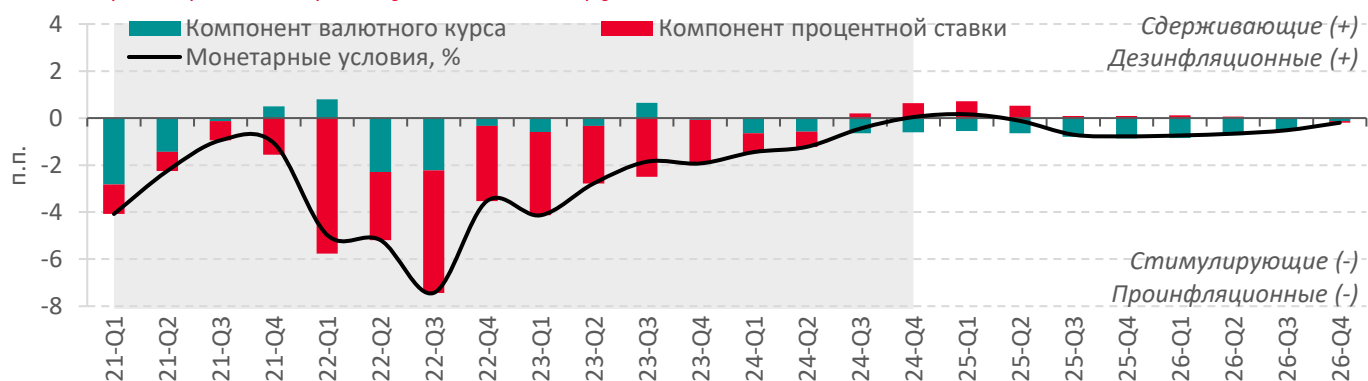


## Монетарные условия носили нейтральный характер в IV квартале 2024 года, чего недостаточно для «остужения» перегретого спроса

Процентные ставки по кредитам и вкладам превысили нейтральные уровни в IV квартале 2024 г. (рис 1). К этому привело повышение ставок в России. Этот автономный от денежно-кредитной политики Нацбанка фактор сохранит влияние в 2025 г., а ставки по кредитам и вкладам умеренно вырастут и останутся немного выше равновесных значений. Действия же Нацбанка в сфере денежно-кредитной политики сохраняют запаздывающий характер в реакции на инфляционные риски из-за отсутствия у него независимости. Белорусский рубль в IV квартале 2024 г. оставался вблизи равновесного уровня реального эффективного курса, несколько недооцененным (рис 1). В условиях дефицита внешней торговли товарами и услугами небольшая недооцененность сохранится в 2025 г., а рубль ослабнет на 4–6% за год в терминах корзины валют.

Риски отклонения от базового прогноза велики из-за «хрупкости» перегретой экономики и неопределенности внешних условий. Состояние денежно-кредитной политики и монетарных условий не соответствует масштабу инфляционного давления спроса и рынка труда и остается источником рисков для макроэкономической стабильности.

Рис 1. Характер монетарных условий белорусской экономики



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

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

Бюллетень «Обзор монетарной среды» представляет экспертный анализ монетарной и курсовой политики и сформированных под их воздействием монетарных условий в белорусской экономике. В бюллетене анализируются действия в области монетарной и курсовой политики, их влияние на экономику, оценивается характер монетарных условий и дается их краткосрочный прогноз. Методологической основой для анализа является модель квартального прогнозирования (QPM) для белорусской экономики.

Авторы настоящего материала не могут быть ответственными за использование информации, содержащейся в данном бюллетене. Несмотря на всю тщательность подготовки материала его авторы 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. Авторы настоящего материала не несут ответственности за потери и/или убытки любого рода, связанные с использованием информации, представленной в бюллетене.

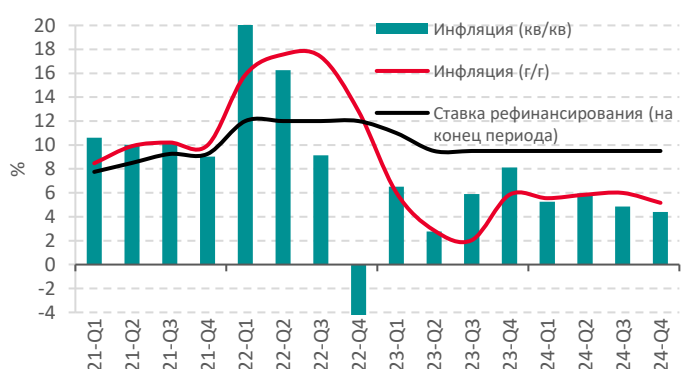
# 1 Денежно-кредитная политика: меры, направленность, характер

## Денежно-кредитная политика сохраняла умеренную мягкость в IV квартале 2024 г.

Нацбанк не предпринимал активных действий в сфере денежно-кредитной политики в IV квартале 2024 г. Ставка рефинансирования сохранена на уровне 9,5% (рис 2.а), а аукционные операции регулирования ликвидности банков не проводились. Банковская система пребывала в состоянии избытка ликвидности, вследствие чего ставка однодневного рублевого межбанковского рынка (МБК) оставалась ниже ставки рефинансирования – 5,6% в среднем в IV квартале 2024 г. В реальном выражении (с коррекцией на ожидаемую инфляцию) ставка МБК сохранялась ниже нейтрального уровня (рис 2.в). Вместе с тем профицит ликвидности банков сократился к концу года под влиянием продажи иностранной валюты Нацбанком на фоне сезонного роста спроса на нее. В результате ставка МБК в декабре возросла до 7,2% (рис 2.б). Это ниже нейтрального уровня, но **масштаб денежно-кредитного стимула сокращался в 2024 г. (рис 2.в).**

Рис 2. Динамика показателей денежно-кредитной политики

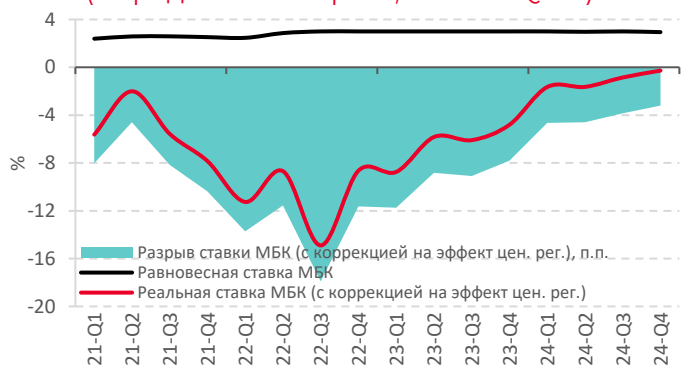
а) ставка рефинансирования и инфляция



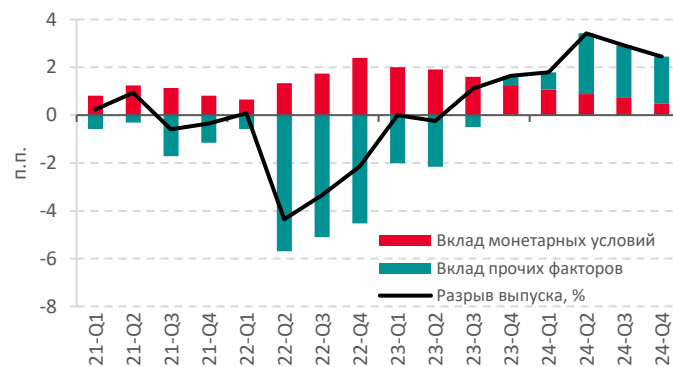
б) ликвидность банковской системы (в среднем за месяц)



в) реальная и равновесная ставка МБК<sup>i</sup> (в среднем за квартал; на базе QPM)



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



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

**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.<sup>ii</sup>

## Монетарная политика не соответствовала монетарному таргетированию в IV квартале 2024 г. и оставалась источником рисков для макроэкономической стабильности

Монетарные условия поддерживали избыточный спрос в IV квартале 2024 г. в силу их продолжительного и инерционного влияния на него. Однако их вклад в разрыв выпуска сокращался по мере сужения денежно-кредитного стимула (рис 2.г).

## Близкий к нейтральному характер монетарных условий не соответствовал размеру инфляционного давления

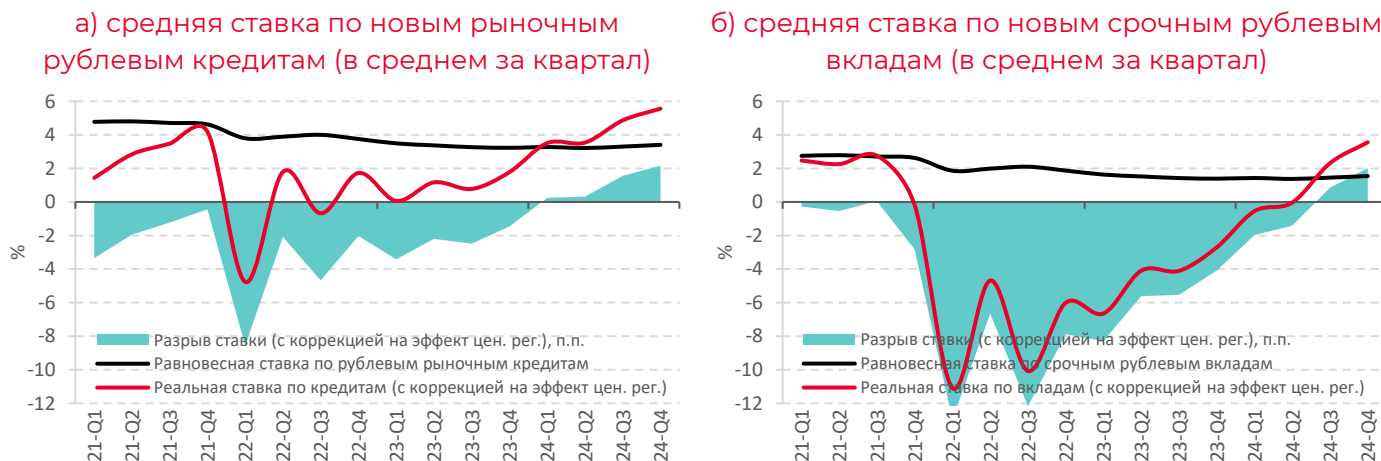
Без воздействия ценового контроля инфляция сложилась бы около 10% г/г в декабре (а не 5,2 г/г де-факто) в среде перегретых спроса и рынка труда. Оценки на базе QPM показывают, что даже **при ценовом контроле ставка МБК должна была находиться не вблизи 5,6%, а около 9–9,5% в среднем в IV квартале 2024 г. для ограничения рисков для макроэкономической стабильности.** Нацбанк сохранял подчиненное положение перед исполнительной властью: применение стандартных инструментов денежно-кредитной политики (ставка рефинансирования, аукционные операции регулирования ликвидности банков) ограничено, а возможности Нацбанка противодействовать эмиссии по бюджетному каналу практически отсутствовали. Так, в IV квартале 2024 г. Нацбанк продолжил приобретать гособлигации на вторичном рынке (Br1,05 млрд за октябрь – декабрь и Br3,08 млрд за весь 2024 г.), что содействовало наращиванию расходов бюджета.

## Процентные ставки по кредитам и вкладам в рублях повысились в IV квартале 2024 г. во многом из-за действия автономных от денежно-кредитной политики факторов

Средняя номинальная ставка по новым срочным рублевым вкладам в IV квартале 2024 г. повысилась на 1,1 п.п. до 9,4%,<sup>iii</sup> а по новым рыночным рублевым кредитам – на 0,6 п.п. до 11,4%.<sup>iv</sup> К росту процентных ставок привело сокращение профицита ликвидности у банков и увеличение ставки МБК, а также повышение процентных ставок в России. Существенно более высокие ставки по инструментам в российских рублях могли подталкивать банки к увеличению доходности вкладов в белорусских рублях для предотвращения оттока ресурсов, а также стоимости кредитов в национальной валюте для фирм в связи с повышением их привлекательности относительно займов в российских рублях.

В результате **ставки по кредитам и депозитам увеличились в реальном выражении и превышали нейтральные уровни в IV квартале 2024 г. (рис 3).** Масштаб превышения равновесных значений являлся небольшим. Значимого ограничительного влияния на доступность кредита рост процентных ставок не имел, особенно в сегменте населения, где в силу доступности и распространенности рассрочек средняя ставка по рублевым кредитам не выросла в IV квартале 2024 г.

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



Источник: расчеты на базе QPM.

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

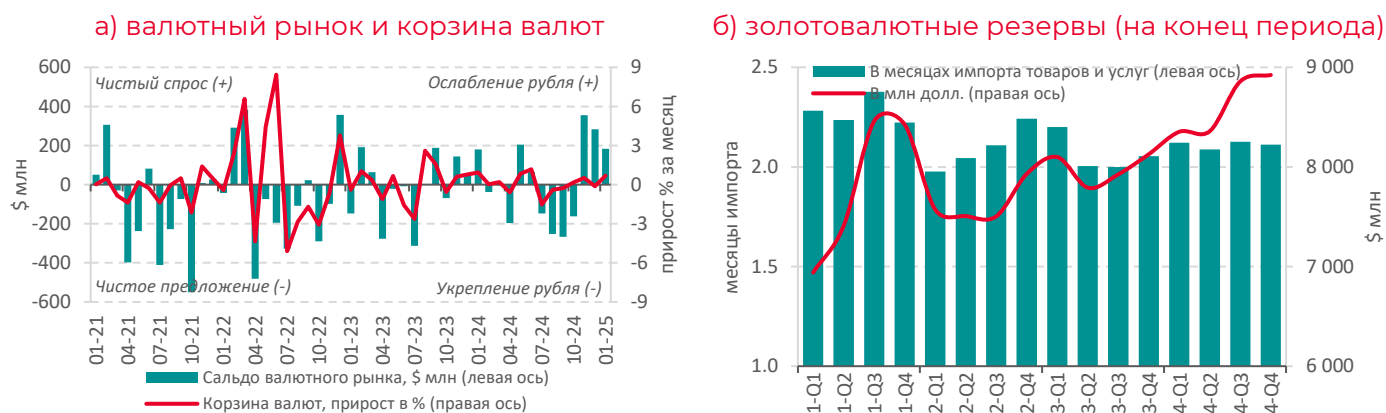
**Спрэд между процентными ставками по новым рублевым рыночным кредитам и новым срочным вкладам снизился до 1,5 п.п. в декабре 2024 г., что существенно ниже его среднего значения (5,5 п.п. в среднем за последние 10 лет; 3,5 п.п. в среднем за последние 5 лет; 3,6 п.п. в среднем в 2018–2019 гг.; 4,2 п.п. в среднем в 2023–2024 гг.)**

Расчетные величины стандартного риска по рыночным кредитам (РВСР), которые де-факто задают верхнюю планку для процентной ставки по ним, не изменялись Нацбанком с августа 2024 г. Из-за существенного повышения банками доходности депозитов в белорусских рублях на фоне роста ставок в России значения РВСР стали ограничивающими для соответствующего повышения ставок по кредитам. В результате спрэд между ставками по кредитам и вкладам сильно сузился к концу 2024 г. и опустился ниже равновесного значения. В связи с этим можно ожидать либо повышения РВСР Нацбанком, либо понижения ставок по вкладам. Первая опция более вероятна на фоне уменьшения избытка ликвидности и сохранения высоких процентных ставок в России.

## 2 Курсовая политика: меры, направленность, характер

**Курс белорусского рубля не претерпел существенных изменений в IV квартале 2024 г.**

Рис 4. Динамика корзины иностранных валют и золотовалютных резервов



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

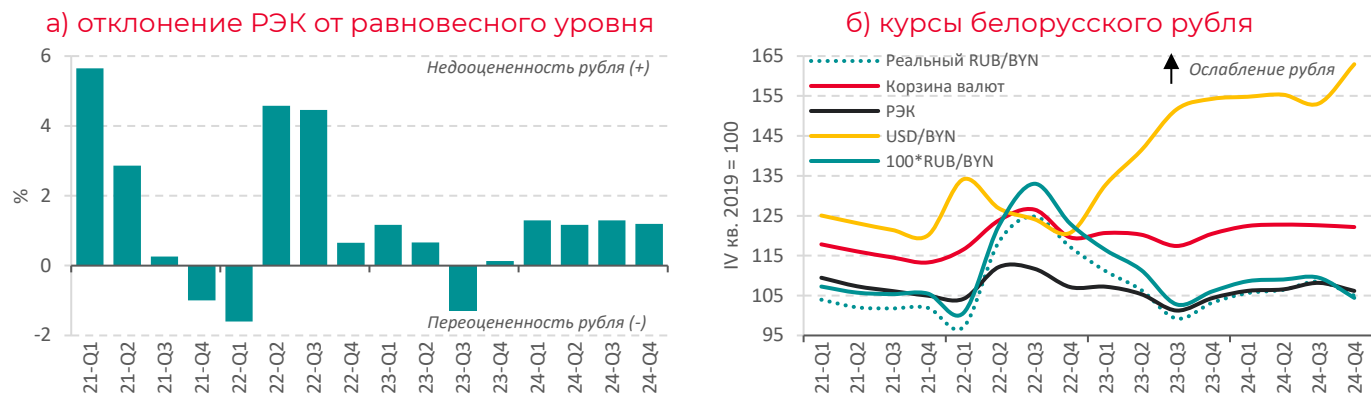
**Примечание:** на рисунке 4.а с января 2019 г. по июнь 2022 г. – корзина 3-х валют (доллар, евро и российский рубль), с июля по декабрь 2022 г. – корзина 4-х валют (доллар, евро, российский рубль и китайский юань), с января 2023 г. – корзина 3-х валют (доллар, российский рубль и китайский юань).

В среднем за IV квартал 2024 г. стоимость корзины 3-х иностранных валют (российский рубль, доллар и юань) снизилась на 0,4% к значению III квартала 2024 г. (рис 5.б). Колебания курсов к отдельным иностранным валютам преимущественно определялись динамикой их кросс-курсов на внешних рынках: в среднем за IV квартал 2024 г. белорусский рубль укрепился на 4,6% к российскому рублю и ослаб на 6,4 и 6,2% к доллару и китайскому юаню соответственно. **Национальная валюта оставалась слабо недооцененной на ~1,2% к равновесному уровню реального эффективного курса (РЭК) в IV квартале (рис 5.а).**

**На внутреннем валютном рынке в IV квартале 2024 г. отмечен сезонный чистый спрос на иностранную валюту в размере \$478 млн (~\$145 млн с устранением сезонности)**

Нацбанк балансировал рынок и сглаживал волатильность курса интервенциями: продажа валюты с его стороны (сальдировано с операциями Минфина) в IV квартале 2024 г. составила \$478 млн (рис 4.а). В целом в 2024 г. сальдо валютного рынка сложилось вблизи баланса – чистый спрос на иностранную валюту составил \$23 млн.

Рис 5. Курсы белорусского рубля и отклонение РЭК от равновесного уровня (на базе QPM)



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

**Примечание:** РЭК – реальный эффективный курс белорусского рубля.

### Продажа валюты населением оставалась ключевым фактором поддержки валютного рынка в IV квартале и 2024 г. в целом

Физические лица продали (за вычетом покупки) более \$0,6 млрд в октябре – декабре (с устранением сезонности) и \$1,7 млрд за весь 2024 г. (рис 6.а). За последние 16 лет больший объем чистой продажи отмечен только в 2016 и 2017 гг. (1,89 и 1,76 млрд соответственно). Высокий спрос на недвижимость, повышение ставок по срочным рублевым вкладам и близкий рекордному относительно денежных доходов приток средств населения на них ( $\approx 1,4\%$  без наращенных процентов), а также снижение стимулов к сбережениям в иностранной валюте в санкционной среде стали факторами значительного чистого предложения валюты физическими лицами. При этом в IV квартале 2024 г. наблюдалось снижение объемов покупки валюты населением (рис 6.б). Это может объясняться как рациональным поведением граждан в среде повышенной волатильности курсов белорусского рубля (частичное придерживание покупки), так и наращиванием покупок товаров и направлением на эти цели больше собственных и кредитных ресурсов в среде ослабления рубля к доллару (курс USD/BYN остается важнейшим индикатором состояния экономики для граждан Беларуси). Вторая гипотеза выглядит более вероятной на фоне ускорения роста розничной торговли и кредитования населения в IV квартале 2024 г. Так, розничный товарооборот вырос почти на 5% в IV квартале к III кварталу 2024 г. (в реальном выражении при устранении сезонности), а требования банков к населению – на 5,4%.

Рис 6. Состояние внутреннего валютного рынка



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

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



## Фирмы в 2024 г. предъявили рекордный с 2010 г. спрос на валюту

Чистая покупка валюты фирмами превысила \$1 млрд в IV квартале (с устранением сезонности) и \$3,1 млрд за весь 2024 г. (рис 6.а). В обоих случаях это максимальный объем чистого спроса с 2010 г. Переход внешней торговли товарами и услугами к дефициту формировал условия для роста покупки валюты фирмами в прошлом году. Имели место и задержки с поступлением валютной выручки, так как внешняя дебиторская задолженность организаций увеличилась на 27% за 11 месяцев 2024 г. Кроме того, значительно более высокие процентные ставки по кредитам в российских рублях в сравнении с кредитами в белорусских рублях могли побудить часть предприятий привлекать ресурсы не посредством валютных займов, а через кредиты в белорусских рублях с последующей их конвертацией в иностранную валюту.

В 2022–2023 гг. покупка валюты предприятиями-резидентами перекрывалась ее продажей нерезидентами на фоне перестройки цепочек поставок и механизмов их финансирования. В 2024 г. полной компенсации не наблюдалось. **Нерезиденты продали на чистой основе (с устранением сезонности) ~\$0,17 млрд за IV квартал и \$1,1 млрд за весь 2024 г.** (рис 6.а). При этом во второй половине 2024 г. заметно возросла покупка валюты нерезидентами (рис 6.б). Возможно, это стало результатом постепенной конвертации и вывода полученных держателями еврооблигаций Беларуси платежей по ним в белорусских рублях. Функционирование такого механизма может объяснять заметное увеличение во второй половине года чистой продажи валюты белорусскими банками, что нетипично для них (рис 6.а).

## Золотовалютные резервы (ЗВР) выросли на \$64 млн за IV квартал и на \$795 млн за весь 2024 г. – до \$8,92 млрд на 1 января 2025 г.

Увеличение резервов в октябре – декабре 2024 г. связано с ростом активов в иностранных валютах на \$161 млн. К этому привело наращивание депозитов правительства на счетах в Нацбанке на \$587 млн за IV квартал 2024 г., что вероятно отражает аккумулирование ресурсов для реализации специфических механизмов погашения обязательств государства по еврооблигациям. Следует обратить внимание, что рост активов в иностранной валюте наблюдался при одновременной продаже валюты Нацбанком (\$478 млн за IV квартал 2024 г.). Это указывает на высокую значимость российского рубля в валютных интервенциях. Стоимость монетарного золота и специальных прав заимствования (СДР) в составе ЗВР снизилась соответственно на \$44 и \$52 млн на фоне уменьшения мировой цены золота и укрепления доллара США к СДР. Достаточность резервов к началу 2025 г. оставалась низкой: их размер относительно импорта товаров и услуг оценивается около 2,1 месяца (рис 4.б), а наиболее ликвидной составляющей в иностранных валютах – около 0,7 месяца.

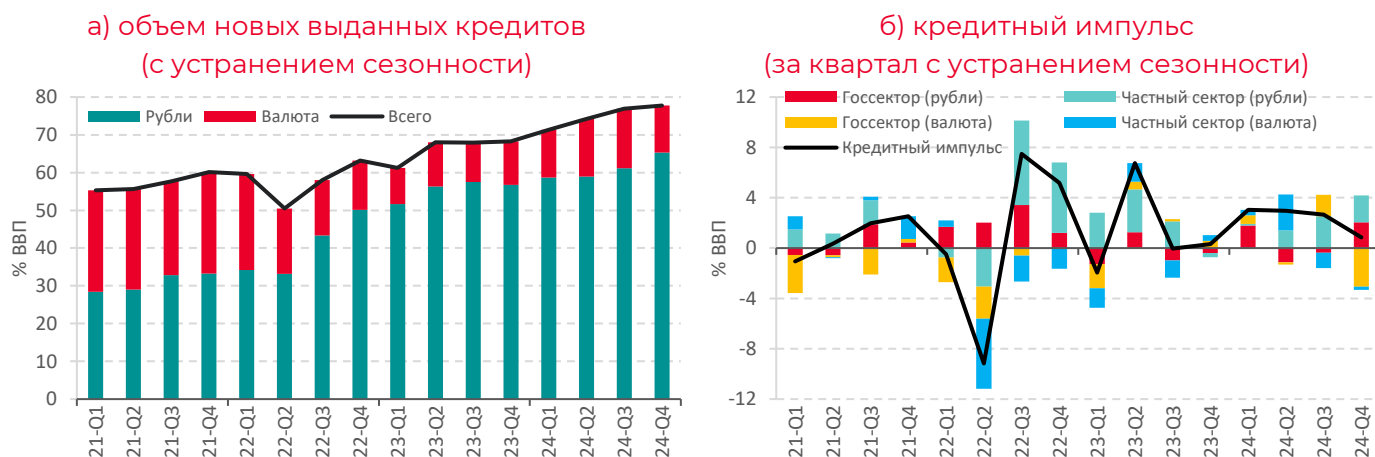
### 3 Влияние монетарных условий на кредитно-депозитный рынок

#### Кредитование активно росло в IV квартале 2024 г.

Объем выданных кредитов почти на  $\approx 94\%$  превысил средний уровень 2021 г., а относительно ВВП достиг  $\approx 78\%$  (рис 7.а). Кредитный импульс оставался положительным в IV квартале 2024 г. (рис 7.б). Высокими темпами увеличивался объем кредитов в белорусских рублях как в государственном, так и в частном секторах (рис 8). Валютная задолженность при этом сокращалась в IV квартале прошлого года. Вероятно, что часть фирм замещала валютные кредиты рублевыми в среде значительно более высоких процентных ставок по кредитам в иностранной валюте (16,1% в среднем в октябре – декабре 2024 г., в том числе 22,9% в российских рублях) в сравнении с займами в белорусских рублях (11,6% для фирм в среднем в октябре – декабре 2024 г.).

**Повышение процентных ставок не оказывало значимого ограничительного воздействия на кредитную активность.** Фирмы увеличивали кредитные обязательства для поддержания высоких объемов выпуска в среде избыточного внутреннего и внешнего спроса. Население наращивало заимствования на фоне высокой потребительской уверенности, повысившейся кредитоспособности в среде увеличившихся доходов, а также доступности рассрочек, которые привели даже к небольшому снижению на 0,1 п.п. средней процентной ставки по новым кредитам населению за IV квартал 2024 г.

Рис 7. Динамика новых выданных кредитов и кредитного импульса



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

**Примечание:** кредитный импульс рассчитан следующим образом:  $ci_t = 100 * \left( \frac{ct_t}{ngdp_t} - \frac{ct_{t-1}}{ngdp_{t-1}} \right)$ , где  $ci_t$  – кредитный импульс в период  $t$ ,  $ct_t$  – 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.

#### Рост денежной массы замедлился в IV квартале 2024 г. за счет сокращения ее валютной составляющей, но продолжал заметно опережать динамику ВВП

Широкая денежная масса (далее – ШДМ) увеличилась на  $\approx 2,6\%$  за IV квартал 2024 г. в номинальном выражении (среднее за IV квартал 2024 г. к среднему за III квартал 2024 г.) или на  $\approx 1,5\%$  в реальном (все показатели с устранением сезонности; рис 9.а). Квартальный прирост денежной массы замедлился в IV квартале прошлого года, но все еще более чем на 1,5 п.п. опережал прирост ВВП (с устранением сезонности). Отклонение траектории денежной массы от динамики ВВП расширялось ускоренными темпами во второй половине 2024 г., что может указывать на все меньшую отдачу от бюджетных и монетарных стимулов в условиях предельной загрузки производственных мощностей.

**Рост ШДМ продолжал обеспечиваться рублевой составляющей (рис 9.6).** Рублевая денежная масса выросла на  $\approx 6,2\%$  в среднем за IV квартал к среднему за III квартал 2024 г. в номинальном выражении или на  $\approx 5,1\%$  в реальном (все показатели с устранением сезонности рис 9.а). Увеличению рублевой денежной массы способствовало наращивание кредита экономике и расходов госбюджета. Валютная часть ШДМ, в свою очередь, сократилась (рис 9.6), что может быть связано с погашением фирмами валютных обязательств перед банками.

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



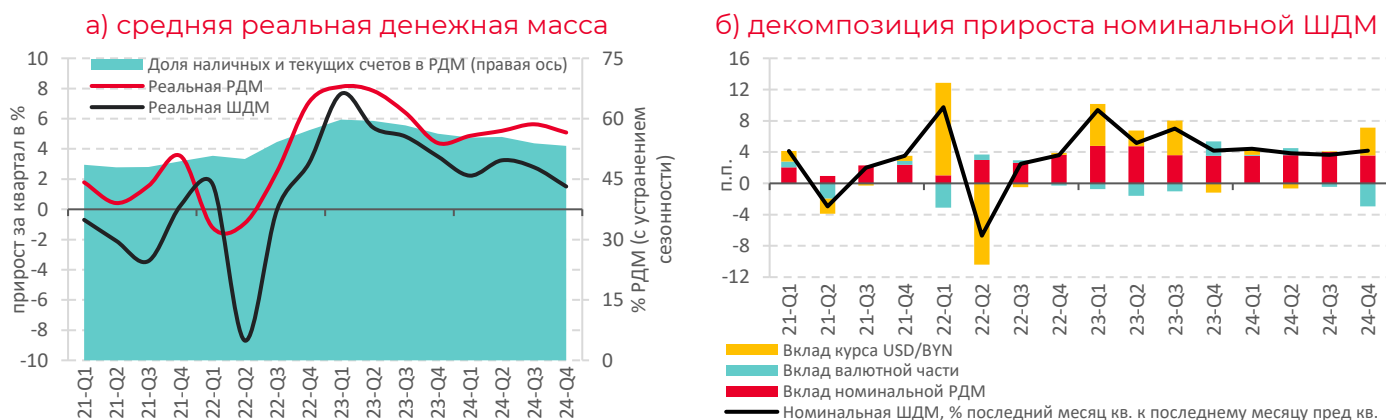
**Источник:** расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси.

**Примечание:** с выходом новых данных динамика показателей уточняется.

**В целом за 2024 г. широкая денежная масса выросла на 16,9% г/г (декабрь 2024 г. к декабрю 2023 г.) при целевом ориентире Нацбанка в 11-15% г/г**

**Рублевая денежная масса приросла на 28,4% г/г за 2024 г. при целевом прогнозе Нацбанка в 17-22% г/г.** Значительное превышение фактического роста денежной массы над целевым подчеркивает институциональную слабость Нацбанка и отсутствие правил при реализации монетарной политики. Нацбанк очень вяло реагировал на расширившийся в 2024 г. перегрев экономики, в явном виде не противодействовал наращиванию расходов бюджета и директивных кредитов, а также полагался на ценовой контроль со стороны правительства для обеспечения выполнения цели по инфляции.

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



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

**Примечание:** ШДМ – широкая денежная масса. РДМ – рублевая денежная масса. С выходом новых данных динамика показателей уточняется. Реальный прирост денежной массы рассчитан путем дефлирования номинального прироста (среднее за квартал к среднему за предыдущий квартал) на изменение среднеквартального индекса потребительских цен (с устранением сезонности).



## 4 Краткосрочный прогноз монетарных условий

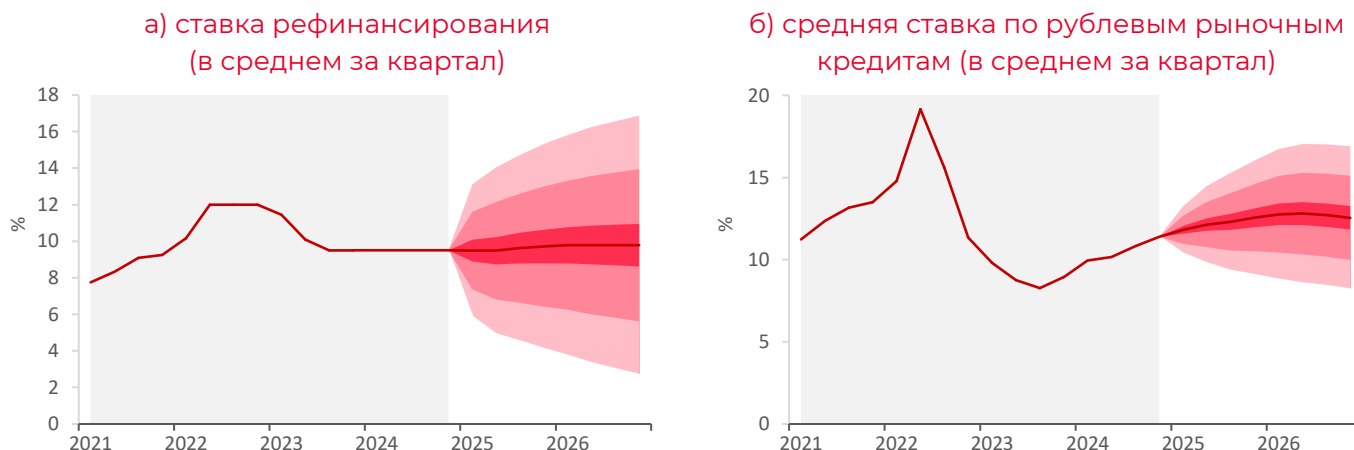
### Денежно-кредитная политика Нацбанка сохранит умеренную мягкость в 2025 году при условии отсутствия сильных потрясений в российской и мировой экономиках

В силу отсутствия операционной и институциональной независимости Нацбанк продолжит реализацию денежно-кредитной политики с высокой инерционностью и запаздыванием в реакции на инфляционные риски. Ставка рефинансирования, при отсутствии сильных шоков, сохранится вблизи 9,5% в 2025 г. (рис 10.а). Если власти пойдут на смягчение ценового контроля и инфляция повысится до 6–8%, то нельзя исключать повышения ставки рефинансирования для недопущения смягчения денежно-кредитных условий, а также возвращения Нацбанка к регулярным аукционным операциям регулирования ликвидности банковской системы. Однако более вероятным при развитии событий в рамках базового сценария представляется задействование косвенных инструментов (РВСР, нормы резервирования, пруденциальные ограничители кредитной нагрузки). В результате ставка МБК может повыситься в течение года, но останется ниже нейтрального уровня в реальном выражении.

### Под воздействием автономных от монетарной политики факторов ставки по кредитам и вкладам останутся немного выше нейтральных уровней в 2025 г., а их влияние на экономическую активность будет слабо сдерживающим, близким к нейтральному

В силу тесных экономических связей между Беларусью и Россией белорусские банки будут подстраиваться под жесткие денежно-кредитные условия российского рынка и поддерживать ставки по кредитам фирмам и вкладам в белорусских рублях немного выше их нейтральных уровней в 2025 г. (рис 1). При повышении инфляции с 5,2% в 2024 г. до 6–8% в 2025 г. средняя процентная ставка по рыночным кредитам в белорусских рублях поднимется с 10,6% в среднем в 2024 г. до ≈12,2% в среднем в 2025 г. (рис 10.б), а ставка по новым срочным вкладам – с 7,7% до ≈10,5%. Это поспособствует замедлению темпов увеличения кредитования и денежной массы. Однако (при отсутствии сильных шоков) рост требований банков к экономике будет оставаться высоким, так как процентные ставки не будут формировать значимо ограничительных денежно-кредитных условий (особенно в части потребительского кредитования), а власти планируют заметно увеличить бюджетные расходы и сохранить директивное кредитование.

Рис 10. Прогноз процентных ставок (на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM.

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

## Белорусский рубль ослабнет на 4–6% за 2025 год в терминах корзины валют

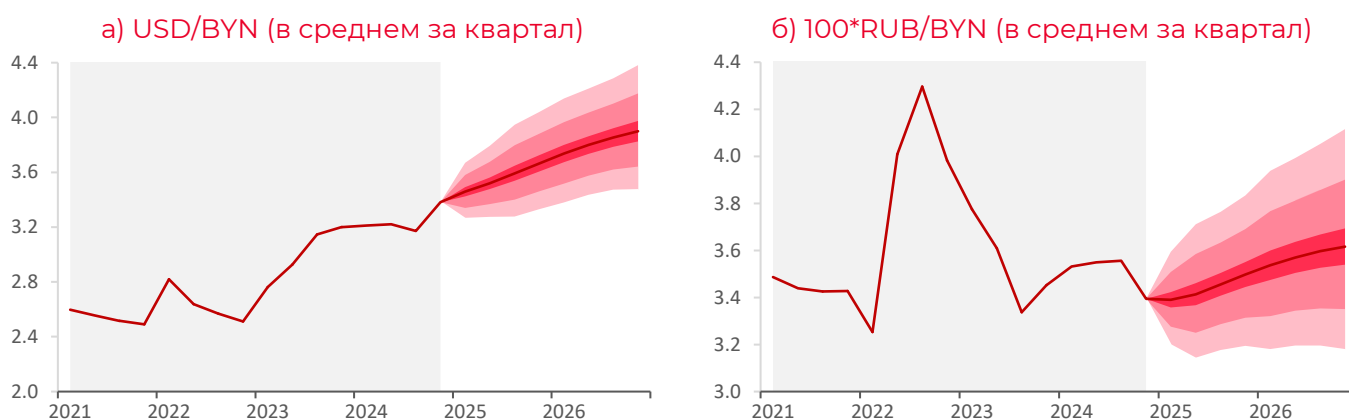
Внешняя торговля товарами и услугами прогнозируется дефицитной в 2025 г. Повышенный внутренний спрос, особенно в потребительском сегменте, поддержит высокий объем импорта товаров. С учетом повышенных логистических издержек в санкционной среде динамика поставок товаров в страну будет отражаться в значительном стоимостном объеме импорта услуг.

Динамика внешнего спроса в текущем году ослабнет в силу ожидаемого значительного снижения роста ВВП России. В сочетании с инфраструктурными и ресурсными ограничениями (полная загрузка мощностей в промышленности, дефицит работников, ограниченный доступ к передовым технологиям) это отразится в ослаблении динамики экспорта товаров. Поставки услуг на внешние рынки могут умеренно расти в среде сдержанного восстановления IT-сектора.

В результате импорт продолжит превышать экспорт в текущем году, и отрицательное сальдо внешней торговли товарами и услугами прогнозируется в пределах 2% ВВП. Такой масштаб дефицита не является критически большим, а скорее представляется умеренным. Тем не менее, размер дефицита с высокой вероятностью превышает «норму» для Беларуси, которая после 2022 г. могла сдвинуться в сторону небольшого профицита из-за усложнения доступа к внешнему финансированию.

**Прогнозируемая динамика внешней торговли формирует условия для умеренного ослабления белорусского рубля, который может потерять 4–6% стоимости в терминах корзины валют за 2025 г.** При нахождении курса USD/RUB вблизи 101–106 российских рублей за доллар курс USD/BYN составит 3,5–3,6 белорусского рубля за доллар в среднем за 2025 г. (рис 11.а). Курс 100\*RUB/BYN в таком случае прогнозируется в размере 3,4–3,5 белорусского рубля за 100 российских рублей в среднем в 2025 г. (рис 11.б).

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



Источник: расчеты на базе QPM.

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

## Риски отклонения от базового прогноза велики из-за «хрупкости» перегретой экономики Беларуси и неопределенности внешних условий

Отсутствие правил при реализации монетарной политики снижает ее предсказуемость, особенно в условиях дискреционной бюджетной политики и отсутствия независимости Нацбанка. Нельзя исключать усиления бюджетных и квазибюджетных стимулов в 2025 г. в попытке властей добиться цели по приросту ВВП в 4,1%.

Если Нацбанк не будет реагировать на такую политику соответствующим ужесточением денежно-кредитных условий, то избыточный спрос существенно увеличится. Это приведет к повышению давления на курс белорусского рубля, и он может ослабнуть более значительно в сравнении с базовым прогнозом. Если же Нацбанк ужесточит политику при реализации подобного сценария, то негативные последствия напрямую ощутит частный бизнес из-за удорожания рыночного финансирования.

**Рассинхронизация монетарной политики в Беларуси и России – значительно более высокие процентные ставки в России в сравнении с Беларусью – остается фактором риска для белорусского валютного рынка.** Доступные данные о кредитовании нерезидентов белорусскими банками не фиксировали значимого увеличения заимствований в белорусских рублях в прошлом году. Возможно, что российские организации увеличили кредитование через свои белорусские подразделения, но неординарного расширения кредита фирмам-резидентам в национальной валюте также не наблюдалось. Банковская система оставалась в профиците ликвидности, а ставка МБК не поднималась даже до уровня ставки рефинансирования. Все это указывает на то, что операции carry-trade из-за разницы в процентных ставках по кредитам в белорусских и российских рублях если и имели место в прошлом году, то их объем был ограниченным. Тем не менее, риски активизации подобных операций остаются высокими. Их реализация приведет к повышению спроса на иностранную валюту на внутреннем рынке, усилению давления на курс белорусского рубля и более значительному повышению процентных ставок по кредитам и вкладам в национальной валюте.

**Новые существенные санкционные проявления и угроза разрывов логистических цепочек, а также сокращение экономики России и спроса со стороны российского рынка на белорусские товары, остаются факторами риска для курсовой динамики – их реализация приведет к неизбежности более значимого обесценения рубля, в том числе относительно российской валюты, чем предполагает базовый сценарий**

## Пояснения

### Квартальная модель прогнозирования (Quarterly Projection Model; QPM)

Полуструктурная макроэкономическая модель, базирующаяся на принципах нового кейнсианства и относящаяся к классу динамических стохастических моделей общего равновесия. Оценивание ненаблюдаемых переменных в QPM (например, равновесных (трендовых) компонент экономических показателей) осуществляется с помощью многомерного фильтра Калмана. QPM получила широкое применение для макроэкономического анализа, прогнозирования и проектирования монетарной политики в центральных банках, в том числе в [Национальном банке Республики Беларусь](#).

### Индикаторы в рамках QPM

#### Монетарные условия

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

#### Разрыв выпуска

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

#### Разрыв процентной ставки

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

#### Равновесная (нейтральная) процентная ставка

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

#### Разрыв реального эффективного курса (разрыв РЕК)

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

#### Равновесный реальный эффективный курс

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

## Примечания

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

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

<sup>iii</sup> Номинальная средняя ставка по новым срочным рублевым депозитам повысилась с 8,3% в среднем за III квартал 2024 г. до 9,4% за IV квартал 2024 г., в том числе по вкладам фирм – с 7,9 до 9,1%, по вкладам населения – с 10,8 до 11,4%.

<sup>iv</sup> Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях повысилась с 10,8% в среднем за III квартал 2024 г. до 11,4% за IV квартал 2024 г., в том числе по кредитам фирмам – с 10,9 до 11,6%, по кредитам населению – снизилась с 10,2 до 10,1%.