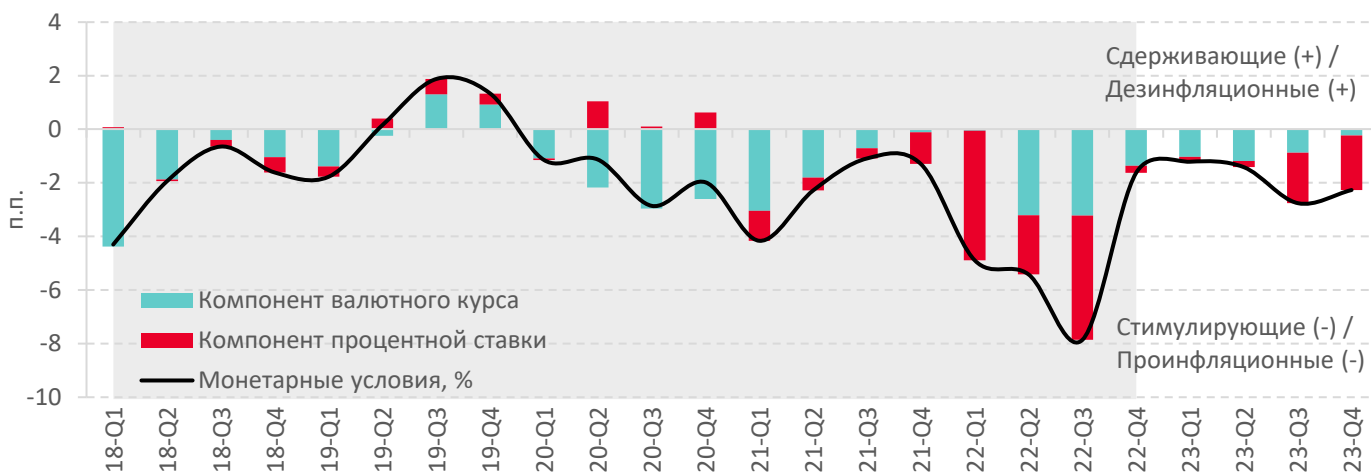


## Степень мягкости монетарных условий уменьшилась в IV квартале

Монетарные условия в IV квартале 2022 г. сохраняли стимулирующий характер, однако масштаб поддержки экономической активности сократился (рис 1). Белорусский рубль в среднем за IV квартал укрепился к валютам стран – основных торговых партнеров, что выразилось в уменьшении его недооцененности более чем в два раза в сравнении с предыдущим кварталом. Процентные ставки межбанковского и кредитно-депозитного рынков в IV квартале в среднем оставались ниже своих нейтральных значений, что в некоторой степени поддерживало процесс адаптации белорусской экономики к новым реалиям. В 2023 г. Национальный банк может продолжить обеспечивать стимулирующий характер монетарных условий, отдавая приоритет поддержке экономической активности над купированием инфляционных рисков.

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. Подробнее см. в WP BEROC no. 82 «Квартальная модель прогнозирования для Беларуси: методологические аспекты и практическое применение».

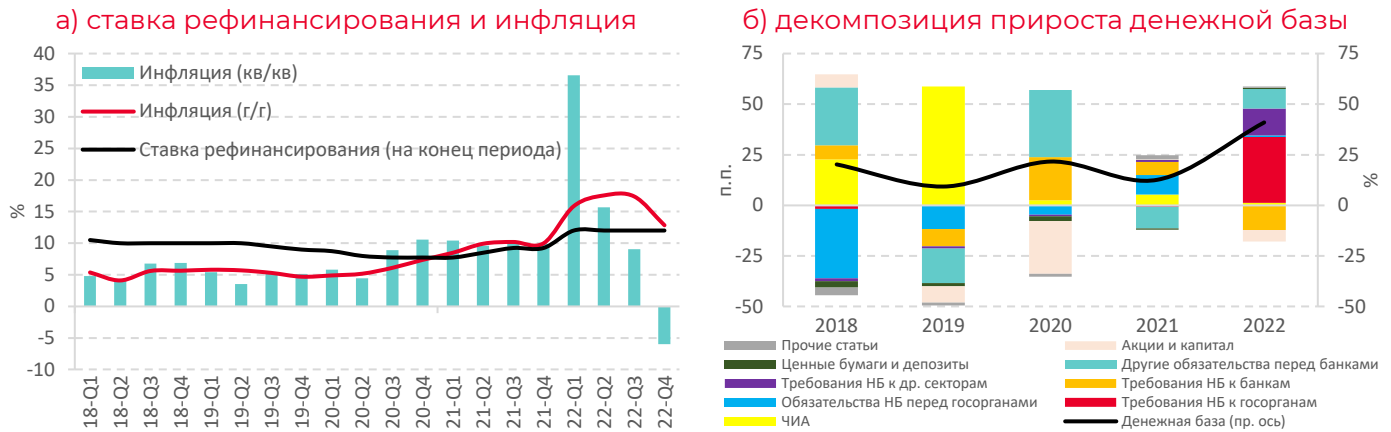
Ни BEROC, ни лица, его представляющие, не могут быть ответственными за использование информации, содержащейся в данном бюллетене. Несмотря на всю тщательность подготовки материала, ни BEROC, ни лица, его представляющие, не дают каких-либо гарантий и не принимают на себя какой-либо ответственности и обязательств 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 в IV квартале 2022 г. оставалась экспансионистской

Нацбанк не изменял ставку рефинансирования в IV квартале: она находилась на уровне 12% (рис 2.а) и была понижена до 11,5% с 23 января 2023 г. Сохранился подход Нацбанка к регулированию ликвидности – аукционные и постоянно доступные операции были под запретом и не осуществлялись. Как итог, банковская система функционировала в условиях рекордного объема избыточной и не изымаемой Нацбанком ликвидности (рис 3.б).

Рис 2. Динамика показателей монетарной политики



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

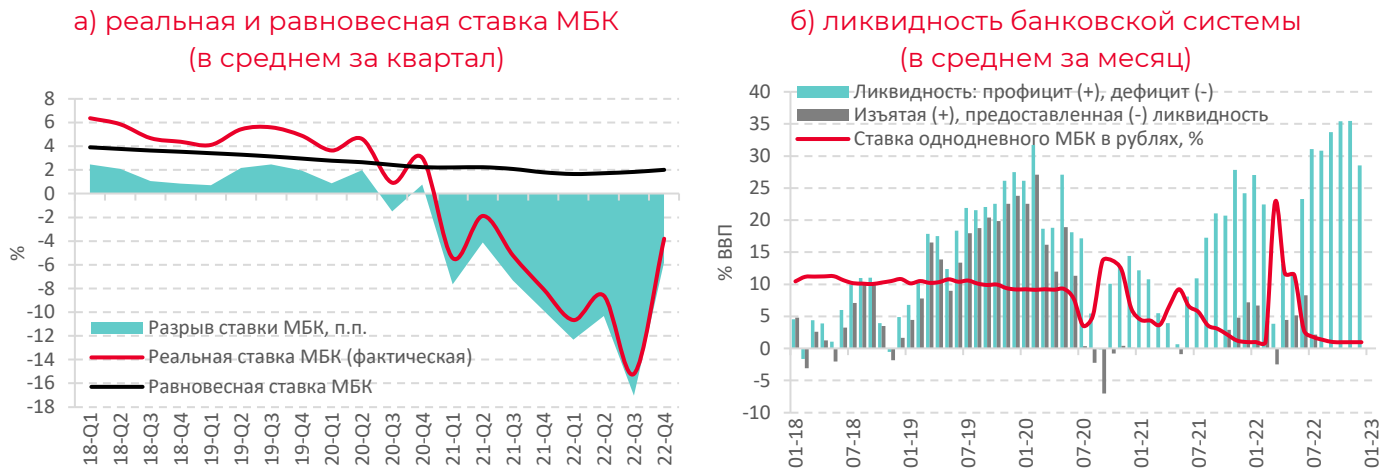
**Примечание:** здесь и далее г/г – темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу соответствующего квартала предыдущего года; кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности. Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры 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).

Сформировавшийся в прошлом году колоссальный профицит ликвидности во многом стал следствием неконвенциональных мер смягчения денежно-кредитной политики (рис 2.б). Нацбанк на Br4,2 млрд (в 22 раза) нарастил вложения в ценные бумаги правительства за 2022 г., при этом почти Br1,9 млрд прироста пришлось на IV квартал. Около Br2,26 млрд из этой суммы не порождали эмиссионного результата, поскольку были использованы для погашения кредитной задолженности банков перед Нацбанком. Однако оставшиеся ~Br1,9 млрд можно рассматривать в качестве «белорусского аналога» количественного смягчения. Дополнительный эмиссионный эффект имело наращивание Нацбанком требований к недепозитным финансовым организациям (скорее всего, к Банку развития) на Br1,7 млрд в прошлом году (в том числе на Br0,5 млрд в IV квартале).

## Процентная политика Нацбанка в IV квартале 2022 г. оставалась экстремально мягкой

Процентная ставка рублевого межбанковского рынка (далее – ставка МБК) за IV квартал составила 0,98%, снова переписав исторический минимум (рис 3.б). Динамика ставки МБК – следствие рекордного объема не изымаемой избыточной ликвидности в банковской системе. Уровень ставки МБК в реальном выражении оценивается отрицательным – существенно ниже равновесного значения, рассчитанного в рамках QPM (рис 3.а). При этом степень мягкости процентной политики Нацбанка сузилась в IV квартале из-за ad-hoc снижения инфляции (рис 2.а), которое полностью объясняется ужесточением ценового регулирования.

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.

### Доходность рублевых вкладов в IV квартале не покрывала ожидаемую инфляцию

Процентные ставки по новым срочным рублевым вкладам продолжили снижение в конце прошлого года, в очередной раз обновив исторические минимумы.<sup>1</sup> Такая динамика является прямым следствием действий Нацбанка: в условиях избытка ликвидности у банков нет необходимости предлагать высокую доходность по привлекаемым ресурсам. В результате понижения номинальных ставок реальная средняя ставка по срочным рублевым вкладам в IV квартале оставалась отрицательной – ниже равновесного уровня, оцененного с помощью QPM (рис 4.б).

Вполне возможно, что к концу 2022 г. ставки по новым срочным рублевым депозитам подошли к нижнему пределу. Так, номинальная доходность вкладов организаций в BYN опустилась до 1,6% в декабре, что в 2,3 раза ниже доходности вкладов в RUB в белорусских банках и ненамного превышает ставки по депозитам в USD и EUR (соответственно 0,7 и 1%). Ставки по новым срочным вкладам населения с октября находились в диапазоне 9–10%.

### Характер ценовых условий рублевого кредитования – как минимум, не жесткий

Результаты применения QPM указывают на то, что средняя реальная ставка по рублевым рыночным кредитам в IV квартале превысила нейтральный уровень (рис 4.а). Такой результат получен из-за очень сильного влияния снижения цен в IV квартале на рациональные инфляционные ожидания, оцениваемые непосредственно в QPM и используемые в расчете реальной ставки.

В то же время номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам в рублях упала на 4,3 п.п. в IV квартале, а в декабре опустилась до исторически минимального значения 10,3%.<sup>2</sup> Кроме того, результаты опроса условий банковского кредитования, проводимого Нацбанком, сигнализируют о существенном смягчении условий заимствований в IV квартале для всех категорий заемщиков за счет фактора процентной ставки.<sup>3</sup>

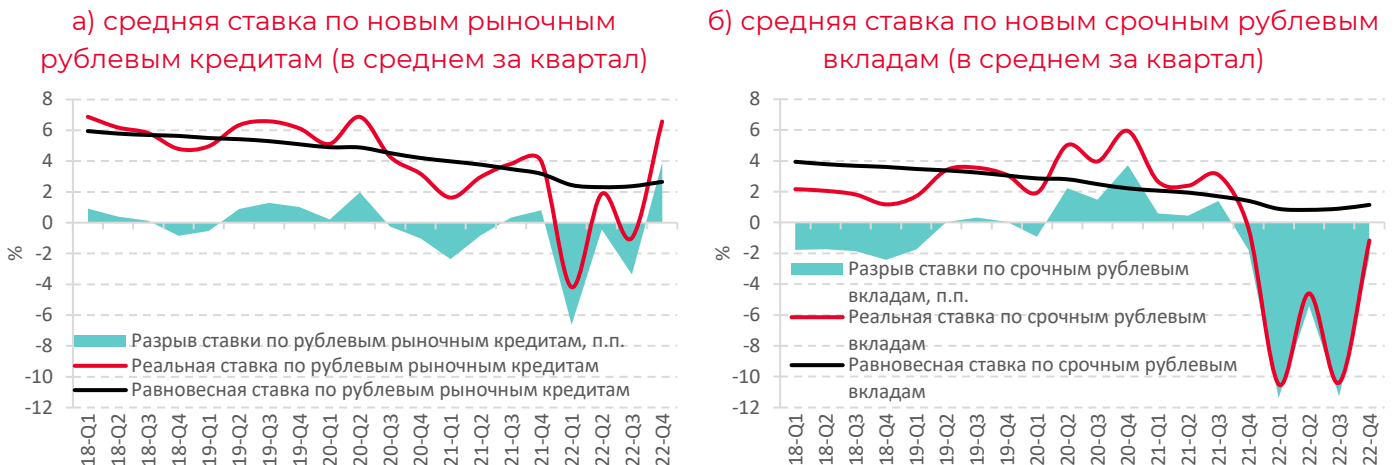
<sup>1</sup> Номинальная средняя ставка по новым срочным рублевым депозитам снизилась с 6,2% в среднем за III квартал до 3,6% за IV квартал, в том числе организациям – с 3,8 до 1,9%, населению – с 13,7 до 9,9%.

<sup>2</sup> Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях снизилась с 15,6% в среднем за III квартал до 11,3% за IV квартал, в том числе организациям – с 15,8 до 11,2%, населению – с 13,8 до 12,2%.

<sup>3</sup> Подробнее см.: [https://www.nbrb.by/publications/creditsmonitoring/cm\\_2022\\_4.pdf](https://www.nbrb.by/publications/creditsmonitoring/cm_2022_4.pdf).

Все это дает основания полагать, что ставки по кредитам в IV квартале прошлого года были, как минимум, не сдерживающими кредитную активность, а, скорее всего, стимулирующими.

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 годовой инфляцией в следующем квартале (на базе QPM).

## 2 Курсовая политика: меры, направленность, характер

### Волатильность курса белорусского рубля оставалась высокой, несмотря на присутствие Нацбанка на валютном рынке

В среднем за IV квартал стоимость корзины 4-х иностранных валют снизилась на 5,5% в сравнении с уровнем III квартала. Белорусский рубль укрепился ко всем валютам корзины в среднем в IV квартале, наиболее сильным образом к российскому рублю – на 7,5%. На более частотных данных укрепление BYN отмечено в октябре-ноябре вследствие чистого предложения иностранной валюты на внутреннем рынке. В декабре динамика корзины развернулась из-за чистого спроса на валютном рынке в этом месяце (рис 5.а).

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.

### **Нацбанк сглаживал траекторию курса валютными интервенциями**

В октябре-ноябре Нацбанк купил валюты на сумму эквивалентную \$388 млн (вместе с Минфином), а в декабре продал на сумму \$357 млн (вместе с Минфином). Интервенции могли проходить преимущественно в российском рубле в силу санкционных ограничений на Нацбанк и перестройки торговых потоков в сторону России. На это указывает рост золотовалютных резервов в декабре 2022 г. на \$132 млн при значительном объеме продажи валюты Нацбанком. Частично росту резервов способствовал переток депозитов правительства из банков (минус \$137 млн за декабрь) в Нацбанк (плюс \$144 млн за декабрь). Также примерно на \$100 млн могла увеличиться стоимость монетарного золота из-за повышения мировых цен. Однако даже эти два фактора в сумме не могли бы компенсировать объем продажи валюты в размере \$357 млн в случае интервенций в долларах и/или юанях.

### **Продажа валюты нерезидентами может быть связана с параллельным импортом**

Ранее сформированные тенденции валютного рынка сохранялись в IV квартале. С одной стороны, нерезиденты сохранили статус статистического донора иностранной валюты на белорусском рынке. С другой стороны, белорусские предприятия устойчиво оставались чистыми покупателями валюты (рис 5.6). При этом, именно рост спроса предприятий и падение предложения валюты с их стороны привели к формированию чистого спроса на валютном рынке в целом в декабре (с устранением сезонности). В условиях профицита внешней торговли товарами и услугами (с устранением сезонности) такое поведение предприятий на валютном рынке является не типичным. Это дает основания полагать, что чистая продажа валюты нерезидентами могла в значительной степени компенсироваться повышенным объемом ее покупки белорусскими фирмами для оплаты параллельного импорта в Россию.<sup>4</sup> Другими факторами чистого спроса на валюту со стороны фирм являлись низкие ставки по рублевым вкладам, погашение предприятиями валютной задолженности и, возможно, рекордный рост рублевого кредитования госсектора в декабре.

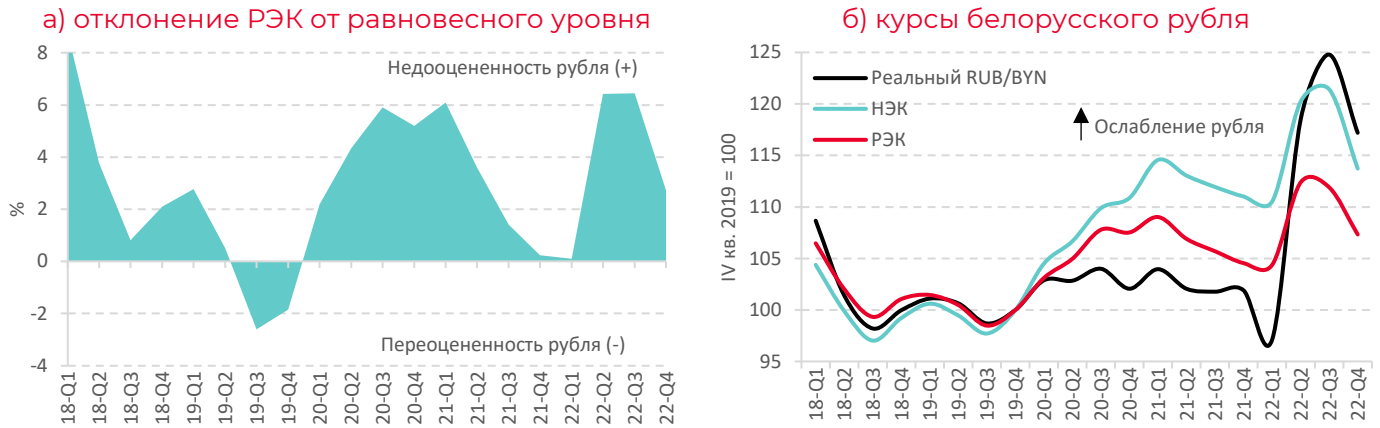
Объем покупки валюты населением стабилизировался в IV квартале (рис 5.6) и даже несколько снизился в декабре (с устранением сезонности), несмотря на бурный рост заработных плат. Это может быть связано с меньшим увеличением совокупных доходов населения в сравнении со средней заработной платой в условиях уменьшения среднесписочной численности работников. Возможно, повлияла и релокация IT-специалистов, которые могли ранее выступать крупными чистыми покупателями валюты. На пониженном относительно 2021 г. уровне оставалась и продажа валюты физическими лицами, что может объясняться повышенной неопределенностью.

### **Результаты в рамках QPM показывают, что недооцененность белорусского рубля вследствие его коррекционного укрепления снизилась более чем в два раза – примерно до 2,5–3% в IV квартале с 6–7% в III квартале (рис 6)**

В результате уменьшился масштаб поддержки ценовой конкурентоспособности белорусских производителей, в первую очередь на российском рынке. Кроме того, существенно ослабло проинфляционное влияние со стороны валютного курса.

<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 отражается в статистике белорусского валютного рынка уже как покупка валюты субъектами – резидентами.

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.

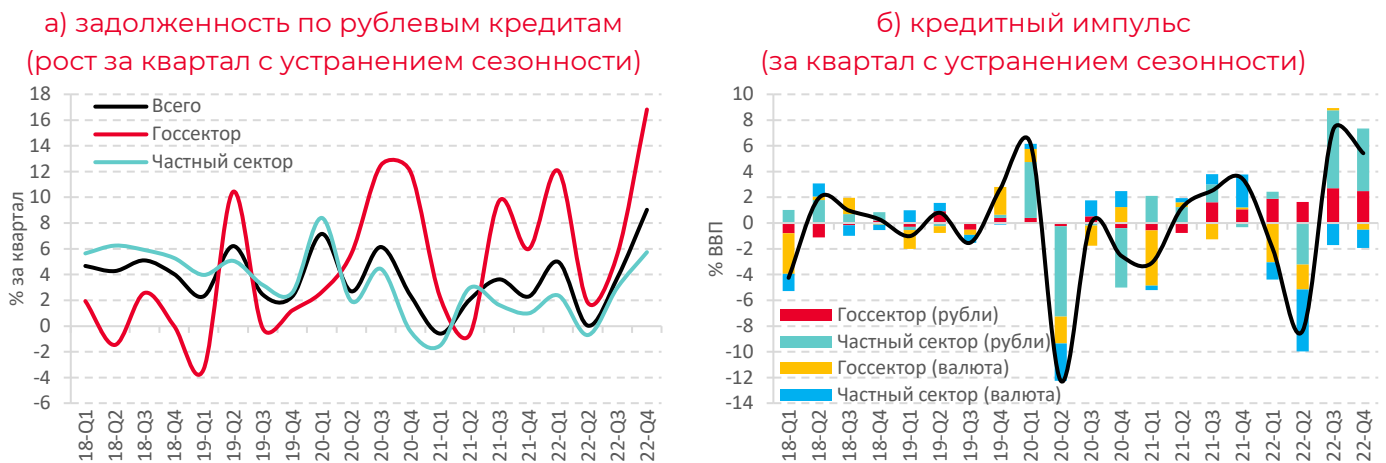
**Примечание:** НЭК и РЕК – соответственно номинальный и реальный эффективный курс белорусского рубля.

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

#### Мощный кредитный импульс в IV квартале в условиях низких процентных ставок

Повышенные объемы выдач кредитов отмечены в рублевом сегменте, как государственным предприятиям, так и частному сектору (рис 7.б). Обращает на себя внимание тот факт, что в госсекторе значительный кредитный импульс сочетался с взрывным ростом кредитной задолженности (рис 7.а).<sup>5</sup> Так как основной прирост сосредоточен в сегменте краткосрочных заимствований, это может указывать на мощную квазифискальную поддержку госсектора для закрытия потребности в оборотных ресурсах и поддержания объемов производства, занятости и заработных плат. Также возможно частичное использование коротких заимствований для покупки иностранной валюты на фоне низких процентных ставок и ослабления BYN к USD и EUR в декабре.

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 уточняется.

<sup>5</sup> Основной всплеск пришелся на декабрь: сезонно скорректированный объем выдач рублевых кредитов госсектору подскочил почти на 35% к ноябрю, а сезонно скорректированный объем рублевой задолженности – более чем на 15%. В случае задолженности это рекордный месячный прирост с 2015 г. Предыдущий максимум около 9% был в августе 2020 г.

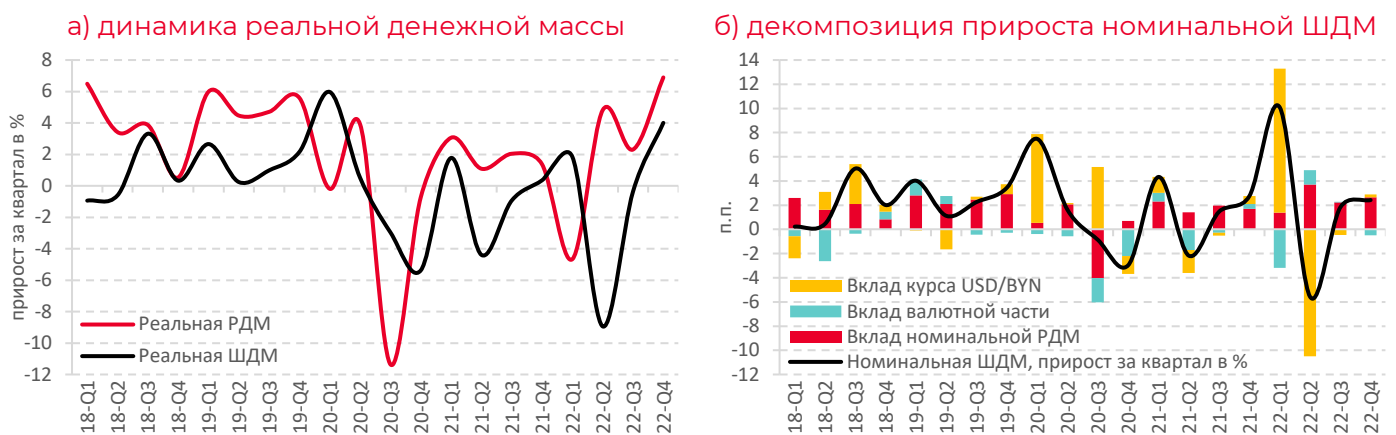
В частном секторе сильный рост выдач кредитов в IV квартале сопровождался умеренным увеличением задолженности (рис 7.а; рис 7.б). В части фирм новые кредиты в значительной степени шли на погашение старых обязательств, что в том числе может быть следствием реструктуризации долга в связи со значительным понижением процентных ставок по новым кредитам. Еще одним фактором наращивания выдач рублевых кредитов частному бизнесу продолжает являться «переворачивание» валютной структуры кредитного портфеля, т. е. валютные кредиты замещались рублевыми. Следует отметить, что кредитный импульс в частном секторе был положительным не только в сегменте фирм, но и населения. Кредитная активность граждан заметно оживилась в условиях отхода от шока февраля – марта и смягчения условий кредитования.

**Рублевая денежная масса активно росла в IV квартале за счет притока «горячих» денег**

Увеличение кредитования и эмиссионные операции Нацбанка выразились в наращивании рублевой денежной массы (далее – РДМ). РДМ выросла на ≈6,9% в декабре 2022 г. к сентябрю 2022 г. в реальном выражении (рис 8.а), а входящие в ее состав наличные и текущие счета – на 12% (показатели с устранением сезонности). При этом срочные вклады предприятий в IV квартале не росли, а населения – замедлили прирост до 0,4% в среднем в месяц (без наращенных процентов). В результате второй квартал подряд в структуре РДМ фиксировался рекордный с момента перехода к монетарному таргетированию в 2015 г. рост доли наличных и текущих счетов: с сентября по декабрь 2022 г. их удельный вес вырос на 3,5 п.п. – до 57,5%. Произшедшее в прошлом году изменение структуры РДМ является следствием высокой неопределенности и низких процентных ставок по срочным вкладам в BYN, уровень которых не стимулирует сберегательные процессы.

Динамика РДМ пока не несет прямых инфляционных угроз, так как совокупный спрос экономики на деньги, измеряемый широкой денежной массой (далее – ШДМ), увеличился в 2022 г. умеренным образом: на 8,6% г/г – в пределах целевого диапазона Нацбанка. Вместе с тем резкое изменение структуры РДМ в пользу более мобильных денежных агрегатов несет риски их быстрого перетока на валютный и/или потребительский рынок в кризисные периоды, что создает угрозы повышенной волатильности инфляции.

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 Х13 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.

## 4 Краткосрочный прогноз монетарных условий

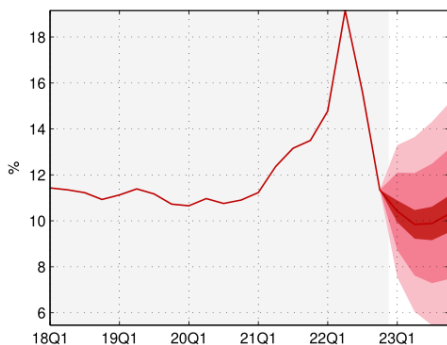
### Монетарные условия могут оставаться мягкими в 2023 году

В базовом сценарии предполагается сохранение Нацбанком ограничений на операции регулирования ликвидности в 2023 г., в том числе по ее изъятию.<sup>6</sup> Их некоторое смягчение возможно ближе к концу года при прогнозируемой траектории инфляции – снижение ниже 5% г/г весной-летом и ускорение до 7-11% к концу года.<sup>7</sup> Высока вероятность наращивания необеспеченной эмиссии в попытке приблизиться к плановому показателю роста ВВП. В базовом сценарии заложено, что эмиссия будет осуществляться в объемах, которые не приведут к существенной разбалансировке спроса и предложения.

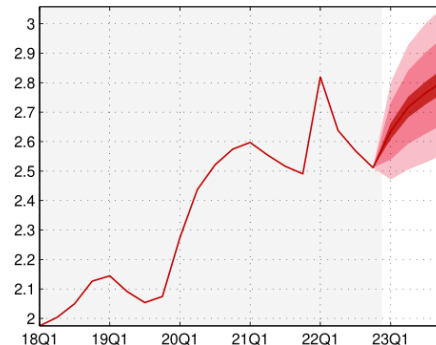
При реализации базового сценария монетарные условия сохранят стимулирующий характер в 2023 г. (рис 1). Ставка рефинансирования может быть понижена до 10–11% уже в II квартале. Нельзя исключать и более сильного понижения под давлением правительства. Межбанковский рынок останется дисфункциональным, а ставка МБК – на исторически минимальных уровнях. Ее повышение может произойти во втором полугодии при условии возобновления Нацбанком операций регулирования ликвидности. Ставки по рублевым вкладам, особенно в сегменте фирм, останутся низкими. Однако вполне возможно, что предел их понижения был достигнут в конце 2022 г., а к концу 2023 г. вероятно некоторое повышение. Средняя ставка по рублевым рыночным кредитам прогнозируется вблизи 10% в 2023 г. Ее существенное понижение маловероятно в силу сохранения повышенных инфляционных ожиданий (рис 9.а). Риском для прогноза остается вероятность сильного ускорения инфляции, что может заставить Нацбанк ужесточить монетарную политику.<sup>7</sup>

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

а) прогноз средней ставки по рублевым рыночным кредитам (в среднем за квартал)



б) прогноз курса USD/BYN (в среднем за квартал)



Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC для Беларуси.

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

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

<sup>6</sup> Ключевыми предпосылками внешних условий являются избегание крайней степени эскалации военного противостояния в Украине и прямого вовлечения Беларуси в военные действия, отсутствие новых существенных санкционных ограничений.

<sup>7</sup> См.: [Обзор инфляции: IV квартал 2022 г. \(BEROC, 2023\)](#).



## 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. 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 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.