

# Об итогах реализации денежно-кредитной политики за январь – сентябрь 2018 г.

Доклад начальника Главного управления монетарной политики и экономического анализа Национального банка Республики Беларусь Д.Л. МУРИНА на расширенном заседании Правления

Подводя итоги реализации денежно-кредитной политики за 9 месяцев, можно констатировать, что поставленные на текущий год цели и задачи в области монетарной стабильности с высокой вероятностью будут выполнены.

Инфляция – основная цель денежно-кредитной политики – складывается ниже прогнозного уровня. Годовой прирост потребительских цен в сентябре 2018 г. составил 5,6% при целевом параметре не выше 6% (рисунк 1). Ожидается, что и в конце года инфляция сохранится около текущего уровня.

Одновременно обеспечивается поддержание темпов роста денежного предложения вблизи прогнозных параметров. Средняя широкая денежная масса в годовом выражении в сентябре 2018 г. увеличилась на 12,2% (рисунк 2) при прогнозе 9–12%. Таким образом, формируется тренд к достижению среднесрочной (на 2019 г. и 2020 г.) цели по инфляции – не выше 5%.

Фактическая динамика денежного предложения не только позволяла сдерживать инфляционные процессы, но и способствовала поддержанию деловой и инвестиционной активности посредством роста банковского кредитования соразмерно плате-



жеспособному спросу со стороны юридических и физических лиц.

В сентябре 2018 г. в годовом выражении требования к экономике банков и Банка развития приросли на 15,6%. Причем в белорусских рублях они увеличились на 22,5%, а в иностранной валюте – на 0,2%. Как следствие, на 1 октября 2018 г. в валютной структуре требований к экономике банков и Банка развития доля рублевой составляющей превысила 51%. На начало года она составляла еще 49,8%. Во многом данный результат обусловлен последовательными мерами по

дедолларизации экономики на фоне достигнутого уровня макроэкономической сбалансированности.

Немаловажную роль сыграло и повышение ценовой доступности кредитных ресурсов в белорусских рублях. Средняя процентная ставка по вновь выдаваемым кредитам (без учета льготных) уже на протяжении нескольких месяцев составляет 11,2–11,3 процента годовых (рисунк 3).

Устоявшимися можно назвать и процентные ставки на депозитном рынке в национальной валюте. Так, по новым срочным банковским вкладам средняя доходность уже длительное время поддерживается банками на уровне выше 7 процентов годовых,

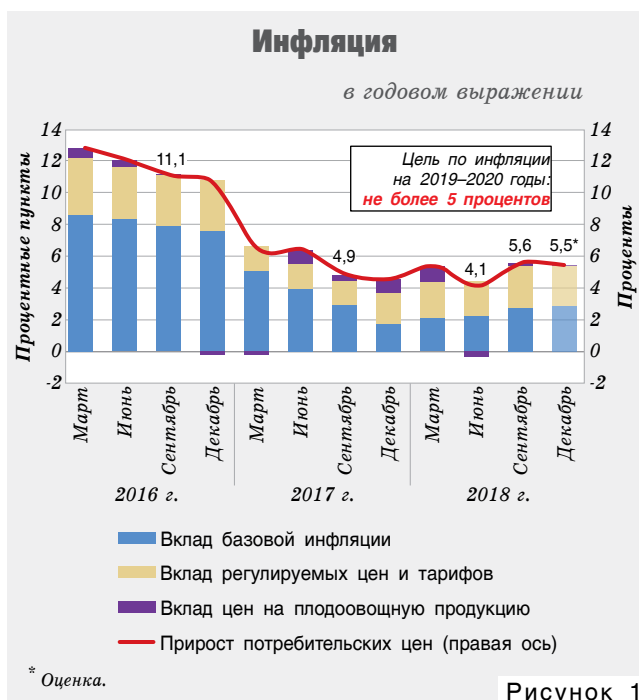


Рисунок 1

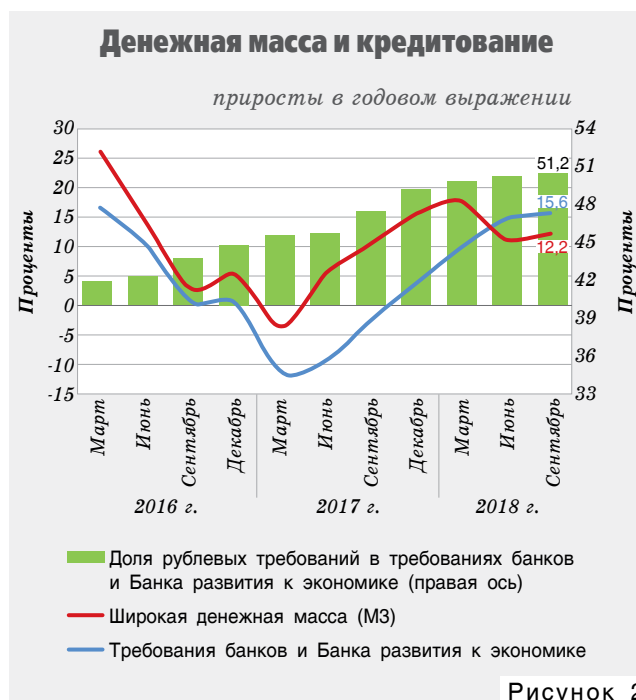


Рисунок 2



для физических лиц – выше 9 процентов годовых. Как следствие, сохраняется стабильная ситуация на депозитном рынке. По отношению к декабрю 2017 г. срочные депозиты населения в белорусских рублях выросли на 16,5%, юридических лиц – на 16,8%.

Удельный вес безотзывных вкладов физических лиц в сентябре 2018 г. составил 82,3%, доля долгосрочных вкладов в общем объеме безотзывных остается высокой – 65%.

Что касается депозитов в иностранной валюте, то за 9 месяцев 2018 г. они снизились на 5,4%. В абсолютном выражении валютные остатки средств физических и юридических лиц на счетах в банках уменьшились на 625,7 млн. долл. США. В результате, по данным за сентябрь 2018 г., доля валютной составляющей в структуре широкой денежной массы уменьшилась по сравнению с началом года на 4,4 процентного пункта и составила 61,8%.

Опережающий рост рублевой денежной массы (за последние 12 месяцев она увеличилась на 26%) ведет к рублевой монетизации экономики и отражает расширение сферы использования национальной валюты.

Вместе с тем в последнее время активизировались критики текущего режима реализации денежно-кредитной политики. Вновь пропагандируется тезис, что «жесткое» монетарное таргетирование, которым «увлекся» Национальный банк, является сдерживающим фактором экономического роста, тогда как его основной задачей должно быть стимулирование банков к активному кредитованию экономики по низким процентным ставкам. Как уже отмечалось 2,5 года назад, такая практика применялась в нашей стране до 2012 г. Последствиями этого стали самые большие на постсоветском пространстве инфляция и девальвация, сильная валютизация экономики и высокие инфляционные ожидания, расходование золотовалютных резервов страны и накопление государственного долга в иностранной валюте. Большая часть этих явлений по-прежнему продолжает оказывать повседневное влияние на экономические процессы в стране и ограничивает эффективность реализации денежно-кредитной политики.

Так, Правительству и Национальному банку требовалось за январь – сентябрь 2018 г. исполнить

внешних и внутренних обязательств в иностранной валюте в общем объеме на 4,3 млрд. долл. США.

Для сравнения: положительное saldo внешней торговли товарами и услугами за 8 месяцев 2018 г. составило лишь 580 млн. долл. США, прямые иностранные инвестиции без реинвестированных доходов – 360 млн. долл. США. То есть реальный сектор белорусской экономики генерирует чистое поступление валюты в страну в объеме, несопоставимом с величиной выплат по государственному долгу.

В свою очередь, это требует от Правительства и Национального банка частичного рефинансирования своих валютных обязательств в целях недопущения значимого снижения золотовалютных резервов. За январь – сентябрь 2018 г. путем выпуска ценных бумаг привлечено около 1,4 млрд. долл. США. В результате на 1 октября 2018 г. золотовалютные резервы составили 6,9 млрд. долл. США (или два месяца импорта). При этом их снижение с начала года (на 390 млн. долл. США) было меньшим, чем предусматривалось программными документами на текущий год (рисунок 4).



Нередко можно слышать утверждение, что практику частичного рефинансирования долгов следует существенно уменьшить и даже прекратить. Для погашения государственного долга следует задействовать имеющиеся золотовалютные резервы, которые при плавающем обменном курсе стране не нужны. Но только Правительству предстоит в последующие три года направить на погашение своих валютных обязательств порядка 12 млрд. долл. США, а текущих поступлений в страну, как уже отмечалось, недостаточно. Соответственно, валютные заимствования Правительства и Национального банка являются в настоящее время объективной экономической реальностью. Но одним из ключевых факторов, определяющим возможность их привлечения по приемлемой цене на международном рынке, как раз и является уровень золотовалютных резервов страны. Чем выше их уровень достаточности, тем (при прочих равных) меньше стоимость заимствования для суверенного заемщика.

Для Беларуси это особенно актуально, если учесть, что почти треть средств, направляемых на погашение государственных валютных обязательств, предназначена для обслуживания долга.

Возвращаясь к вопросу «жесткости» текущей денежно-кредитной политики, следует отметить, что сложившиеся в настоящее время монетарные условия носят большей частью нейтральный характер. То есть они не приводят ни к снижению, ни к ускорению инфляции, а также не препятствуют восстановлению экономической активности. Об этом свидетельствует факторный анализ произошедшего в текущем году закрытия отрицательного разрыва выпуска (рисунок 5).

Отклонение реального курса белорусского рубля от своего равновесия незначительно, что способствует поддержанию ценовой конкурентоспособности белорусских производителей товаров и услуг.

Динамика процентных ставок на денежном рынке обеспечивает умеренный рост кредитования эко-

номики и поддержание денежного предложения в запланированных параметрах. Вместе с тем дальнейшая реализация денежно-кредитной политики будет происходить в принципиально иных по сравнению с последними годами условиях.

Траектория трендовой инфляции, которая представляет собой ценовой индикатор, очищенный от влияния различных шоков, имеющих кратковременный характер, возвращается к более высокому уровню. В годовом выражении показатель трендовой инфляции увеличился с 3,2% в июне до 3,8% в сентябре (рисунок 6). При этом наблюдается и некоторое ухудшение однородности роста потребительских цен. В целом доля товаров и услуг, цены и тарифы на которые в годовом выражении выросли менее чем на 5%, в сентябре 2018 г. снизилась

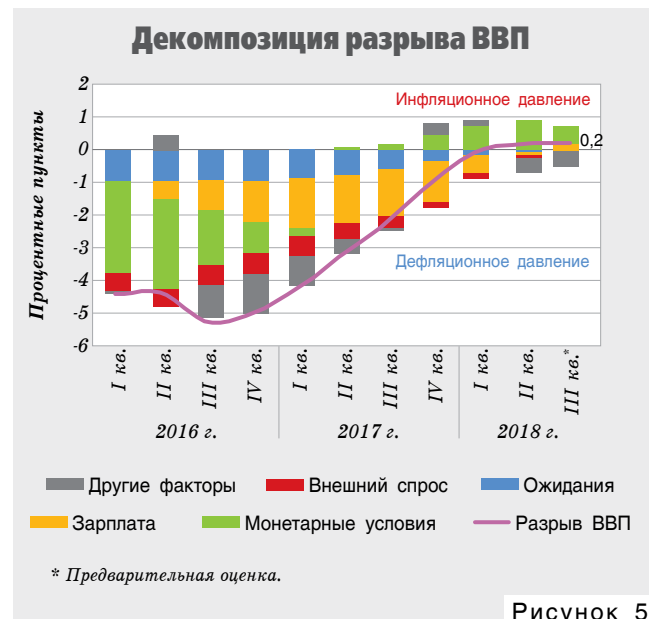


Рисунок 5

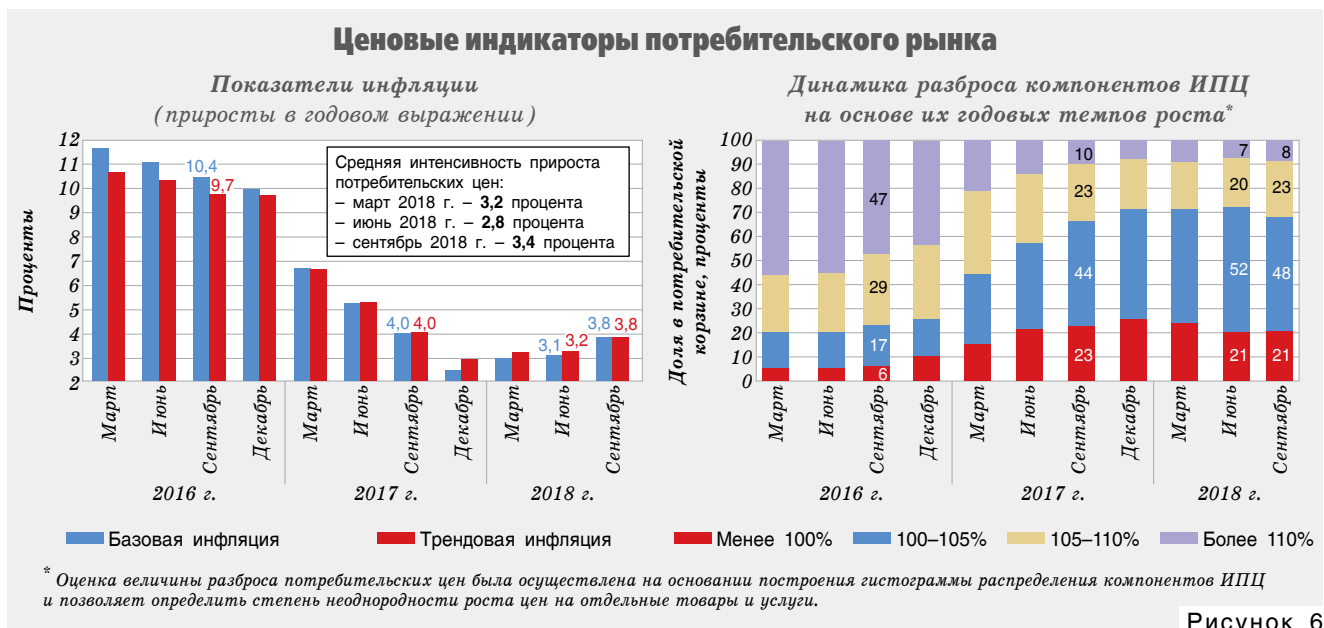


Рисунок 6

относительно июня на 4 процентных пункта, составив менее 70%.

Повышение уровня инфляции связано:

– во-первых, с воздействием конъюнктурных факторов, вызвавшим ускоренный рост свободных цен по отдельным позициям потребительского рынка, – годовые значения базовой инфляции, очищенной от влияния сезонных и регулируемых цен, выросли с 3,1% в июне до 3,9% в сентябре 2018 г. Речь идет о причинах, которые лежат в основе существенного подорожания мяса и мясопродуктов из птицы и свинины. Это рост затрат на производство кормов, прежде всего вследствие низкого урожая зерновых у нас в стране и за рубежом. Производители были вынуждены отреагировать на него увеличением цен на свою продукцию;

– во-вторых, с более интенсивным повышением административно регулируемых цен и тарифов – в годовом выражении темпы роста регулируемых цен выросли с 9,1% в июне до 10,8% в сентябре 2018 г.

Существенную роль здесь сыграло повышение цен на автомобильное топливо, которое в сентябре 2018 г. подорожало более чем на 15% в годовом выражении, обеспечило только прямой вклад в годовой прирост потребительских цен на уровне 0,44 процентного пункта. Общие же негативные последствия для белорусской экономики (и рост издержек для белорусских товаропроизводителей, и усиление инфляционных ожиданий) значительно выше и будут проявляться еще длительное время.

Полученные в августе 2018 г. результаты последнего квартального обследования свидетельствуют об увеличении количества респондентов, ожидающих более быстрого увеличения цен при снижении количества респондентов, считающих, что цены расти не будут. Как результат, население ожидает прирост потребительских цен в последующие 12 месяцев на уровне 11,7%, что несколько выше майских цифр – 11,4% (рисунки 7).

Все это означает, что отдельные ценовые шоки будут глубже влиять на интенсивность инфляционных процессов в целом и, соответственно, на принятие Национальным банком решений в области денежно-кредитной политики.

Кроме того, необходимо учитывать, что ранее имевшие место дезинфляционные факторы прекратили свое действие.

Экономический рост приблизился к своему равновесному уровню (рисунки 8), больше не сдерживая увеличение цен со стороны внутренней экономики. При этом экономические ожидания субъектов хозяйствования остаются оптимистичными, сохраняется их инвестиционная активность. Очищенный от сезонности сводный индекс экономических настроений, рассчитываемый Национальным банком по данным мониторинга предприятий, на протяжении 9 месяцев текущего года находится в положительной зоне.

Потребительский спрос, поддерживаемый ростом доходов, пока остается достаточно высоким. С начала текущего года темпы роста розничного товарооборота остаются на уровне 9–10% к соответствующему периоду прошлого года.

Остается высокой и кредитная активность населения. Кредитная задолженность физических лиц в национальной валюте за январь – сентябрь выросла на 20,7% (годом ранее – на 15,9%). Более активно привлекались кредиты на финансирование недвижимости – прирост составил 14,2% против 5,4% в прошлом году. Однако и рост потребительского кредитования остается высоким – 33,6%.

Сохраняется устойчивым спрос на товары зарубежного производства, прежде всего непродовольственные. Их доля в розничном товарообороте организаций торговли остается высокой – более 55%. Годовой объем потребительского импорта в августе 2018 г. вырос до 8,2 млрд. долл. США. Для сравнения: в августе прошлого года он составлял 7,3 млрд. долл. США.

Таким образом, активизация потребительского спроса не только оказывает влияние на интенсивность инфляционных процессов, но и несет риски в части сбалансированности внешней торговли. Особенно учитывая, что импорт инвестиционных и промежуточных (как энергетических, так и неэнергетических) товаров растет опережающими по сравнению с экспортными поставками темпами.

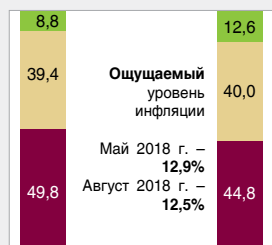
Следствием этого уже стало увеличение чистой покупки предприятиями иностранной валюты на внутреннем валютном рынке (рисунки 9). За январь – сентябрь 2018 г. субъекты хозяйствования на чистой основе купили 494 млн. долл. США против 431 млн. долл. США годом ранее. При этом чистая продажа населением иностранной валюты за 9 месяцев текущего года составила 1,1 млрд. долл. США. Это меньше уровня прошлого года, когда население продало валюты на 1,6 млрд. долл. США.

Но если чистый спрос со стороны субъектов хозяйствования является достаточно устойчивым, то чистое предложение со стороны населения, как показал сентябрь 2018 г., может достаточно быстро исчезнуть, создавая тем самым дополнительную турбулентность на внутреннем валютном рынке для курса национальной валюты.

## Инфляционные ожидания

По результатам опроса населения

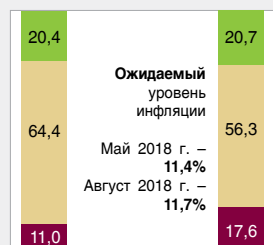
Оценка уровня инфляции  
на 12 месяцев



Май 2018 г. Август 2018 г.

■ Выросли очень сильно  
■ Выросли умеренно  
■ Выросли незначительно

Ожидания уровня  
инфляции на 12 месяцев



Май 2018 г. Август 2018 г.

■ Будут расти быстрее, чем сейчас  
■ Будут расти так же интенсивно  
■ Будут расти медленнее, чем сейчас

Рисунок 7

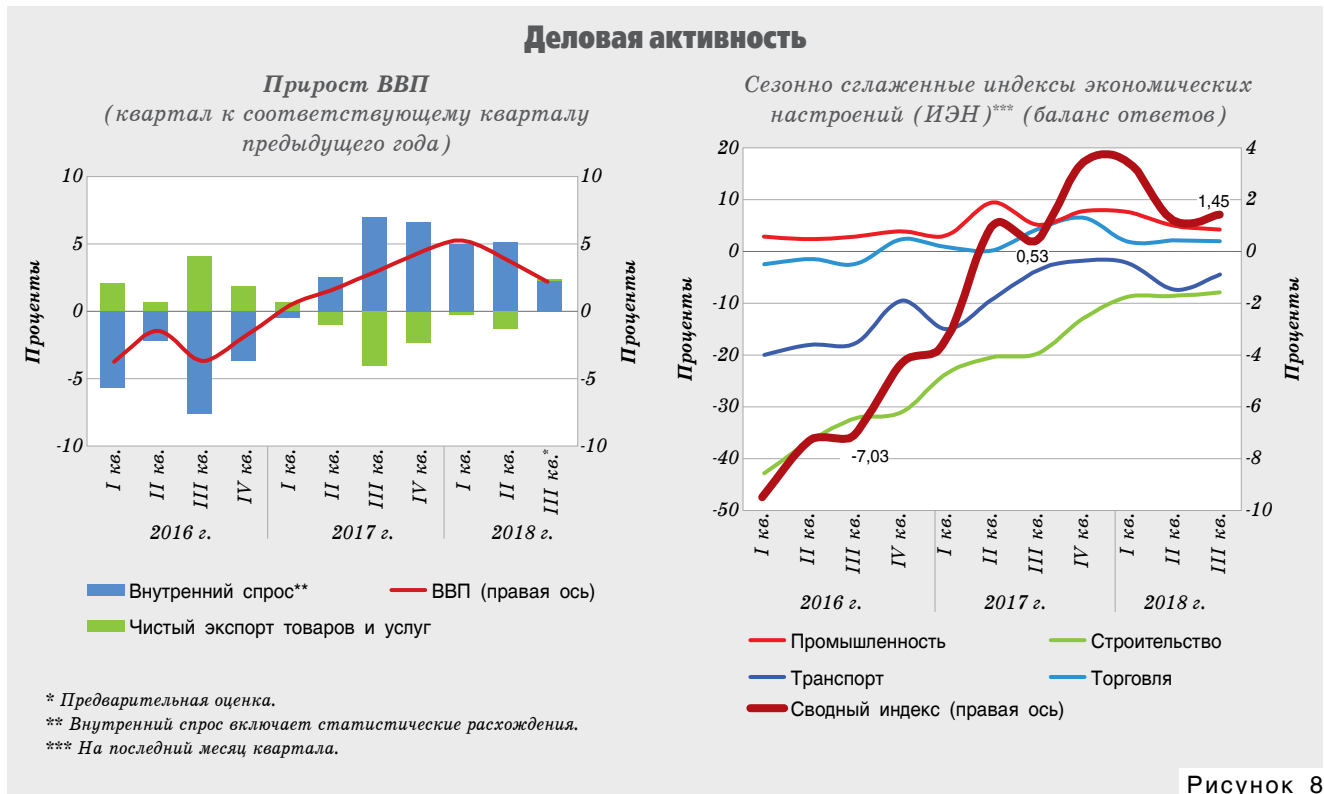


Рисунок 8

Усиление девальвационных ожиданий населения произошло на фоне ослабления российского рубля относительно других валют в ответ на принятие очередных санкций относительно Российской Федерации. Если в январе – августе 2018 г. среднемесячный объем чистого предложения иностранной валюты со стороны населения составлял 134 млн. долл. США, то в сентябре оно снизилось до 6,7 млн. долл. США вследствие снижения продажи валюты.

В совокупности данные факторы привели к достаточно сильному изменению обменного курса белорусского рубля за один месяц. Если за январь – август 2018 г. стоимость корзины валют уменьшилась на 3,5%, то за январь – сентябрь 2018 г. – уже на 0,4%.

Как видно, курсовой фактор также теряет свое благоприятное воздействие на инфляцию.

Таким образом, резюмируя вышесказанное, можно отметить:

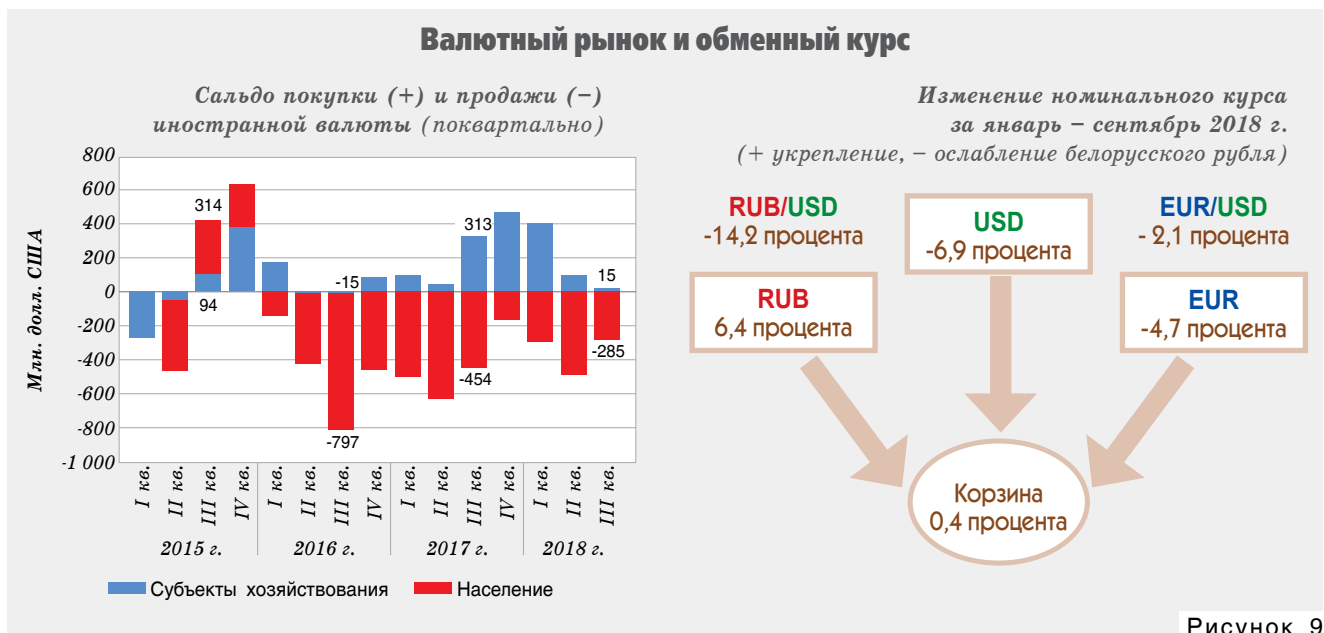


Рисунок 9



– развитие белорусской экономики происходит в условиях ухудшения внешней конъюнктуры, степень неопределенности в отношении дальнейшего развития ситуации на мировых финансовых рынках и геополитической обстановки увеличивается;

– инфляция находится в рамках целевого уровня, но наблюдается ее некоторое ускорение, связанное как с наличием внутренних конъюнктурных факторов, так и с формированием внешнего инфляционного давления со стороны стран – основных торговых партнеров;

– динамика денежного предложения в январе – сентябре 2018 г. сдерживала инфляционные процессы и способствовала поддержанию деловой и инвестиционной активности в стране;

– для удержания инфляции в пределах 5% – целевого ориентира на 2019–2020 гг. – в ближайшей перспективе требуется сохранение сложившихся монетарных условий и, в частности, поддержание процентных ставок в экономике на уровне текущих значений.