

# СПЕЦИАЛЬНЫЙ ДОКЛАД. КЛЮЧЕВЫЕ ФАКТОРЫ ДАЛЬНЕЙШЕГО СНИЖЕНИЯ СТАВКИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ В БЕЛАРУСИ

**Мирончик Н. Л. (к.э.н.)**

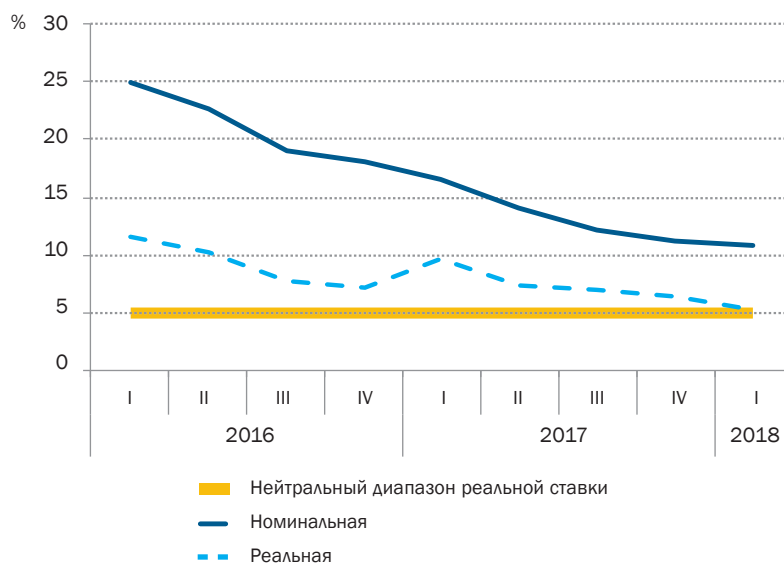
Процентная политика Национального банка Республики Беларусь (НБ РБ) направлена на поддержание всего комплекса процентных ставок денежного и кредитно-депозитного рынков на уровне, соответствующем достижению цели по инфляции с учетом необходимости обеспечения финансовой стабильности и устойчивого развития экономики. Отметим, что цель по инфляции в 2018 г. – ограничить прирост потребительских цен темпом не более 6%, в 2020 г. – снизить инфляцию до 5%, а в последующие годы – до 4%.

Ставка рефинансирования НБ РБ является базовым инструментом регулирования уровня процентных ставок на денежном рынке и служит основой для установления процентных ставок по операциям предоставления ликвидности банкам, а именно нижней границей для процентных ставок по инструментам поддержки ликвидности банков и верхним пределом для ставок по инструментам изъятия ликвидности из банковской системы.

Оптимальный уровень номинальной ставки рефинансирования в Республике Беларусь находится под влиянием многих факторов, в том числе внешних и внутренних, фундаментальных и циклических. Вместе с тем определяющими являются факторы внутреннего характера, среди которых наиболее значимые – инфляционные ожидания, отклонение прогнозируемой инфляции от цели, разрыв выпуска, риск-премия и вероятное изменение равновесного реального обменного курса. Следует добавить: если набор факторов остается стабильным, то их вклад в изменение ставки рефинансирования зависит от ситуации в экономике и денежно-кредитной сфере.

Номинальное значение ставки рефинансирования НБ РБ за период 2017 г. и I квартал 2018 г. было снижено на 7,5 п.п. до 10,5%. При этом инфляция, измеряемая приростом потребительских цен за прошедшие 12 месяцев, сократилась за аналогичный период на 5,2 п.п. и составила в марте 2018 г. 5,4%. Следовательно, реальная ставка рефинансирования, рассчитанная исходя из фактического уровня инфляции, за 2017 г. – I квартал 2018 г. снизилась на 1,9 п.п. и составила в марте 2018 г. 4,8%. Это говорит о том, что уменьшение номинальной ставки рефинансирования в течение указанного периода приводило к снижению ее реального уровня и определяло тем самым ослабление степени жесткости процентной политики Национального банка (рис. 1).

**Рисунок 1. Ставка рефинансирования  
Национального банка**



**Примечание:** Реальная ставка оценена исходя из фактической инфляции за год.

**Источник:** Составлено автором на основе данных Белстата и НБ РБ

В I квартале 2018 г. реальная ставка рефинансирования достигла своего нейтрального уровня, который оценивается в 4,5–5,5%. Поэтому дальнейшая динамика ставки будет зависеть, во-первых, от того, насколько инфляционные ожидания будут реагировать на проинфляционные факторы и обуславливать изменение потребительских цен, а во-вторых, от изменения уровня самой нейтральной ставки.

Инфляционные ожидания населения в Беларуси остаются достаточно высокими – в феврале 2018 г. они оценивались на уровне 11,6% [1]. Устойчивое закрепление ожиданий вблизи значения среднесрочной цели по инфляции требует времени, поскольку, как показывает отечественный и зарубежный опыт, процесс снижения инфляционных ожиданий в условиях переходной экономики довольно медленный. Это связано со значительной инерционностью ожиданий и их высокой чувствительностью к временным колебаниям обменного курса.

Следует указать также, что смягчение монетарных условий в 2017 г. и I квартале 2018 г. за счет снижения процентных ставок НБ РБ стало возможным не только в связи с замедлением инфляционных процессов, но и благодаря функционированию экономики на уровне ниже своего потенциала. Разрыв выпуска в течение указанного периода постепенно сокращался, оставаясь, однако, в области отрицательных значений (рис. 2). Процентная политика оказывала стимулирующее воздействие, способствуя выходу экономики из рецессии. Согласно прогнозам влияние указанного дезинфляционного фактора исчерпывается уже в 2018 г. Далее переход разрыва выпуска в область положительных значений будет служить предпосылкой для его проинфляционного эффекта на белорусскую экономику, а сам рост не будет являться стабильным.

**Рисунок 2. Разрыв выпуска в Республике Беларусь**

Источник: НБ РБ

В такой ситуации обеспечить устойчивые и более высокие темпы роста экономики может лишь увеличение отдачи от факторов производства (труда и капитала). Это предполагает реализацию комплекса структурных реформ, направленных на повышение эффективности работы государственных предприятий и их неценовой конкурентоспособности, повышение эффективности инвестиций в образование, инфраструктуру и технологии, диверсификацию внешней торговли, улучшение бизнес-среды, модернизацию традиционных секторов экономики, развитие корпоративного управления, малого и среднего бизнеса, правовых институтов и т.д.

Важно также понимать, что причина рецессии белорусской экономики 2015–2017 гг. не в жесткости монетарной политики, а в неспособности большинства отечественных производителей противостоять негативным внешним шокам и осуществлять быструю эффективную подстройку к изменившейся внешней среде в условиях резкого обесценения обменного курса российского рубля на зарубежных рынках в конце 2014 г. и сокращения спроса в России в 2015–2016 гг. Это обусловило вынужденную корректировку обменного курса белорусского рубля в начале 2015 г. и рост инфляционных ожиданий экономических агентов [3].

В 2018 г. возрастают также риски повышательного давления на инфляцию со стороны рынка труда. Задачи по увеличению заработной платы усиливают угрозу экономически необоснованного опережающего роста оплаты труда по сравнению с ростом производительности. С одной стороны, повышение заработных плат обуславливает рост издержек производителей. С другой стороны, ускорение роста потребительского спроса, поддерживаемого ростом заработных плат темпами, опережающими рост предложения товаров и услуг, создаст предпосылки для формирования избыточного потребительского спроса и ускорения темпов роста цен.

Другой резерв снижения реальных процентных ставок – уменьшение их нейтрального уровня, который определяется исключительно фундаментальными факторами. Согласно условию непокрытого паритета процентных ставок, например, такими факторами являются: равновесная реальная процентная ставка за рубежом, ожидаемое изменение равновесного реального обменного курса и равновесная риск-премия, связанная с изменением обменных курсов.

Уровень зарубежной равновесной ставки оценивается примерно в 1,5–2%. Он получен опираясь на взвешенную величину оценок нейтрального уровня равновесных процентных ставок политики Банка России, Европейского центрального банка и Федеральной резервной системы США [3]. Едва ли уровень взвешенной зарубежной равновесной ставки будет снижаться в ближайшие год-два.

Значения равновесной риск-премии зарубежных инвесторов для защиты от риска, связанного с изменением эффективного обменного курса белорусского рубля в течение короткого периода времени, оцениваются примерно в 0,5–0,8 п.п. Существенное уменьшение вклада данной компоненты в величину нейтральной процентной ставки также маловероятно в ближайшие годы. Для большинства стран с развивающимися рынками равновесное значение премии за риск краткосрочного изменения обменного курса национальной валюты относительно свободно конвертируемых валют положительно, находится в области не менее 1 п.п. и во многом зависит от позиции ликвидности страны в иностранной валюте и степени развития финансового рынка.

К сожалению, в настоящее время уровень резервных активов Беларуси ниже стандартных критериев достаточности, а потребности страны в валюте высокие. Основным источником финансирования дефицита текущего счета платежного баланса остаются долговые ресурсы. На 1 января 2018 г. валовой внешний долг Республики Беларусь составил 73,4% (при рекомендованном показателе экономической безопасности 55%), а международная инвестиционная позиция страны – минус 76,3% ВВП (по критериям Европейского союза международная инвестиционная позиция не должна превышать минус 35% ВВП). Значительная отрицательная величина международной инвестиционной позиции указывает на наличие дополнительных рисков обеспечения сбалансированности платежного баланса и, таким образом, устойчивости обменного курса. Как следствие Беларусь имеет недостаточно высокий кредитный рейтинг<sup>4</sup>, несмотря на недавнее улучшение последнего международными рейтинговыми агентствами и Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР).

Кроме того, уровень развития финансовой рыночной среды в Республике Беларусь остается ограниченным и пока еще не позволяет заинтересованным нефинансовым организациям осуществлять в полной мере и должным образом хеджирование своих валютных рисков. Требуется доработка нормативных правовых документов, регламентирующих и разъясняющих порядок проведения и учета нефинансовыми организациями операций хеджирования, а также устанавливающих порядок

---

<sup>4</sup> В октябре 2017 г. рейтинговое агентство Standard & Poor's впервые с 2011 г. повысило долгосрочный суверенный кредитный рейтинг Беларуси по обязательствам в иностранной валюте до уровня «В», прогноз «стабильный». В начале 2018 г. долгосрочный суверенный кредитный рейтинг также повысили рейтинговые агентства Moody's и Fitch Ratings. ОЭСР в январе 2018 г. повысила Беларусь в классификации страновых рисков и перевела страну из седьмой в шестую категорию.

налогообложения доходов по операциям хеджирования валютных рисков и учета возникающих расходов в налогообложении; повышение качества корпоративного риск-менеджмента на предприятиях; формирование бенчмарков доходности по долгосрочным долговым инструментам. Сдерживающим фактором также является отсутствие на валютном рынке риск-тейкеров, которые готовы были бы взять на себя позиции по покупке/продаже валюты с форвардными датами исполнения, и другие причины [2].

Что касается равновесного реального эффективного обменного курса, то, как известно, его динамика определяется производительностью экономики в сравнении со странами – торговыми партнерами (эффект Балассы – Самуэльсона). Для ближайших периодов темп обесценения равновесного РЭОК белорусского рубля оценивается в 2,5–2,7% в год. Это указывает на сохраняющееся отставание в наращивании эффективности белорусской экономики, необходимой для поддержания устойчивых высоких темпов экономического роста, и, как следствие, увеличивает нейтральный уровень процентной ставки. Формирование тренда на укрепление реального эффективного обменного курса возможно только при условии реализации структурных реформ, которые могут способствовать преодолению структурных ограничений для ускорения роста и снижению чувствительности к внешней конъюнктуре.

Таким образом, к настоящему времени реальная ставка рефинансирования достигла своего нейтрального уровня, который оценивается в 4,5–5,5%, и ее дальнейшая динамика будет зависеть от инфляционных ожиданий, а также от изменения фундаментальных факторов, определяющих уровень самой нейтральной ставки и не зависящих от денежно-кредитной политики Национального банка. В случае реализации проинфляционных рисков не исключено, что понадобится возврат к поддержанию процентных ставок в экономике на уровнях, выше нейтральных.

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Инфляционные ожидания населения // Национальный банк Республики Беларусь.– Февраль, 2018.– Доступно на: <https://www.vedomosti.ru/economics/news/2017/04/05/684243-nabiullina-rost>
2. Демиденко, М. Долларизация: причины и пути решения проблемы / М. Демиденко, Н. Мирончик, А. Кузнецов // Банковский вестник.– 2016.– № 12 (641). Доступно на: <http://www.nbrb.by/bv/articles/10338.pdf>
3. Мирончик Н. Чем обусловлена величина ставки рефинансирования? / Н. Мирончик // Вестник ассоциации белорусских банков – Апрель, 2018.– № 4 (827).– С. 4–8.