

# Мониторинг экономики Беларуси: тенденции, настроения и ожидания

Обзор монетарной среды

I квартал 2023 г.

Май 2023 г.

## Мягкие монетарные условия усиливают инфляционные риски

Монетарные условия в I квартале 2023 г. оставались стимулирующими экономическую активность и проинфляционными (рис 1). Процентные ставки по рублевым кредитам и вкладам вновь переписали исторические минимумы в условиях реализации Национальным банком экстрамягкой денежной-кредитной политики. Следствием экспансионистской монетарной политики стал быстрый рост денежной массы, сопряженный с «опасным» изменением ее структуры: наличные деньги и средства на текущих счетах достигли рекордной за 20 лет доли в рублевой денежной массе. Белорусский рубль в I квартале 2023 г. оставался недооцененным, однако поддержка белорусских производителей со стороны курса ослабла в сравнении с прошлым годом. При отсутствии значимых шоков монетарные условия останутся мягкими в оставшейся части 2023 г.

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 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.

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.

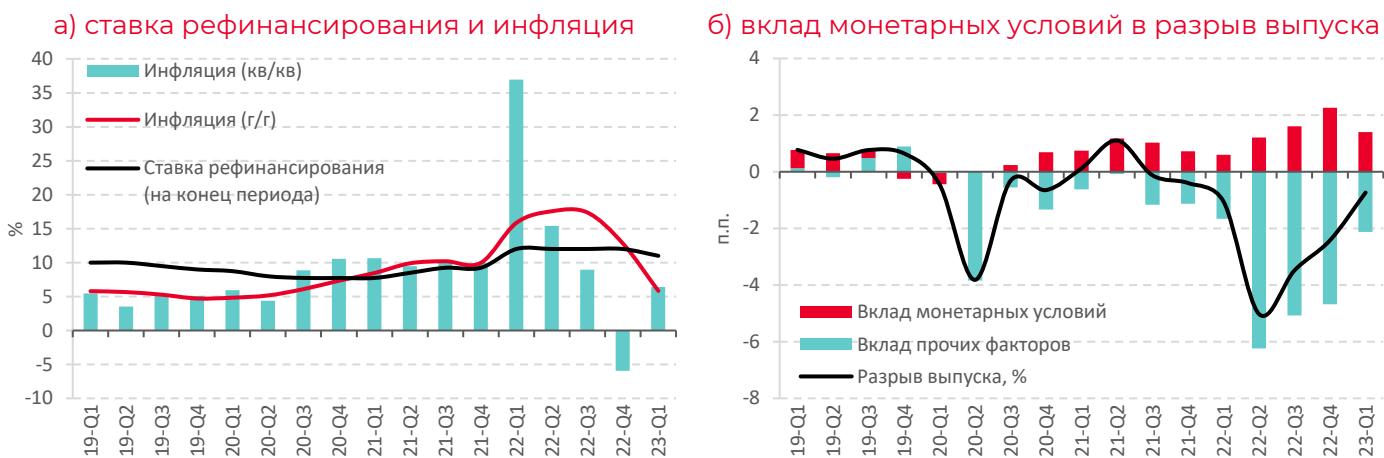
## 1 Денежно-кредитная политика: меры, направленность, характер

### Монетарная политика в I квартале 2023 г. сохраняла направленность на поддержку экономической активности без оглядки на инфляционные риски

Нацбанк с начала текущего года четырежды снижал ставку рефинансирования на 0,5 п.п., доведя ее уровень до 10% по состоянию на начало мая 2023 г. (рис 2.а). Сохранился подход Нацбанка к регулированию ликвидности – аукционные и постоянно доступные операции были под запретом и не осуществлялись. В результате банковская система продолжала функционировать в условиях существенного объема избыточной и не изымаемой Нацбанком ликвидности (рис 3.б).

Действия Нацбанка выглядят последовательно в рамках выбранной им стратегии поведения: максимальное задействование монетарных стимулов для раскручивания внутреннего спроса (рис 2.б) при высокой толерантности к инфляционным последствиям такой политики. Вместе с тем чрезмерная мягкость монетарной политики повышает уязвимость белорусской экономики для макроэкономических шоков.

Рис 2. Динамика показателей монетарной политики



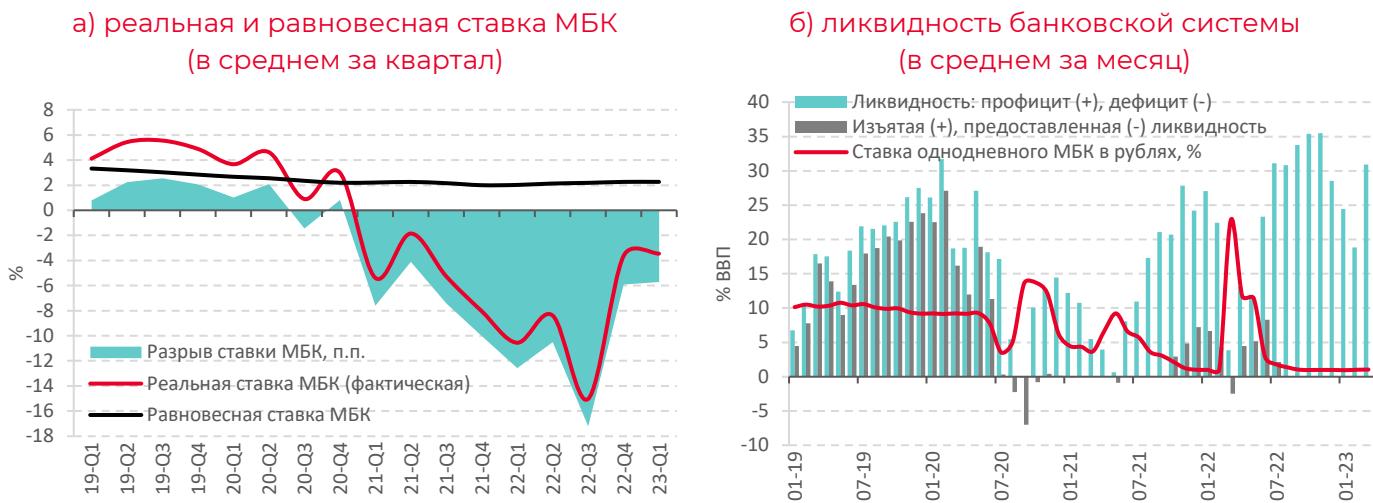
**Источник:** расчеты на основе данных Белстата, Нацбанка Беларусь, QPM.

**Примечание:** здесь и далее г/г – темп прироста последний месяц 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, возвещенный в четвертую степень (инфляция в годовом эквиваленте).

### Решение проблемы избыточной ликвидности без вмешательства Нацбанка затруднительно в краткосрочной перспективе

В условиях масштабного объема избыточной и не изымаемой Нацбанком ликвидности процентная ставка рублевого межбанковского рынка (далее – ставка МБК) за I квартал 2023 г. составила 0,99%, оставшись вблизи исторического минимума предыдущего квартала (рис 3.б). Уровень ставки МБК в реальном выражении сохранился глубоко отрицательным – существенно ниже равновесного значения, оцененного на базе QPM (рис 3.а). Это указывает на экстремальную мягкость процентной политики Нацбанка. Мягкая политика выглядит логичным выбором в среде трансформации белорусской экономики из-за изменившихся условий функционирования. Однако экстремальная мягкость процентной политики Нацбанка подвергает экономику повышенным рискам высокой инфляции и сильной волатильности при воздействии новых серьезных шоков.

### Рис 3. Характер процентной политики Национального банка



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

**Примечание:** здесь и далее реальные ставки рассчитываются путем корректировки номинальных ставок на ожидаемую годовую инфляцию в предстоящем квартале, рассчитанную в рамках QPM.

### Процентные ставки по депозитам в белорусских рублях – ниже нейтрального уровня

Процентные ставки по новым срочным рублевым вкладам в среднем снизились на 0,5 п.п. в I квартале 2023 г., достигнув нового исторического минимума.<sup>1</sup> Доходность рублевых вкладов оставалась низкой в условиях большого объема «лишних» денег в банковской системе: у банков по-прежнему отсутствуют стимулы предлагать высокую доходность для привлечения денежных ресурсов. Реальная средняя ставка по срочным рублевым вкладам в I квартале 2023 г. сохранялась отрицательной – ниже равновесного уровня, оцененного с помощью QPM (рис 4.6). Это сигнализирует о том, что уровень процентных ставок не стимулирует сберегательные процессы в белорусских рублях.

На предельно низком уровне менее 2% в I квартале 2023 г. оставались ставки по вкладам организаций. В отличие от населения фирмы вынуждены размещать денежные ресурсы в банках, а необходимость поддержания оборотных средств и усложнение вывода капитала за границу могут снижать чувствительность их поведения к изменению процентных ставок и курсов валют в сравнении с физическими лицами. Тем не менее, средние ставки по срочным рублевым вкладам населения также снизились на фоне избытка ликвидности.

### Доступность кредитных ресурсов повысилась

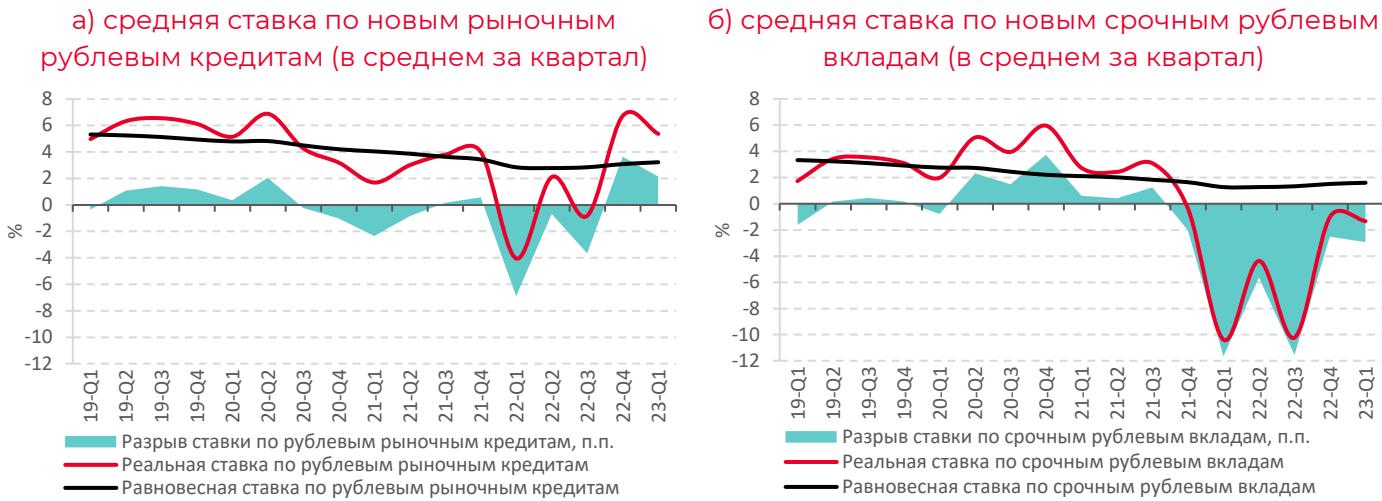
Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам в рублях понизилась на 1,5 п.п. в I квартале 2023 г. и в марте вновь переписала минимальное значение за весь период наблюдений – 9,4%.<sup>2</sup> Большой объем избыточной ликвидности подталкивает банки к понижению стоимости кредитных ресурсов, но может также мотивировать их к смягчению неценовых условий кредитования (например, требований к обеспечению и финансовому положению заемщиков, расширению спектра кредитных продуктов, удлинению сроков кредита и др.).

<sup>1</sup> Номинальная средняя ставка по новым срочным рублевым депозитам снизилась с 3,6% в среднем за IV квартал 2022 г. до 3,1% за I квартал 2023 г., в том числе населению – с 9,9 до 8,8%, организациям – осталась 1,9%.

<sup>2</sup> Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях снизилась с 11,3% в среднем за IV квартал 2022 г. до 9,8% за I квартал 2023 г., в том числе населению – с 12,2 до 11,4%, организациям – с 11,2 до 9,6%.

Несмотря на исторически минимальный уровень номинальной средней ставки по кредитам, оценки на базе QPM показывают, что реальная ставка в среднем превышала нейтральный уровень в I квартале 2023 г. (рис 4.а). На оценке реальной ставки продолжило сказываться административное снижение цен в IV квартале 2022 г., приведшее к сильному снижению рациональных инфляционных ожиданий, используемых при расчете реальных ставок в модели. Вполне вероятно, что в среде преобладания инфляционных рисков на среднесрочном горизонте и исторически низких номинальных ставок, ценовые условия рублевого кредитования были стимулирующими внутренний спрос в I квартале 2023 г.

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



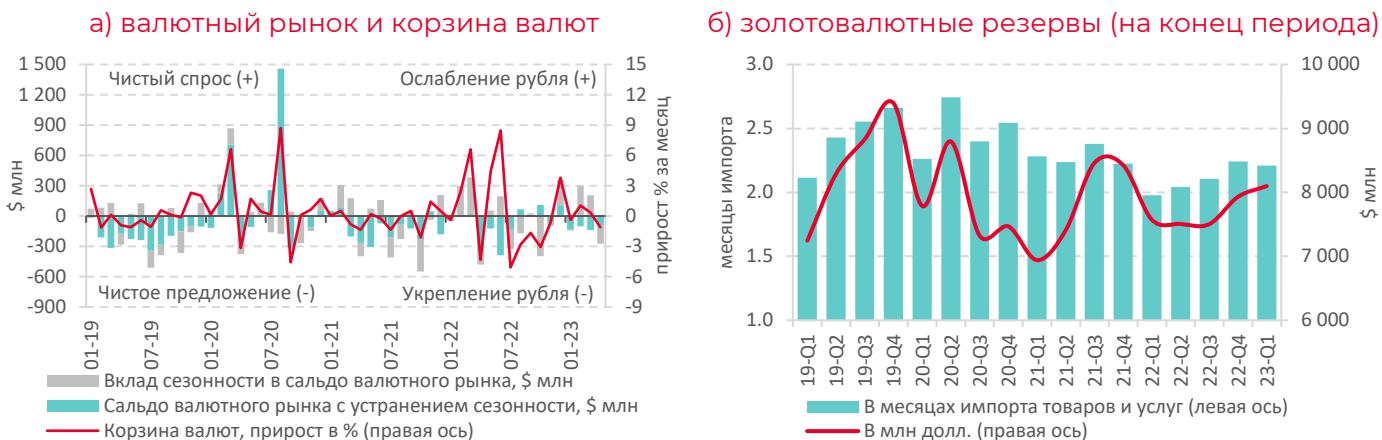
**Источник:** расчеты на базе QPM для Беларуси.

**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

### Белорусский рубль в среднем умеренно ослаб в I квартале 2023 г.

**Рис 5. Динамика корзины иностранных валют и золотовалютных резервов**



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

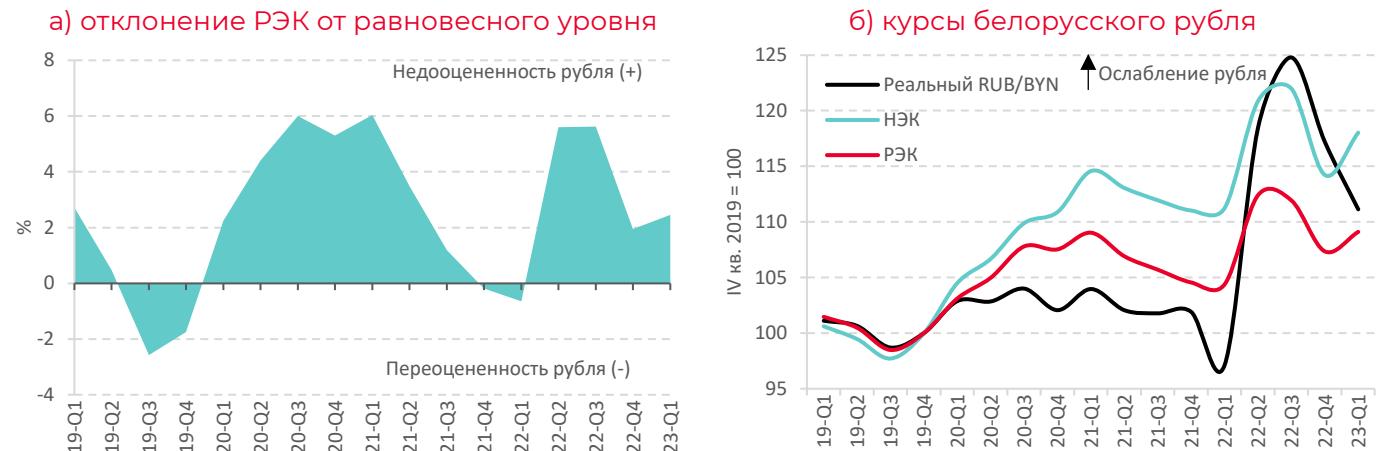
**Примечание:** на рисунке 5.а с января 2018 г. по июнь 2022 г. – корзина 3-х валют (доллар, евро и российский рубль), с июля 2022 г. – корзина 4-х валют (доллар, евро, российский рубль и китайский юань), с января 2023 г. – корзина 3-х валют (доллар, российский рубль и китайский юань). Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей в предыдущих периодах уточняется.

В среднем за I квартал 2023 г. стоимость корзины 3-х иностранных валют (российский рубль, доллар и юань) возросла на 0,9% в сравнении с уровнем IV квартала 2022 г. В терминах номинального эффективного курса белорусский рубль ослаб на 3,3% за аналогичный период (рис 6.6). Ослабление рубля стало результатом сезонного чистого спроса на валюту на внутреннем рынке (рис 5.а). Колебания курсов к отдельным иностранным валютам определялись динамикой их кросс-курсов на внешних рынках: в среднем за I квартал 2023 г. белорусский рубль ослаб на 10% к доллару, на 16,4% к евро и на 14,8% к юаню при укреплении на 5,4% кроссийскому рублю. Нацбанк сглаживал волатильность национальной валюты посредством валютных интервенций: продажа валюты с его стороны (вместе с Минфином) в I квартале 2023 г. составила \$108 млн.

### **Белорусский рубль в I квартале 2023 г. оставался несколько недооцененным**

В среднем в I квартале 2023 г. реальный эффективный курс белорусского рубля примерно на 2,4% превышал свой равновесный уровень, оцененный на базе QPM (рис 6.а). Такой масштаб недооцененности национальной валюты в целом указывает на то, что ее стоимость относительно валют стран – основных торговых партнеров находилась вблизи равновесия. В отличие от прошлого года, когда передевальвированность белорусского рубля (прежде всего к российскому рублю) стимулировала экспортные поставки, в начале текущего года этот позитивный эффект заметно ослаб. В то же время уменьшилось в сравнении с 2022 г. и косвенное проинфляционное влияние валютного курса.

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



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

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

### **Золотовалютные резервы не снизились в I квартале 2023 г. благодаря схеме погашения еврооблигаций в белорусских рублях**

Несмотря на продажу валюты Нацбанком, золотовалютные резервы выросли на \$169 млн за I квартал 2023 г. (рис 5.6). Можно выделить три причины такой динамики резервов. Во-первых, интервенции Нацбанка могли в значительном объеме осуществляться в российских рублях, который не входит в резервную корзину. Во-вторых, золото на мировом рынке подорожало почти на 8% за I квартал 2023 г., что могло способствовать увеличению резервов на ≈\$250 млн. В-третьих, предложенная белорусским правительством схема погашения долларовых еврооблигаций через спецсчет в Беларусбанке в белорусских рублях в I квартале не оказала давления на золотовалютные резервы.

Так, обязательства Нацбанка перед правительством в иностранной валюте снизились на \$741 млн в феврале. Однако, Минфин получил денежные средства не в иностранной валюте, а в белорусских рублях, которые были зачислены на счет в Беларусбанке и далее размещены Беларусбанком на счетах по учету обязательных резервов в Нацбанке. По сути, была осуществлена стерилизованная эмиссия, которая приведет к давлению на курс и резервы тогда, когда инвесторы предъявят спрос и получат доступ к этим ресурсам.

### **С устранением влияния фактора сезонности на валютном рынке в I квартале 2023 г. имело место чистое предложение иностранной валюты, сохранившееся и в апреле**

Основным донором валюты оставались нерезиденты (рис 7.а). Как отмечалось нами ранее, это может быть связано со схемами оплаты параллельного импорта в Россию через Беларусь. Вполне возможно, что такие схемы также ведут к повышенному спросу на валюту со стороны фирм-резидентов, которые в I квартале 2023 г. сохраняли статус главного чистого покупателя на рынке (рис 7.а). Так, в результате быстрого роста импорта товаров с осени 2022 г. и ухудшения торговли услугами профицит внешней торговли товарами и услугами (с устранением сезонности) в I квартале 2023 г. оказался минимальным с IV квартала 2019 г. Фактором чистого спроса на валюту со стороны фирм-резидентов также является активное погашение ими валютной задолженности.

Население в I квартале 2023 г. выступило чистым продавцом иностранной валюты (рис 7.а). Формирование чистого предложения со стороны населения связано с низким спросом на валюту, размер которого опустился к уровням трехлетней давности (рис 7.б). При этом продажа валюты физическими лицами в начале текущего года также оставалась низкой (рис 7.б). Такая динамика валютных операций населения может указывать на потери благосостояния и повышенную неопределенность. Кроме того, значимым образом на спрос на валюту могла повлиять релокация IT-специалистов, а также уменьшение искажающего воздействия на спрос со стороны спекулятивных схем с использованием зарубежным платежных систем.

**Рис 7. Состояние внутреннего валютного рынка**



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

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

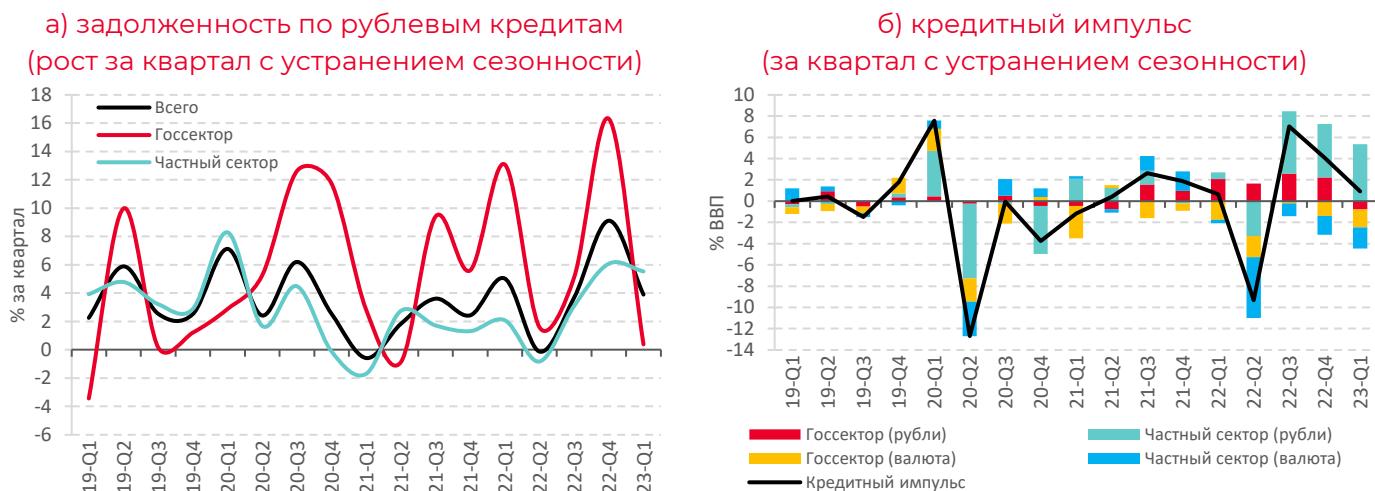
### 3 Влияние монетарных условий на кредитно-депозитный рынок

#### Кредитный импульс оставался положительным в I квартале 2023 г., а в частном секторе – существенным

Низкие процентные ставки и смягчение неценовых условий кредитования способствовали поддержанию высокой кредитной активности в частном секторе: выдачи рублевых кредитов продолжили расти в начале года (рис 8.б). Как и в предыдущем году, увеличение заимствований в рублях частично обеспечено замещением фирмами валютных обязательств из-за усложнения работы банков и предприятий с долларами и евро в условиях санкций. Активно росло и кредитование населения, при том и в потребительском, и в жилищном сегменте. Помимо снижения ставок на активность физических лиц могло повлиять восстановление роста заработных плат и постепенный отход от шока, вызванного российской агрессией в отношении Украины. Задолженность по рублевым кредитам частного сектора также увеличилась в I квартале 2023 г., однако в меньшей степени в сравнении с выдачами кредитом (рис 8.а). Это означает, что новые кредиты в значительной мере использовались для погашения имеющихся обязательств, вероятно, в рамках реструктуризации долга на фоне низких ставок по новым кредитам.

В сегменте госпредприятий кредитная активность ослабла в I квартале 2023 г. (рис 8.б). Вероятно, такая динамика во многом носит коррекционный характер после рекордного всплеска кредитования в конце прошлого года (рис 8.а). Нельзя также исключать того, что заметное восстановление промышленного производства способствовало улучшению ситуации с оборотными средствами госпредприятий и временно снизило потребность в краткосрочном кредитовании.

Рис 8. Динамика кредитов и кредитного импульса



**Источник:** расчеты на основе данных Национального банка Беларусь.

**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  $t$ . Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей уточняется.

## Денежная масса в I квартале 2023 г. росла ускоренными темпами, преимущественно за счет активной составляющей

Широкая денежная масса (далее – ШДМ) увеличилась на ≈9,1% в марте 2023 г. к декабрю 2022 г. в номинальном выражении или на ≈7,4% в реальном (все показатели с устранением сезонности). За последние десять лет более быстрый реальный рост ШДМ за квартал наблюдался только в 2015 г., когда он полностью объяснялся переоценкой валютной составляющей из-за девальвации белорусского рубля. В начале 2023 г. помимо эффекта переоценки существенный вклад в увеличение ШДМ продолжал вносить быстрый рост объемов средств в рублях (рис 9.б): рублевая денежная масса (далее – РДМ) за I квартал 2023 г. прибавила ≈8,2% в номинальном выражении или ≈6,5% в реальном (рис 9.а).

## В условиях предельно низких процентных ставок рост рублевой денежной массы обеспечивается бурным наращиванием «горячих» денег – структура денежной массы становится все более «хрупкой» для воздействия шоков

Наличные деньги и средства на текущих счетах увеличились за I квартал 2023 г. на ≈14% в номинальном выражении или на ≈12,2% в реальном. В результате (с устранением сезонности) доля наличных и текущих счетов в РДМ по итогам марта достигла максимального значения за последние 20 лет – 59,7% (рис 9.а). Сопоставимый удельный вес «горячих» денег в структуре РДМ последний раз был отмечен в I квартале 2003 г., когда уровень развития цифровых финансовых технологий был гораздо ниже сегодняшних.

Если мягкие монетарные условия продолжат поддерживать повышенный рост денежной массы, сопряженный с высокой долей активной составляющей в ее структуре, инфляционные риски значимо возрастут во второй половине 2023 г. Низкие процентные ставки и масштабный избыток ликвидности в банках формируют предпосылки к «взвинчиванию» внутреннего спроса сверх его равновесного уровня и не способствуют формированию стимулов к долгосрочным сбережениям. При этом преобладание «горячих» денег в рублевой денежной массе делает ее менее устойчивой перед шоками.

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



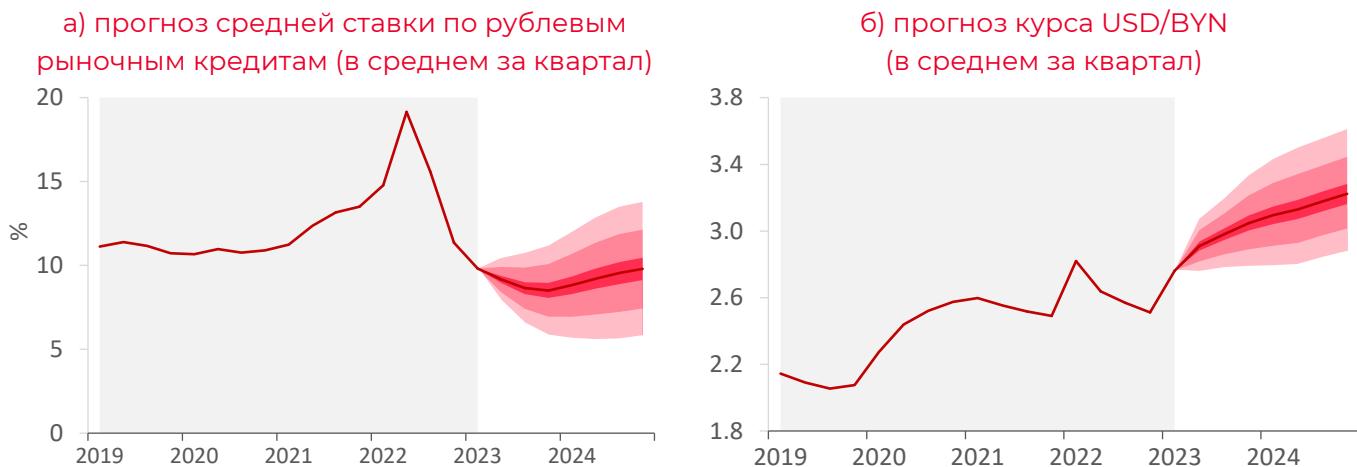
**Источник:** расчеты на основе данных Нацбанка Беларусь и Белстата.

**Примечание:** ШДМ – широкая денежная масса. РДМ – рублевая денежная масса. Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей 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 в текущем году сохранят стимулирующий характер при условии отсутствия новых серьезных шоков**

Рис 10. Прогноз процентных ставок и валютного курса (на базе QPM)



**Источник:** расчеты на базе QPM для Беларусь.

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

В базовом сценарии предполагается сохранение Нацбанком ограничений на операции регулирования ликвидности в 2023 г., в том числе по ее изъятию. Смягчение ограничений возможно ближе к концу 2023 г. при актуализации инфляционных рисков. Денежная эмиссия будет осуществляться в объемах, которые не вызовут существенной разбалансировки спроса и предложения в экономике. Т. е., актуальный риск масштабного наращивания необеспеченной эмиссии в попытке достичь планового показателя роста ВВП не реализуется в полной мере.

При реализации базового сценария монетарные условия останутся мягкими в 2023 г. (рис 1). При условии отсутствия новых существенных шоков Нацбанк продолжит понижать ставку рефинансирования для усиления внутреннего спроса. К концу года она может сложиться на уровне вблизи 9%, но нельзя исключать и более резкого понижения. Ставка МБК на протяжении большей части 2023 г. продолжит оставаться низкой в условиях структурного профицита ликвидности банковской системы, не изымаемой Нацбанком.

Средняя ставка по новым рублевым рыночным кредитам прогнозируется ≈9% в 2023 г. (рис 10.а): значимое понижение маловероятно в среде преобладания проинфляционных рисков. Поддержка кредитной активности со стороны низких ставок будет ограниченной в условиях высокой неопределенности в экономике. Средняя ставка по новым срочным рублевым вкладам ожидается в размере 3–4% в 2023 г., во многом за счет экстремально низкой доходности по депозитам организаций. В результате реальная средняя процентная ставка по вкладам останется отрицательной, что выразится в сохранении высокой доли наличных денег и средств на текущих счетах в структуре рублевой денежной массы. Вероятность более масштабного, чем заложено в базовый сценарий, смягчения монетарной политики и наращивания объемов нерыночного кредитования являются рисками для прогноза.

**Белорусский рубль может оставаться несколько недооцененным в 2023 году**

В терминах номинального эффективного курса ожидается ослабление рубля на ≈6% за 2023 г. (IV квартала 2023 г. к IV кварталу 2022 г.) вследствие сокращения профицита внешней торговли и поддержания низких процентных ставок по активам, номинированным в белорусских рублях. Динамика курсов белорусского рубля к отдельным валютам во многом будет определяться изменением их кросс-курсов на мировом рынке. При нахождении курса USD/RUB вблизи 80 российских рублей за доллар курс USD/BYN может составить 2,92 белорусского рубля за доллар в среднем за 2023 г. (рис 10.6). Курс 100\*RUB/BYN в таком случае прогнозируется в размере 3,74 белорусского рубля за 100 российских рублей в среднем в 2023 г. Девальвационные риски для курсовой динамики сохраняются из-за неопределенности новых проявлений санкционных ограничений, а также вероятности избыточного смягчения денежно-кредитной политики в Беларусь. В свою очередь, при сохранении настроенных логистических цепочек и более быстрым, чем ожидается в базовом сценарии, восстановлении экспорта калийных удобрений белорусский рубль может сложиться более крепким в текущем году.

## 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 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.