruk, 2020).

Помимо повышения транспарентности монетарной политики росту эффективности действий Нацбанка и поддержке макроэкономической стабильности после рецессии 2015–2016 гг. вплоть до 2020 г. способствовала смена режима валютного курса. В начале 2015 г. Нацбанк отказался от привязки курса белорусского рубля к доллару и перешел к режиму управляемого плавающего валютного курса.<sup>6</sup> Какие-либо цели по уровню курса и темпам его изменения с этого момента не устанавливались, а динамика курсов белорусского рубля определялась соотношением спроса на иностранную валюту и ее предложения на внутреннем валютном рынке (рисунок 8).

С июня 2015 г. режим торгов основными иностранными валютами на бирже был изменен с фиксинга на непрерывный двойной аукцион, а Нацбанк формализовал правила курсовой политики. Правила курсовой политики регламентируют порядок осуществления Нацбанком валютных интервенций, которые используются для сглаживания резких колебаний корзины валют,<sup>7</sup> но не препятствуют формированию долгосрочной динамики курсов белорусского рубля.

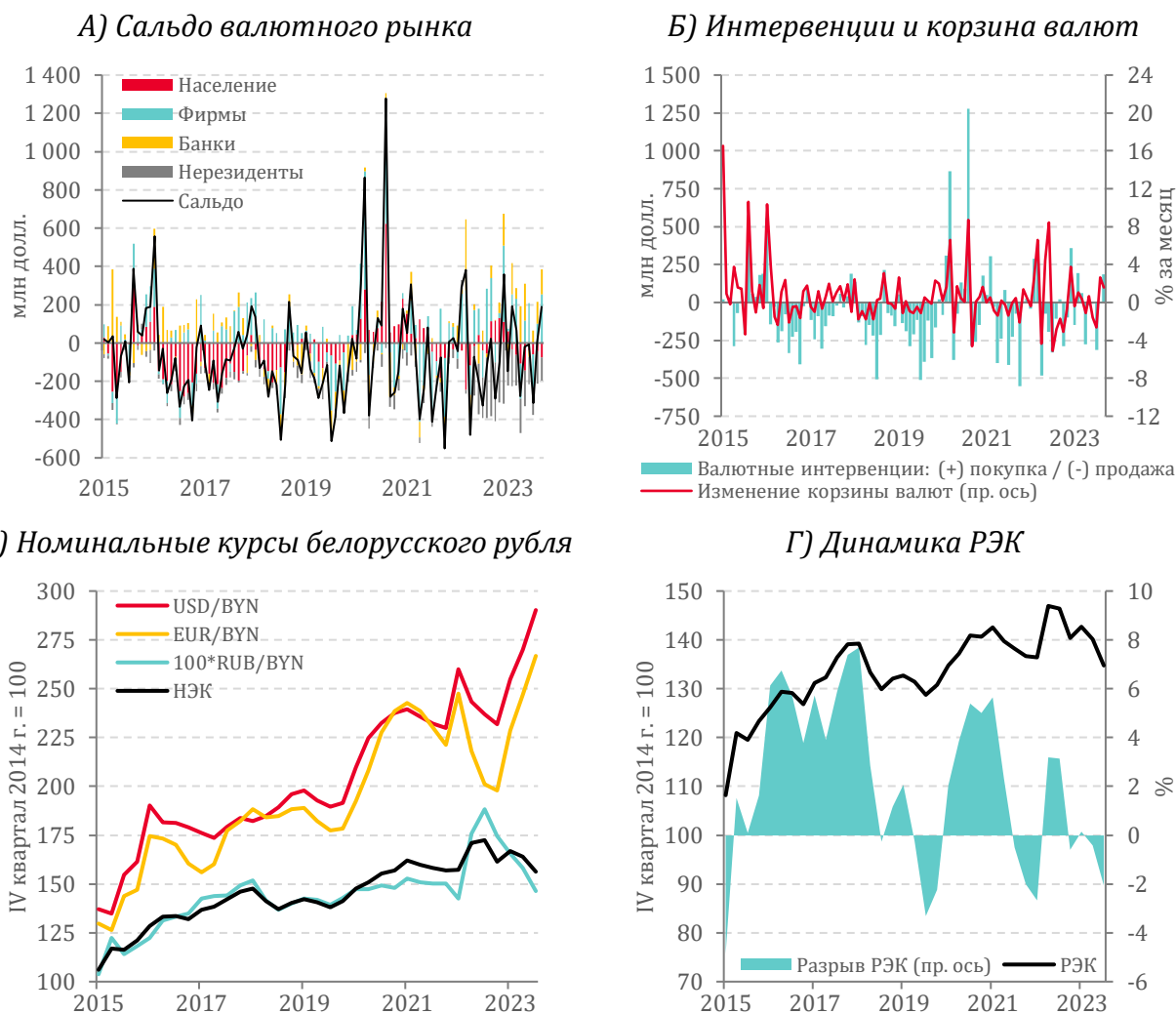
В рамках режима управляемого плавающего валютного курса Нацбанк с 2015 г. сохранял активное присутствие на внутреннем валютном рынке. Объем валютных интервенций в 2015–2019 гг. составлял в среднем 3.7% ВВП в месяц. За исключением периодов курсовых корректировок 2015 г. и начала 2016 г. Нацбанк преимущественно покупал иностранную валюту, балансируя таким образом спрос и предложение на валютном рынке (рисунок 8.Б). Такая политика позволяла избегать существенных (аналогичных IV кварталу 2014 г.) отклонений реального курса белорусского рубля от своего равновесного уровня (рисунок 8.Г).

---

<sup>6</sup> Подробнее см.: <https://www.nbrb.by/mp/target/exrate-policy> и <https://www.nbrb.by/press/4118>.

<sup>7</sup> С 9 января 2015 г. по 14 июля 2022 г. корзина иностранных валют состояла из доллара США, евро и российского рубля, с 15 июля 2022 г. в нее был добавлен китайский юань, а с 12 декабря 2022 г. исключен евро.

**Рисунок 8: Динамика показателей валютного рынка Беларуси в 2015–2023 гг.**



**Источник:** разработка автора на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

**Примечание:** на рисунке 8.Б 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), с января 2023 г. – корзина 3-х валют (доллар, российский рубль и китайский юань). НЭК и РЭК – соответственно номинальный и реальный эффективный курс белорусского рубля.

### 3. Монетарная политика с середины 2020 года

С середины 2020 г. Нацбанк де-факто отказался от поддержания ставки денежного рынка на уровнях, соответствующих достижению цели по инфляции в среднесрочной перспективе (рисунок 6.А). С 30 июня 2020 г. Нацбанком были введены ограничения на постоянно доступные и аукционные операции изъятия ликвидности банковской системы.<sup>8</sup> Впоследствии в 2020 г. под ограничения попали и

<sup>8</sup> См.: <https://www.nbrb.by/news/10406>.

постоянно доступные операции поддержки ликвидности. С 6 июля 2022 г. на неопределенный период были приостановлены аукционные операция регулирования ликвидности. Таким образом, Нацбанк прекратил регулировать ликвидность банков рыночными инструментами, и ограничения продолжали действовать на момент подготовки настоящего материала (ноябрь 2023 г.).

С 2021 г. Нацбанк де-юре отказался от использования процентной ставки МБК в качестве операционного ориентира монетарной политики и вернулся к показателю рублевой денежной базы. При этом де-юре в качестве основных показателей денежно-кредитной политики на 2022, 2023 и 2024 гг. устанавливались, помимо прочего, одновременно ориентиры по приросту широкой денежной массы, рублевой денежной базы, требований банков к экономике и уровню ставки рефинансирования.<sup>9</sup> Таким образом, Нацбанк стремится одновременно управлять и объемом денег в экономике, и ценой на них, что на практике выражается в реализации дискреционной монетарной политики.

В результате отхода Нацбанка от активного регулирования ликвидности банков волатильность ставки МБК существенно возросла в 2020–2022 гг. В условиях структурного профицита ликвидности банковской системы с середины 2022 г. она находилась вблизи 1–2% при гораздо большей инфляции (рисунки 9.А и 9.Б).

Формирование существенного избытка ликвидности в 2022 г. стало следствием активной эмиссионной политики Нацбанка, вероятно, связанной с возвращением фискального доминирования. Так, в 2022 г. Нацбанк влил в финансовую систему, как минимум, Br1.7 млрд через кредитование недепозитных финансовых организаций и Br1.9 млрд через покупку гособлигаций на вторичном рынке.<sup>10</sup> Дополнительным каналом эмиссии в 2022–2023 гг. стала нестерилизуемая покупка Нацбанком иностранной валюты на бирже (рисунок 9.Г). В результате эмиссионных операций прирост денежной базы в 2022–2023 гг. сильно ускорился (рисунок 9.В), а прирост ее рублевой составляющей по итогам 2022 г. в два раза превзошел уровень операционной цели.

Нацбанку не удалось осуществить согласованного выполнения ориентиров монетарной политики в 2020–2023 гг. Так, инфляция в 2020–2022 гг. складывалась существенно выше таргетируемых уровней, в то время как рост денежной массы складывался вблизи

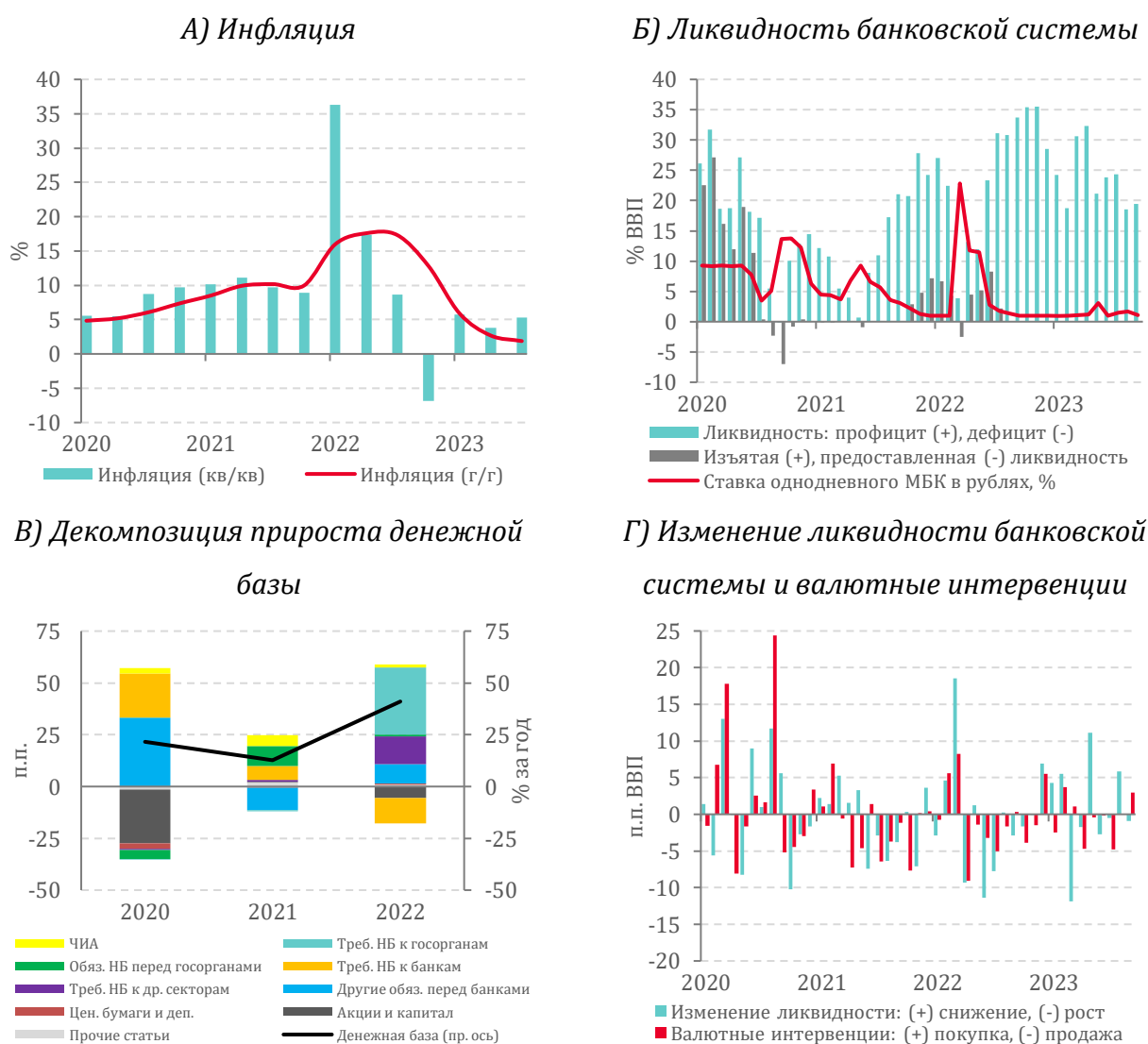
---

<sup>9</sup> Подробнее см. в Основных направлениях денежно-кредитной политики Республики Беларусь.

<sup>10</sup> Вложения Нацбанка в ценные бумаги правительства выросли на Br4.2 млрд за 2022 г. (вероятно, через покупку облигаций на вторичном рынке у госбанков), но Br2.26 млрд из этой суммы были использованы банками для погашения задолженности перед Нацбанком.

нижней границы ее целевого диапазона (рисунок 7). Такая динамика целевых ориентиров монетарной политики указывает на неустойчивость функции спроса экономики на деньги и денежного мультипликатора в рассматриваемый период, нестабильность и трудную прогнозируемость скорости обращения денег в условиях подверженности белорусской экономики для шоков (рисунок 6), а также на отсутствие строгой приверженности Нацбанка достижению конечного целевого ориентира монетарной политики – инфляции – в условиях смещения фокуса политики на поддержку экономической активности с высокой толерантностью к инфляционным рискам.

**Рисунок 9: Динамика показателей монетарной политики и состояния ликвидности банковской системы в Беларуси в 2019–2023 гг.**



**Источник:** разработка автора на основе данных Белстата, Нацбанка 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. Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в программе JDemetra+.

Помимо фактической потери операционной независимости в последние годы заметно деградировала институциональная среда реализации монетарной политики. Повышение прозрачности (или транспарентности) монетарной политики и подотчетности Нацбанка перед обществом перестали быть приоритетным направлением институционального развития. Частота и наполнение коммуникаций Нацбанка и публикуемых им данных и аналитических материалов существенно сократились в 2022 г. Брифинги по итогам заседаний правления с начала 2022 г. перестали проводиться, график заседаний Правления перестал быть публичным с марта 2021 г. Встречи с экспертным сообществом в последние годы также прекратились.

Подход к установлению и объявлению цели по инфляции также вносит неопределенность и не способствует накоплению доверия к Нацбанку. Повышение таргета в конце 2022 г. с 5% до 7–8% на 2023 г. не было обосновано, явных инфляционных ориентиров для бизнеса и населения на 2024 г. не было представлено вплоть до конца августа 2023 г., а на среднесрочную перспективу они отсутствуют. В таких условиях инвестиционное планирование и прогнозирование затрудняется, а доверие к монетарным властям в будущем вновь придется завоевывать с большими усилиями.

#### **4. Характер монетарной политики и сформированных ей монетарных условий в 2015–2023 гг.**

После перехода в 2015 г. к режиму монетарного таргетирования можно выделить три периода, характеризовавшихся различной степенью жесткости монетарной политики (рисунок 10.А). С начала 2015 г. до середины 2016 г. Нацбанк реализовал жесткую монетарную политику – реальная ставка МБК значительно превосходила свой равновесный уровень. После девальвации белорусского рубля в 2015 г. Нацбанк проводил рестрикционную политику для сдерживания инфляции и инфляционных ожиданий, формирования благоприятных условий для сбережений в национальной валюте и, в целом, для купирования повышенных инфляционных рисков.

Замедление инфляции позволило Нацбанку существенно смягчить монетарную политику во второй половине 2016 г., и до середины 2020 г. она имела умеренно сдерживающий, близкий к нейтральному, характер

(рисунок 10.А). Консервативный подход Нацбанка к смягчению политики и ее сохранение в области умеренной жесткости в этот период объяснялись необходимостью закоревания инфляционных ожиданий населения и бизнеса вблизи таргетируемого в тот период среднесрочного уровня инфляции 5% г/г.

**Рисунок 10: Характер денежно-кредитной политики Нацбанка и процентной политики коммерческих банков**

*А) Разрывы реальных процентных ставок*



*Б) Равновесные реальные ставки*



*В) Монетарные условия*



*Г) Характер процентной политики*



**Источник:** разработка автора на основе QPM (Kharitonchik, 2023).

**Примечание:** реальные ставки рассчитаны путем корректировки номинальных ставок на ожидаемую годовую инфляцию в предстоящем квартале, оцененную в рамках QPM. Равновесная ставка – это уровень реальной ставки, соответствующий темпам роста потенциального ВВП и равновесного реального эффективного курса белорусского рубля. Отклонение реальной процентной ставки от своего нейтрального уровня определяет разрыв процентной ставки. Положительный разрыв процентной ставки указывает на сдерживающий экономическую активность характер процентной политики, отрицательный – на стимулирующий характер.

С середины 2020 г. Нацбанк отказался от использования ставки МБК в качестве операционного ориентира монетарной политики и ее уровень начал полностью определяться состоянием ликвидности банковского

сектора. С сентября по ноябрь 2020 г. ставка МБК оставалась повышенной относительно равновесного уровня из-за ухудшения состояния ликвидности банковской системы в острый период социально-политического кризиса. В 2021 г. ставка МБК опустилась ниже равновесного уровня в среде структурного профицита ликвидности. В 2022 г. мягкость денежно-кредитной политики существенно усилилась вследствие смещения приоритета Нацбанка со сдерживания инфляции на поддержку экономической активности. В 2023 г. денежно-кредитная политика сохраняла стимулирующий характер (рисунок 10.А).

Ужесточение монетарной политики в 2015 г. транслировалось в существенное повышение реальных процентных ставок кредитно-депозитного рынка и сформировало жесткие денежно-кредитные условия со стороны процентных ставок (рисунки 10.Г). Процентные ставки по срочным депозитам превышали свои равновесные уровни вплоть до середины 2016 г. и начали активно снижаться в II квартале 2016 г. в условиях стабилизации ситуации на внутреннем финансовом рынке и де-факто переходу Нацбанка к использованию ставки МБК в качестве операционного ориентира монетарной политики.<sup>11</sup> Процентные ставки по рыночным рублевым кредитам оставались повышенными относительно равновесных значений вплоть до конца 2017 г. в связи с сохранением высоких рисков и неопределенности экономического развития, в том числе двукратного повышения удельного веса проблемных активов банков за 2016 г.<sup>12</sup> В период 2018–2019 гг., который можно охарактеризовать как период макроэкономической стабильности, процентные ставки кредитно-депозитного рынка поддерживались вблизи своих равновесных уровней (рисунок 10.А).

В 2020 г. ставки по вкладам и кредитам характеризовались повышенной волатильностью из-за воздействия на них пандемии COVID-19 и социально-политической напряженности после президентских выборов в Беларуси. Средняя ставка по срочным рублевым вкладам колебалась вблизи нейтрального уровня до IV квартала 2021 г., заметно снизившись в дальнейшем в условиях колоссального и устойчивого профицита ликвидности у коммерческих банков. С октября 2022 г. по октябрь 2023 г. средняя ставка по новым срочным рублевым вкладам колебалась в диапазоне 2–4%. Такой размер доходности

---

<sup>11</sup> Снижение ставок по депозитам в 2016 г. также было связано с административными рычагами Нацбанка, который рекомендовал банкам понизить ставки. См.: <https://neg.by/novosti/otkrytj/stavki-pora-snizhat-no-ochen-akkuratno/>.

<sup>12</sup> Доля проблемных активов в активах банков, подверженных кредитному риску, увеличилась с 6.8% на начало 2016 г. до 14.9% на 1 ноября 2016 г. К началу 2017 г. доля снизилась до 12.8% и осталась на этом уровне на начало 2018 г.



депозитов является исторически минимальным для Беларуси. Оценки на базе QPM показывают, что реальные ставки по рублевым вкладам существенно недотягивали до нейтральных уровней в 2022–2023 гг. (рисунки 10.А и 10.Б).

Процентная политика банков в отношении рублевых кредитов имела в среднем близкий к нейтральному характер в 2021 г. и смягчилась в 2022 г. более умеренным образом в сравнении с депозитной политикой. Это может быть связано с сохранением повышенных рисков кредитования для банков в среде высоких рисков для перспектив экономики Беларуси. Тем не менее, большой объем избыточной и неизымаемой Нацбанком ликвидности подталкивал банки к понижению стоимости кредитных ресурсов. Номинальная средняя процентная ставка по новым рыночным кредитам в белорусских рублях в 2023 г. последовательно переписывала исторические минимумы, опустившись к 8.2% по итогам августа (8.6% в октябре 2023 г.). Как и в случае со ставками МБК и по вкладам, реальная средняя ставка по кредитам оценивается ниже нейтрального уровня в 2022–2023 гг. (рисунки 10.А и 10.Б). Смягчение условий кредитования подтверждается и результатами опросов банков, которые проводит Нацбанк.<sup>13</sup> При этом в 2023 г. смягчались условия не только в части процентной ставки, но и неценовых характеристик: расширился спектр кредитных продуктов, удлинились сроки кредитов, ослаблены требования к обеспечению и финансовому положению заемщиков. Все это является прямым следствием экспансионистской денежно-кредитной политики Нацбанка, хотя определенное влияние оказывала также адаптация финансового сектора, бизнеса и населения к изменившимся условиям функционирования.

Под влиянием мягких денежно-кредитных условий, а также адаптации банковской системы, бизнеса и населения к функционированию в изменившихся условиях, с III квартала 2022 г. наблюдалось значительное усиление кредитного импульса – объем нового банковского кредита экономике увеличивался быстрее роста номинального ВВП (рисунок 11.А). На фоне сильного кредитного импульса высокими темпами во второй половине 2022–2023 гг. росла и задолженность населения и предприятий по банковским кредитам (рисунок 11.Б).

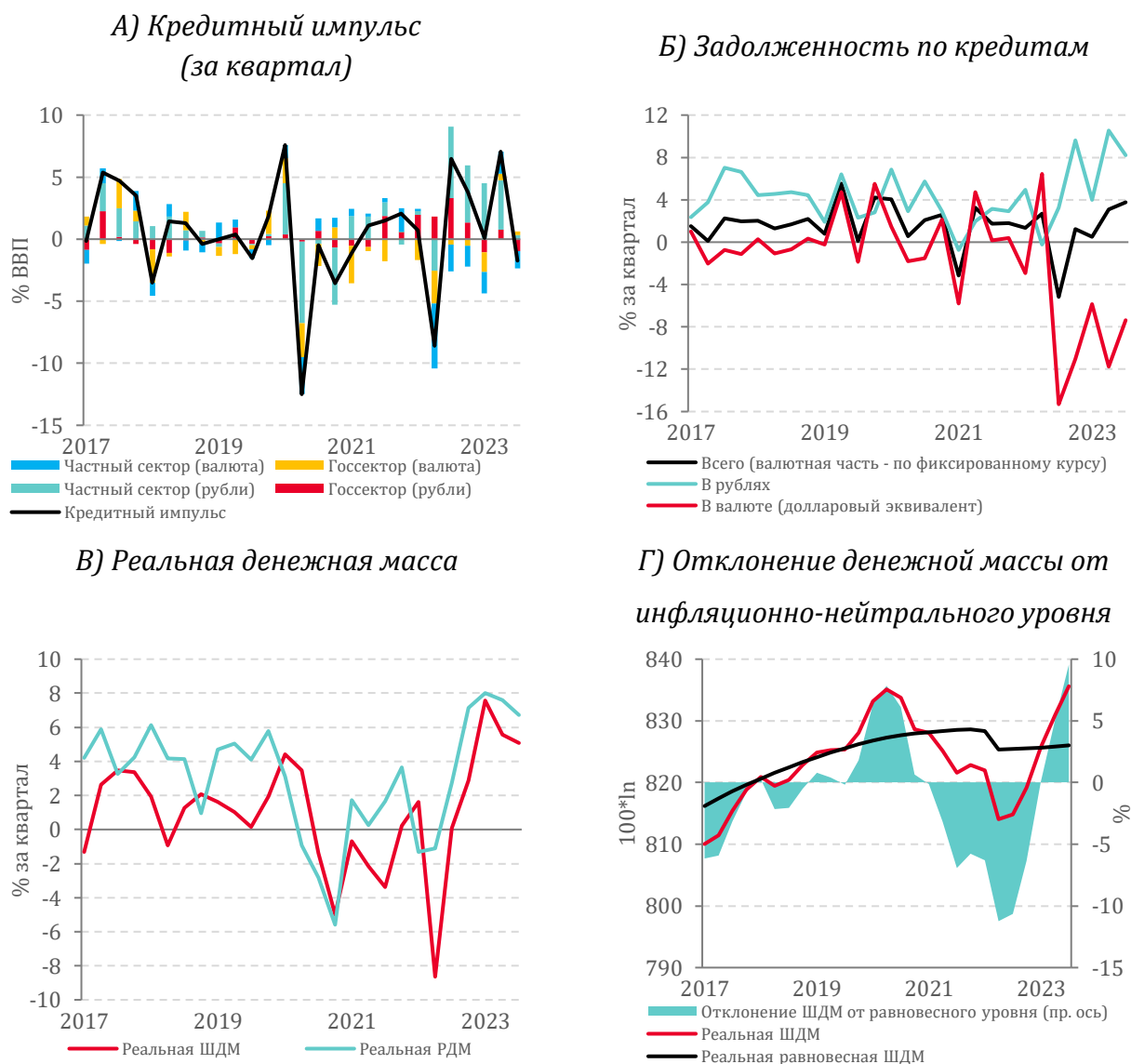
В среде возросшей кредитной активности высокими темпами во второй половине 2022 г. – первой половине 2023 г. увеличивалась денежная масса (рисунок 11.В). Рост денежной массы заметно превосходил инфляционно-нейтральные темпы (которые соответствуют изменению

---

<sup>13</sup> См.: [https://www.nbrb.by/publications/creditsmonitoring/cm\\_2023\\_2.pdf](https://www.nbrb.by/publications/creditsmonitoring/cm_2023_2.pdf).

потенциального ВВП и равновесной скорости обращения денег). По итогам III квартала 2023 г. объем реальной денежной массы мог почти на 10% превысить инфляционно-нейтральный уровень (рисунок 11.Г). Это указывает на накопление инфляционного навеса, сформированного под влиянием мягкой денежно-кредитной политики, противоречащей заявленному Нацбанку режиму монетарного таргетирования.

**Рисунок 11: Динамика кредитной активности и денежной массы (с устранением сезонности)**



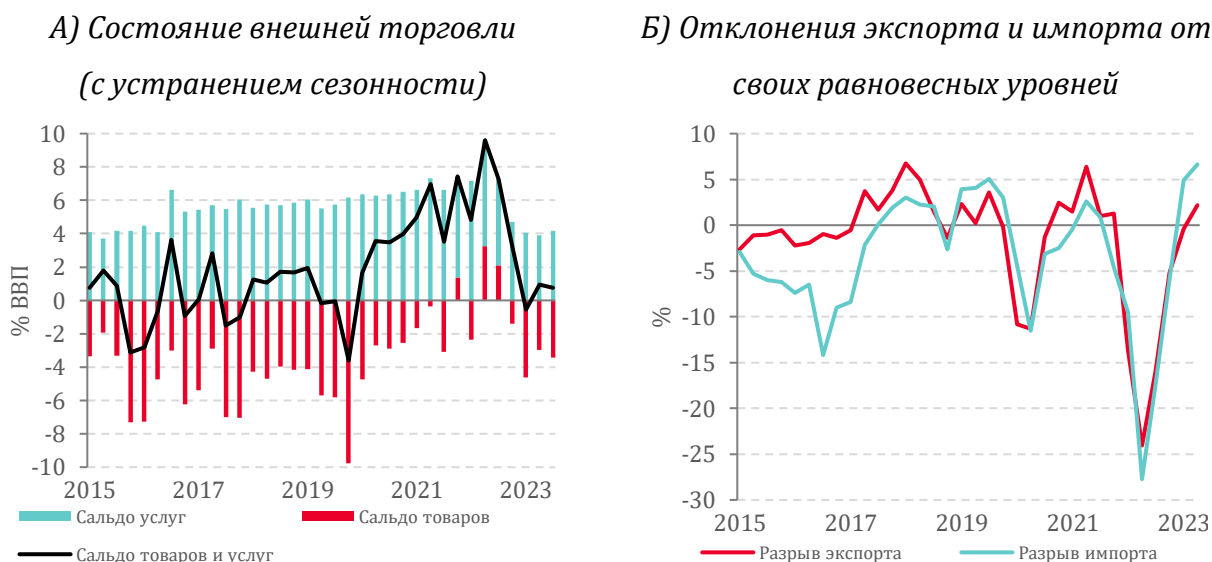
**Источник:** разработка автора на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата, QPM (Kharitonchik, 2023).

**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  $t$ . ШДМ – широкая денежная масса. РДМ – рублевая денежная масса. Реальный прирост денежной массы рассчитан путем дефлирования номинального прироста на изменение ИПЦ за квартал (с устранением сезонности). Инфляционно-нейтральный уровень

реальной ШДМ рассчитан как сумма потенциального ВВП (оцененного на базе QPM) и равновесной скорости обращения денег (рассчитанной с использованием ИПЦ на базе применения фильтра Ходрика-Прескотта).

В части валютного курса монетарные условия на протяжении большей части 2015–2023 гг. были мягкими (рисунок 10.В). Переход к режиму управляемого плавающего валютного курса в 2015 г. сопровождался формированием недооцененности белорусского рубля. Существенная недооцененность национальной валюты сохранялась вплоть до III квартала 2018 г., а во второй половине 2019 г. белорусский рубль вышел в область небольшой переоцененности в терминах РЭК (рисунок 8.Г). Курс белорусского рубля вновь превысил равновесный уровень в 2020 г. из-за ослабления рубля к валютам стран – торговых партнеров вследствие ажиотажного спроса на иностранную валюту в марте 2020 г. и после президентских выборов в августе 2020 г. (рисунок 8.А).

**Рисунок 12: Состояние внешней торговли Беларуси в 2015–2023 гг.**



**Источник:** разработка автора на основе данных Нацбанка Беларуси, QPM (Kharitonchik, 2023).

**Примечание:** разрывы экспорта и импорта представляют собой отклонения объемов экспорта и импорта товаров и услуг (в постоянных ценах) от своих равновесных уровней (на рисунке – по II квартал 2023 г.).

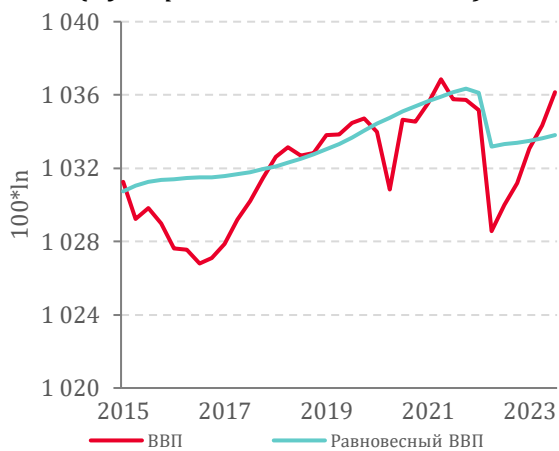
Недооцененность рубля снижалась в 2021 г. в условиях профицита текущего счета и в IV квартале 2021 г. национальная валюта временно вышла в область переоцененности. Масштабное ослабление белорусской валюты к российской, наблюдавшееся в II квартале 2022 г. после ужесточения санкционных режимов в отношении Беларуси и России, вновь обусловило формирование недооцененности белорусского рубля, которая постепенно сокращалась в течение второй половины 2022–2023 гг. благодаря сохранению профицита внешней торговли товарами и услугами (рисунок 12.А).

## 5. Влияние монетарных условий на экономическую активность и инфляцию в 2017–2023 гг.

В последние годы со стороны валютного курса в целом отмечалась поддержка ВВП – вклад курсового фактора в разрыв выпуска оценивается положительным на протяжении подавляющего большинства кварталов в 2017–2023 гг. (рисунок 13.Б). Недооцененность белорусского рубля стимулировала ценовую конкурентоспособность белорусских производителей, что способствовало росту физических объемов экспорта и их нахождению выше равновесного уровня вплоть до начала 2022 г. (рисунок 12.Б). Падение экспорта в 2020 г. было преимущественно связано с негативным воздействием пандемии на внешний спрос, а в 2022 г. стало результатом ужесточения санкционной политики США, ЕС, Великобритании и ряда других стран в отношении ключевых секторов белорусской экономики.

**Рисунок 13: Влияние монетарных условий на ВВП**

А) Динамика ВВП в постоянных ценах (с устранением сезонности)



Б) Вклад монетарных условий в разрыв выпуска



**Источник:** разработка автора на основе QPM (Kharitonchik, 2023).

**Примечание:** разрыв выпуска – отклонение наблюдаемого реального ВВП от своего равновесного (потенциального) уровня, где под равновесным понимается такой объем ВВП, который не ведет к формированию ни проинфляционного, ни дезинфляционного давления.

Со стороны процентных ставок в 2017–2020 гг. вклад в динамику выпуска был близок к нейтральному. В 2021 г. на фоне восстановления экономической активности в Беларуси влияние процентных ставок на разрыв выпуска стало стимулирующим, а в 2022–2023 гг. их стимулирующий эффект заметно увеличился в среде придания денежно-кредитной политики статуса инструмента поддержки экономической активности (рисунок 13.А). Экспансионистская денежно-

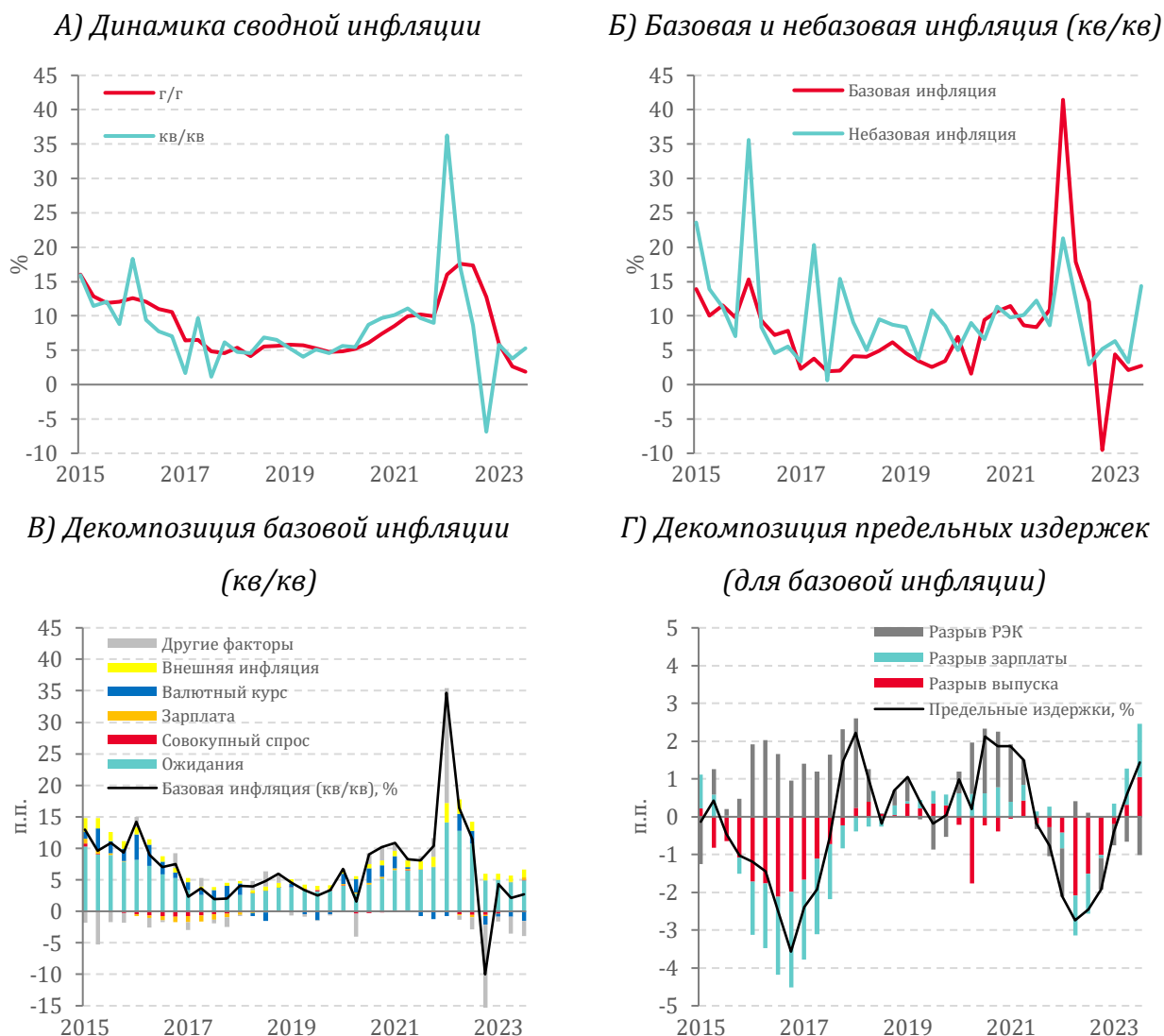
кредитная политика стала одним из драйверов быстрого восстановления экономической активности во второй половине 2022 – первой половине 2023 г. Отрицательный разрыв выпуска, расширившийся в II квартале 2022 г. вследствие ужесточения санкционной политики США, ЕС, Великобритании и других стран, нейтрализовался в 2023 г. и в II–III кварталах 2023 г. объем ВВП превышал свой равновесный уровень (рисунок 13.А).

С 2017 г. по середину 2020 г. инфляция в Беларуси колебалась вблизи уровня 5%, который являлся таргетируемым в тот период (рисунки 14.А и 14.Б). Инфляционное влияние предельных издержек было небольшим, импортируемая инфляция не оказывала дополнительного инфляционного давления, а инфляционные ожидания оставались на исторически низких уровнях (рисунок 14.В). Инфляционное влияние предельных издержек, аппроксимируемых разрывами выпуска, заработной платы и реального эффективного курса, было минимальным (рисунок 14.Г), импортируемая инфляция не оказывала дополнительного инфляционного давления, а инфляционные ожидания оставались на исторически низких уровнях (рисунок 14.В).

Во второй половине 2020 г. инфляция в Беларуси начала ускоряться под влиянием ослабления белорусского рубля, повышения инфляционных ожиданий на фоне социально-политического кризиса, а также увеличения импортируемой инфляции в условиях глобального повышения темпов роста цен на сырьевые товары, удорожания транспортировки товаров и удлинения сроков поставок (рисунок 14.В). Дополнительное инфляционное давление в 2020 г. оказывал превышающий равновесные темпы рост реальных зарплат (рисунок 14.Г). Так как монетарная политика с середины 2020 г. фактически перестала активно применяться для сдерживания инфляции, действие большинства обозначенных факторов сохранилось в 2021 г., по итогам которого прирост потребительских цен в Беларуси достиг 10%.

В I квартале 2022 г. инфляция в Беларуси существенно ускорилась (рисунок 14.А). Всплеск инфляции в рамках QPM объясняется шоком, который в I квартале 2022 г. инкорпорирует масштабный взлет инфляционных и девальвационных ожиданий в условиях введения жестких санкций в отношении России и Беларуси после начала военных действий в Украине (рисунок 14.В). В II–III кварталах 2022 г. наблюдалось коррекционное замедление инфляции на фоне ослабления экономической активности и падения реальных зарплат. При этом темпы роста цен сохранялись исторически высокими из-за увеличения издержек предприятий в связи с перестройкой производственно-логистических и финансовых цепочек, а также недооцененностью рубля (рисунок 14.Г).

**Рисунок 14: Динамика и факторы инфляции в Беларуси в 2015–2023 гг.**



**Источник:** разработка автора на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата, QPM (Kharitonchik, 2023).

**Примечание:** рисунки 14.В и 14.Г построены на основе сезонно сглаженных логарифмированных данных. Г/г – темп прироста период к соответствующему периоду предыдущего года; кв/кв – аннуализированный темп прироста квартал к предыдущему кварталу с устранением сезонности.

В IV квартале 2022 г. было зафиксировано уникальное для Беларуси снижение потребительских цен. Правительство в октябре приняло постановление № 713, которое ввело строгое ценовое регулирование примерно на 85% позиций потребительской корзины: производителей обязали согласовывать отпускные цены с госорганами, для импортеров и организаций торговли установили предельные максимальные надбавки вне зависимости от количества посредников и др.<sup>14</sup> Ритейлеры в октябре-ноябре 2022 г.

<sup>14</sup> См.: <http://www.mart.gov.by/activity/tsenovaya-politika/primenenie-postanovleniya-soveta-ministrov-respubliki-belarus-ot-19-oktyabrya-2022-g-713-o-sisteme-r/>.

были вынуждены скорректировать цены для приведения их в соответствие с положениями постановления № 713.

В январе – сентябре 2023 г. инфляция в Беларуси оставалась низкой (рисунки 14.А и 14.Б). В сентябре 2023 г. годовой прирост потребительских цен опустился до исторически минимального значения в 2.0%, несмотря на усиление ценового давления со стороны внутреннего спроса и рынка труда (рисунок 14.Г). Такая динамика инфляции объясняется действием тотального ценового контроля – постановление № 713 де-факто оставалось единственным регулятором инфляции в Беларуси по состоянию на сентябрь 2023 г. Продолжительное сочетание тотального контроля за ценами с чрезмерно мягкой монетарной политикой ведет к формированию инфляционного навеса – потенциала отложенного ускоренного роста цен. Инфляционный навес оценивается на базе QPM в размере 4–8% на конец III квартала 2023 г.

Продолжительное применение дискреционной монетарной политики в Беларуси может в определенный момент времени вступить в сильное противоречие с необходимостью обеспечения макроэкономической стабильности. Вопрос стабильности может стать преобладающим над проблемой экономической роста из-за крайне высокой неопределенности развития белорусской экономики и ее сильной уязвимости для шоков. Как в случае демократических преобразований в Беларуси, так и при их отсутствии (но, к примеру, усилении негативных проявлений в экономике России), может потребоваться задействование инструментов монетарной политики для недопущения масштабной макроэкономической дестабилизации, которая может иметь длительные негативные последствия для экономического роста (Ramey & Ramey, 1995; Raju & Acharya, 2020).

Результаты исследования Д. Крука (2023), основанные на опросах экспертов в области макроэкономики, указывают на многогранность слабых сторон монетарной политики в Беларуси, в первую очередь связанных с несоответствием ее институционального дизайна в Беларуси передовым стандартам, а также присутствием множественных архаичных практик и рудиментов. При этом важнейшими рекомендациями экспертов для усиления стабилизирующей роли монетарной политики являются обеспечение независимости Национального банка, избавление от волюнтаризма и необходимость четкой иерархии целей монетарной политики (Крук, 2023).

## Литература

Крук, Д. 2023. Что нужно для укрепления макроэкономической стабильности в Беларуси? *BEROC Working Paper Series*. WP no 85.

Kharitonchik, A. 2023. Quarterly projection model for Belarus: methodological aspects and practical applications. *BEROC Working Paper Series*. WP no 82.

Kruk, D.E. 2020. Exploring SVAR-based empirical measure of inflation expectations for Belarus: implications for monetary policy. *Journal of Belarusian State University. Economics*. No 1. PP. 4–16.

Musil, K., Pranovich, M., Vlcek, J. 2018. Structural quarterly projection model for Belarus. *IMF Working Paper*. No WP/18/254.

Raju, Y N, Acharya, D. 2020. Revisiting the volatility-growth relationship: some cross country evidence, 1978–2017. *Cogent Economics & Finance*. Vol. 8, No. 1.

Ramey, G., Ramey, V.A. 1995. Cross-country evidence on the link between volatility and growth. *The American Economic Review*. Vol. 85, No. 5.