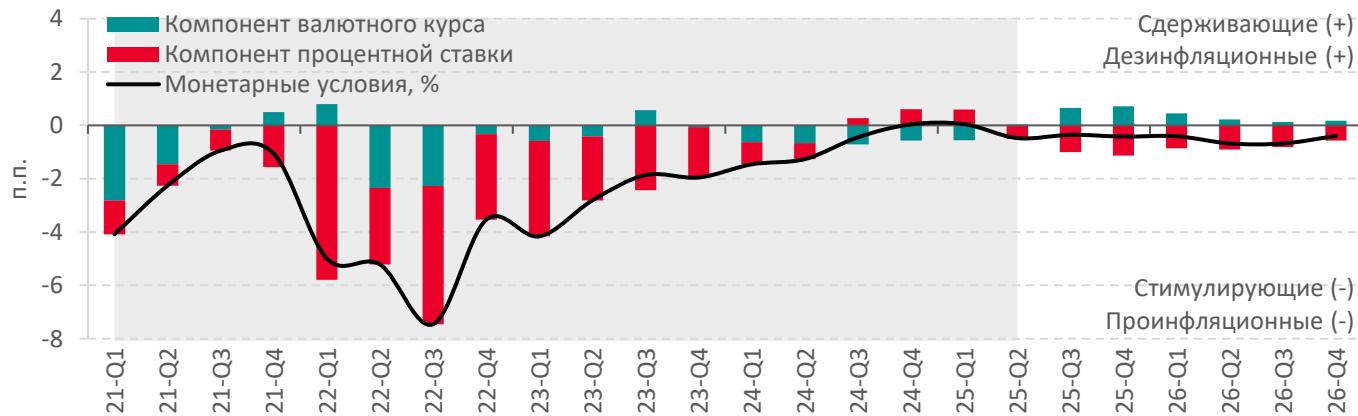


## Монетарные условия несколько смягчились в II квартале 2025 года

Процентные ставки по кредитам и вкладам снизились в реальном выражении вследствие ускорения инфляционных процессов. В среднем ставки опустились несколько ниже нейтральных уровней (рис 1). Это поддерживало перегретость внутреннего спроса и препятствовало его скорому возврату к сбалансированному состоянию. При этом Нацбанк стал в большей степени полагаться на директивное воздействие на банки при денежно-кредитном регулировании. Это повышает риски ошибочных решений и увеличивает уязвимость экономики перед шоками. Курс белорусского рубля в II квартале 2025 г. оценивается вблизи равновесия (рис 1).

В базовом сценарии ожидается, что монетарные условия не будут ограничительными для экономической активности во второй половине 2025 г. – 2026 г., прежде всего со стороны процентных ставок (рис 1). При этом прогнозируемость действий Нацбанка снизилась, а монетарная политика становится более дискреционной и приобретает волюнтаристские очертания. Для экономических результатов 2026 г. непредсказуемая монетарная политика является существенным фактором неопределенности.

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.

Ни BEROC tyrimų centras, VšĮ, ни лица, его представляющие, не могут быть ответственными за использование информации, содержащейся в данном бюллетене. Несмотря на всю тщательность подготовки материала, ни BEROC tyrimų centras, VšĮ, 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 tyrimų centras, VšĮ несет ответственности за потери и/или убытки любого рода, связанные с использованием информации, представленной в бюллетене.

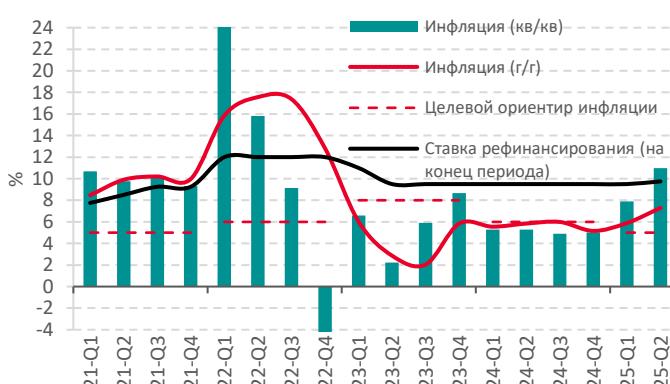
## 1 Денежно-кредитная политика: меры, направленность, характер

### Денежно-кредитная политика оставалась мягкой в II квартале 2025 г.

Нацбанк в июне повысил ставку рефинансирования на 0,25 п.п. – до 9,75% (рис 2.а). Одновременно регулятор поднял в пределах 1 п.п. расчетные величины стандартного риска (РВСР) по рыночным кредитам и срочным вкладам для населения, а также по кредитам фирмам на срок до трех лет. При этом РВСР по кредитам фирмам на срок выше трех снижена на 0,75 п.п. за II квартал 2025 г. Разнонаправленные действия Нацбанка связаны с его новым экстравагантным целеполаганием: намерение «охладить» потребительский спрос и замедлить рост потребительского импорта при одновременном стимулировании инвестиционной активности. Значительное ускорение инфляции, которая в июне уже более чем на 2 п.п. превосходила целевой ориентир (рис 2.а), не являлось поводом для реализованных мер монетарной политики. **Так как повышение ставки рефинансирования и РВСР было гораздо меньшим по масштабу в сравнении с увеличением инфляции, то в реальном выражении эти процентные индикаторы снизились в II квартале 2025 г.**

Рис 2. Динамика показателей денежно-кредитной политики

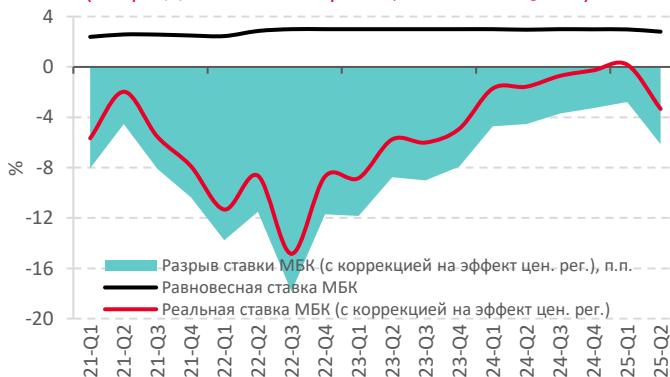
а) ставка рефинансирования и инфляция



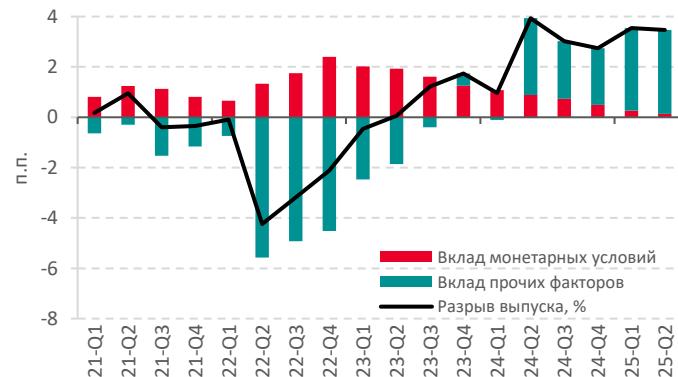
б) ликвидность банковской системы  
(в среднем за месяц)



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 Беларусь, 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>

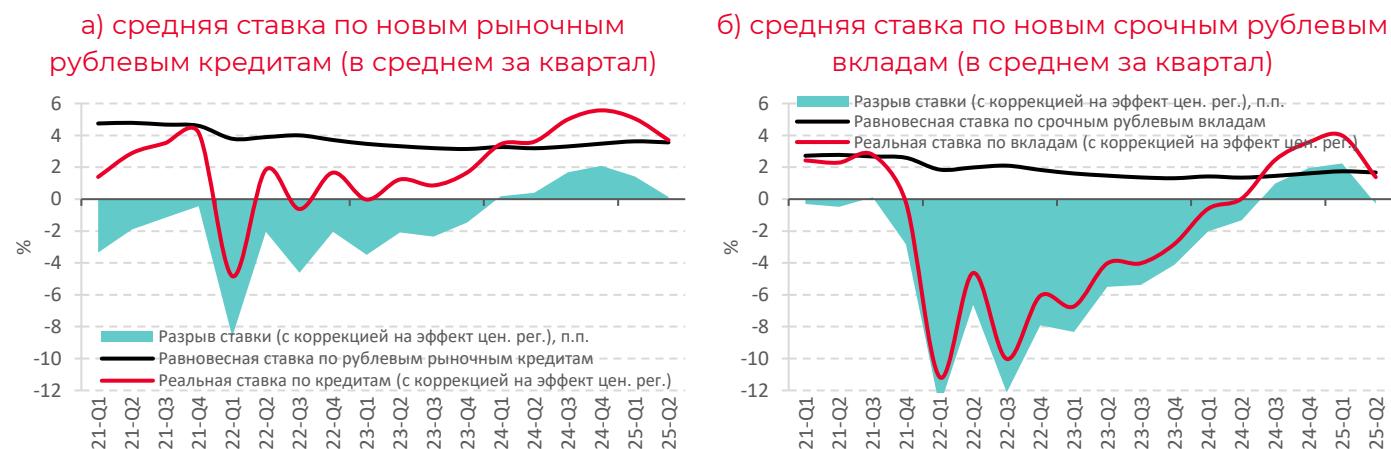
## Банковская система функционировала в состоянии избытка ликвидности в II квартале 2025 г., в результате чего ставка межбанковского рынка (МБК) снизилась (рис 2.6)

Нацбанк изымал избыточную ликвидность только посредством постоянно доступных операций – депозитов овернайт. Изъятие на аукционах не осуществлялось. Одновременно Нацбанк эмитировал около 2 млрд рублей посредством покупки иностранной валюты на бирже в II квартале 2025 г., а также проводил кредитные аукционы поддержки ликвидности банков. Проведение исключительно кредитных аукционы в среде структурного избытка ликвидности подчеркивает приоритет Нацбанка «искусственному» стимулированию инвестиционного кредитования. В таких условиях ставка МБК снизилась до 5,2% в среднем в II квартале 2025 г. (рис 4.а). **В реальном выражении ставка МБК еще больше отклонилась вниз от нейтрального уровня, что указывает на смягчение денежно-кредитной политики (рис 2.в).**

### Процентные ставки по депозитам в белорусских рублях снизились в II квартале 2025 г.

Средняя номинальная ставка по новым срочным рублевым вкладам в II квартале 2025 г. составила 9,9%, что на 0,9 п.п. ниже в сравнении с предыдущим кварталом (рис 4.а).<sup>iii</sup> На снижение доходности депозитов, в первую очередь для организаций, повлиял избыток ликвидности в банковской системе. Укоренившиеся ожидания понижения ключевой ставки Банка России могли формировать благоприятные условия для уменьшения ставок белорусскими банками, так как угроза перетока ресурсов в российские рубли стала менее актуальной. Кроме того, на снижение доходности депозитов (прежде всего краткосрочных) могли повлиять директивные установки Нацбанка для банков. На это указывает очень резкое понижение депозитных ставок в июне (рис 4.а), хотя значимых изменений макроэкономических и финансовых условий в этом месяце не отмечено.

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).

### Процентные ставки по рыночным кредитам в белорусских рублях несколько повысились в II квартале 2025 г.

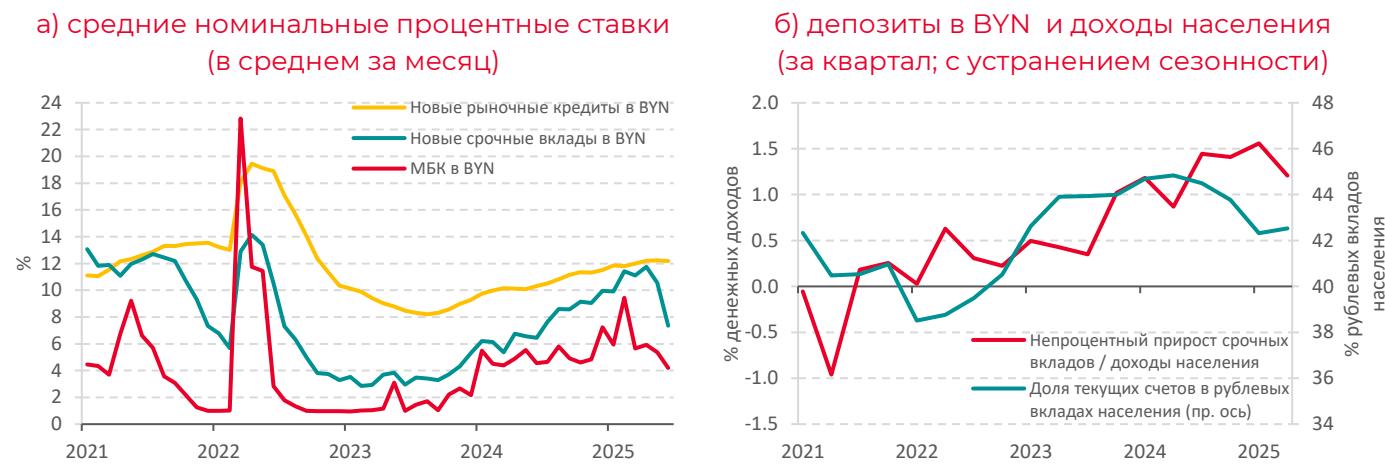
Средняя номинальная ставка по новым рыночным рублевым кредитам увеличилась на 0,3 п.п. за II квартал 2025 г. – до 12,2% (рис 4.а).<sup>iv</sup> Повышение РВСР в июне не успело отразиться в ставках кредитования. Вероятно, на их динамику в большей степени влияли устные рекомендации руководства Нацбанка по величине ставок для коммерческих банков. Директивные инструменты, предположительно, становятся преобладающим способом воздействия Нацбанка на состояние кредитно-депозитного рынка.

Это снижает эффективность трансмиссионного механизма монетарной политики и увеличивает риск ошибочных решений, что повышает уязвимость экономики для шоков.

### **В реальном выражении ставки по кредитам и депозитам существенно понизились в II квартале 2025 г. в условиях повышения инфляции и инфляционных ожиданий**

Реальные ставки опустились к своим нейтральным значениям (рис 3). Это означает, что со стороны процентных ставок не наблюдалось ни существенного стимулирующего, ни сдерживающего воздействия на экономическую активность и инфляцию в II квартале 2025 г. (рис 2.г). В среде серьезного перегрева экономики и высокой инфляции (заметно превосходящей целевой ориентир) нейтральный характер процентных ставок является недостаточным для купирования рисков для макроэкономической стабильности.

**Рис 4. Динамика номинальных процентных ставок, депозитов населения**



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

## **2 Курсовая политика: меры, направленность, характер**

### **Курс белорусского рубля не претерпел значимых изменений в II квартале 2025 г.**

В среднем за II квартал 2025 г. стоимость корзины 3-х иностранных валют (российский рубль, доллар и юань) повысилась на 0,1% к значению I квартала 2025 г. (рис 6.6). Колебания курсов к отдельным иностранным валютам преимущественно определялись динамикой их кросс-курсов на внешних рынках: в среднем за II квартал 2025 г. белорусский рубль ослаб на 5,8% к российскому рублю и укрепился на 8,2 и 7,4% к доллару и китайскому юаню соответственно. **В условиях ускорения инфляции в Беларусь и ее замедления в России недооцененность белорусского рубля нейтрализовалась в II квартале 2025 г. – национальная валюта оценивается вблизи равновесного уровня реального эффективного курса (РЭК)** (рис 6.а).

**Корзина валют почти не изменилась в II квартале 2025 г., несмотря на колоссальное чистое предложение иностранной валюты на внутреннем рынке**

Участники рынка продали валюты на \$0,6 млрд больше, чем купили в II квартале 2025 г. (рис 7.а). Нацбанк выкупил соответствующий объем валюты, эмитировав около 2 млрд рублей. Следует отметить, что в мае белорусский рубль ослаб в условиях значительного чистого предложения валюты на рынке, а в июне – укрепился в условиях значительного чистого спроса (рис 5.а). Это может указывать на то, что Нацбанк самостоятельно формировал избыточный спрос на валюту в мае и ее избыточное предложение в июне. Вероятно, правила курсовой политики Нацбанка требуют рекалибровки.

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



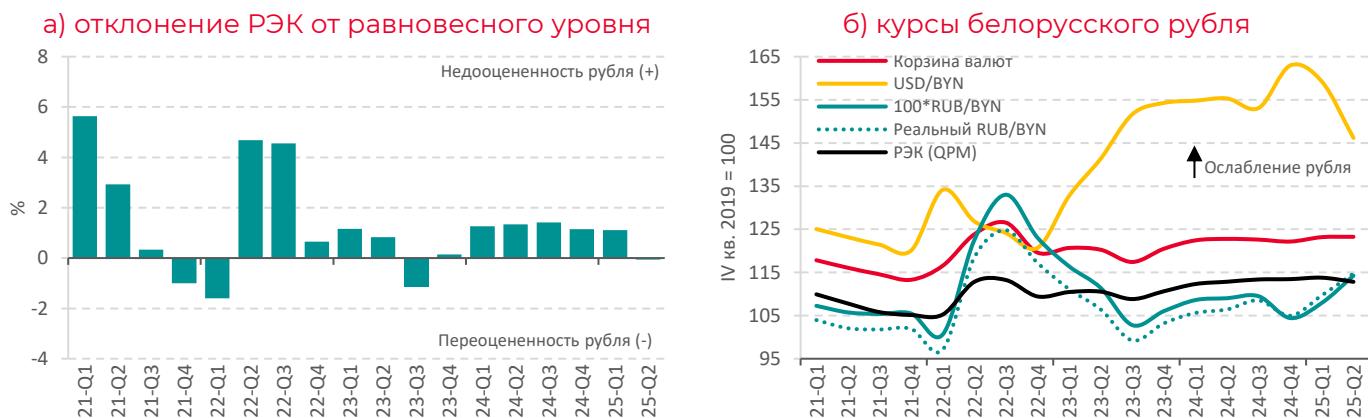
**Источник:** расчеты на основе данных Национального Банка Беларусь.

**Примечание:** на рисунке 5.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).

**Чистое предложение иностранной валюты в II квартале 2025 г. примерно наполовину обусловлено влиянием сезонного фактора, а значительная продажа валюты населением поддержала валютный рынок помимо сезонности (рис 7.а)**

Физические лица продали (за вычетом покупки) около \$0,56 млрд в апреле – июне 2025 г. (с устранением сезонности). Рост предложения валюты происходил на фоне существенного замедления кредитования населения и не ускорения непроцентного прироста срочных рублевых вкладов (рис 4.6). Это может указывать на то, что для финансирования крупных покупок физические лица могли использовать большую долю неорганизованных валютных сбережений.

## Рис 6. Курсы белорусского рубля и отклонение РЭК от равновесного уровня (на базе QPM)



**Источник:** расчеты на основе данных Национального Банка Беларусь, QPM.

**Примечание:** РЭК – реальный эффективный курс белорусского рубля. В рамках QPM веса отдельных валют в РЭК составляют: российский рубль – 0,60; доллар США – 0,20; евро – 0,10; китайский юань – 0,10.

**Фирмы продолжали покупать больше валюты, чем продавать, однако мощный рост покупки в июне мог быть временным явлением**

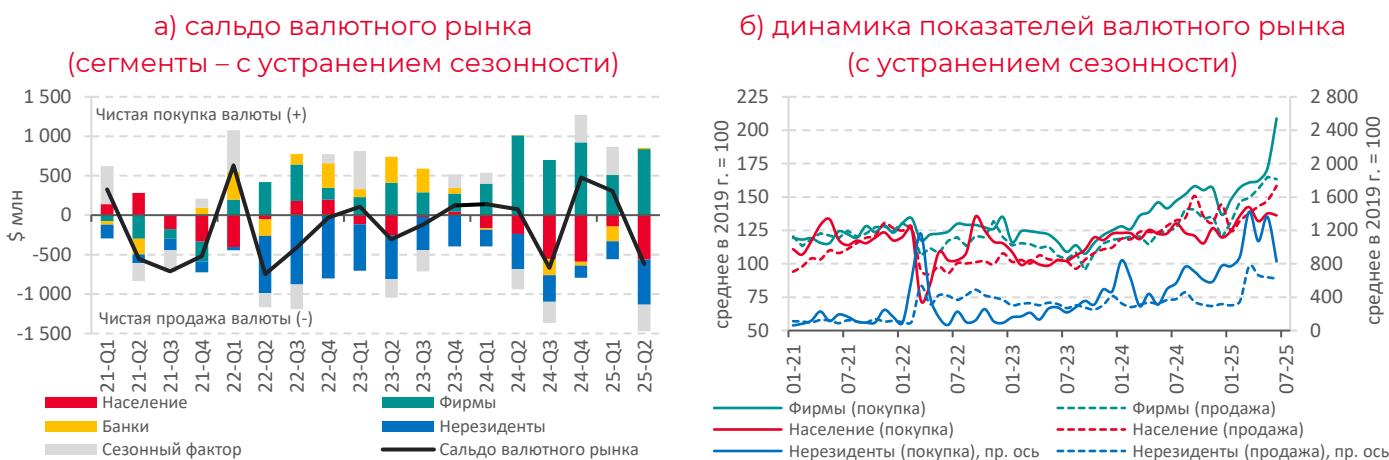
Организации купили на \$0,84 млрд валюты больше, чем продали (с устранением сезонности) за II квартал 2025 г. (рис 7.а). Операции фирм были близки к балансу в апреле-мае: вероятно, что в условиях укрепления российского рубля к доллару и белорусскому рублю экспортёры временно продавали повышенные объемы валютной выручки.

В июне фирмы купили на чистой основе рекордный месячный объем валюты с декабря 2010 г. Взлет спроса мог носить временный характер и быть связан с реализацией схем поддержки крупных предприятий (рис 7.6).

### Нерезиденты нарастили чистую продажу валюты до \$0,57 млрд в II квартале 2025 г. (с устранением сезонности)

Можно предположить, что увеличение продаж валюты нерезидентами частично связано с влиянием курсовых колебаний и большей долей выручки в российских рублях, которая конвертировалась в белорусские рубли. Рост экспорта услуг в II квартале 2025 г. также мог способствовать увеличению продаж валюты фирмами-нерезидентами. Валютные операции банков были близки к балансу в II квартале 2025 г. (рис 7.а).

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.

### Золотовалютные резервы (ЗВР) выросли почти на \$1,5 млрд за II квартал 2025 г. – до нового исторического максимума в \$11,5 млрд на 1 июля 2025 г.

Увеличение резервов в апреле – июне 2025 г. главным образом связано с ростом активов в иностранной валюте на \$1,1 млрд. Если в апреле – мае этот рост был обусловлен покупкой Нацбанком иностранной валюты на бирже, то в июне активы в иностранной валюте выросли на \$0,34 млрд при продаже валюты Нацбанком в размере около \$0,45 млрд. Вероятно, по какой-то причине Нацбанк переместил в июне часть иностранных активов из не относящихся к резервным в резервные. На это указывает сокращение активов регулятора в неконвертируемых валютах на \$0,68 млрд за июнь и снижение в этом месяце суммарных международных активов в конвертируемых и неконвертируемых валютах на \$0,3 млрд. В итоге при росте ЗВР на \$1,5 млрд за II квартал 2025 г., суммарные резервные активы увеличились на \$0,8 млрд – до \$12,76 млрд на 1 июля 2025 г.

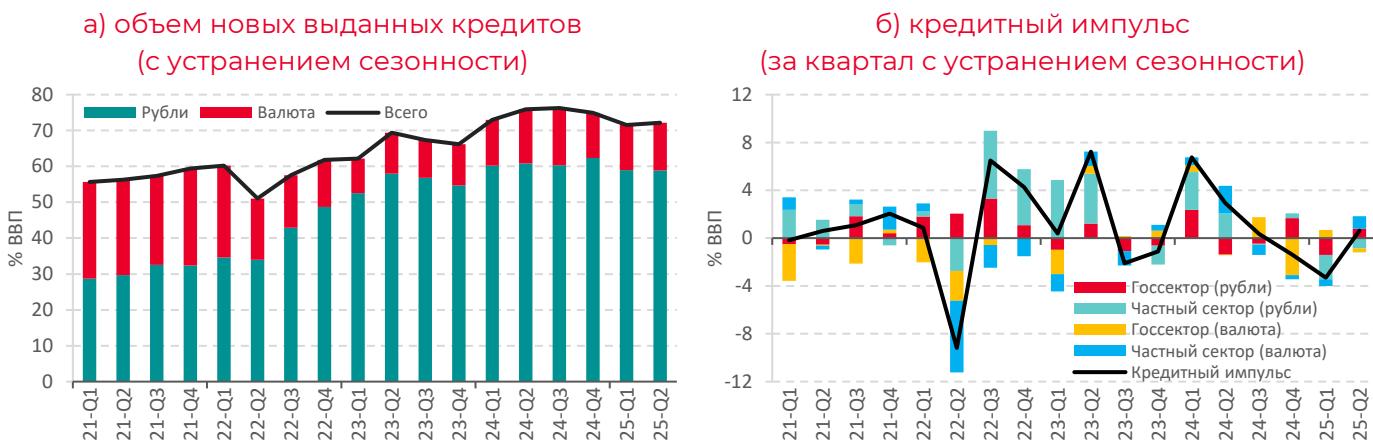
На 1 июля 2025 г. ЗВР покрывали около 2,7 месяца импорта товаров и услуг (рис 5.6). **Достаточность ЗВР относительно комплексного индикатора риск-факторов оттока валюты (ARA-метрика с учетом ограничений на потоки капитала) оценивается выше 100%.** Это означает, что у Нацбанка имеется запас прочности для сглаживания эффектов сильных негативных шоков в случае их возникновения.

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

**Объем нового кредитования сохранялся значительным в II квартале 2025 г. в среде нежестких монетарных условий, но не имел выраженной направленности к росту**

Объем выданных кредитов относительно ВВП оставался вблизи уровня предыдущего квартала – около 72%, – что гораздо выше довоенных значений – в среднем около 61% ВВП в 2017–2021 гг. (рис 8.а). Кредитный импульс оценивается близким к нейтральному в II квартале 2025 г. (рис 8.б).

Рис 8. Динамика новых выданных кредитов и кредитного импульса



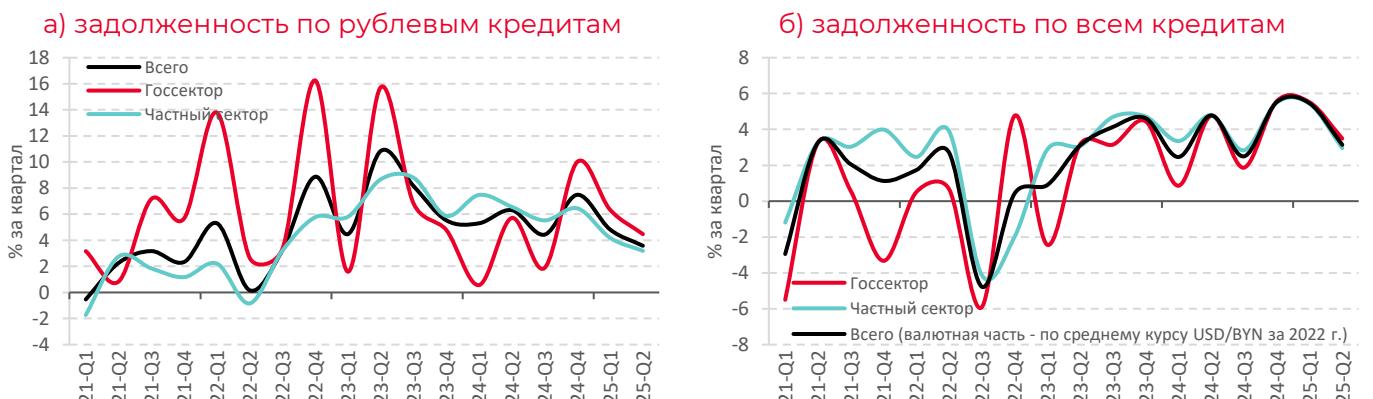
**Источник:** расчеты на основе данных Нацбанка Беларусь, Белстата.

**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.

#### Рост кредитной задолженности замедлился в II квартале 2025 г.

Динамика кредитования ослабла и в государственном, и в частном секторах (рис 9). Сильно замедлился (до 0% в реальном выражении) квартальный прирост кредитного портфеля населению. Это объясняется воздействием директивных установок Нацбанка для коммерческих банков по ограничению роста розничного кредитования. Динамика кредитования организаций могла замедлиться в среде ослабления внутреннего и внешнего спроса и повышенной неопределенности его перспектив. При этом неограничительные процентные ставки поддерживали кредитную активность и замедляли скорость возврата перегретой экономики к сбалансированному состоянию.

Рис 9. Динамика кредитных вложений банков (прирост за квартал с устранением сезонности)



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

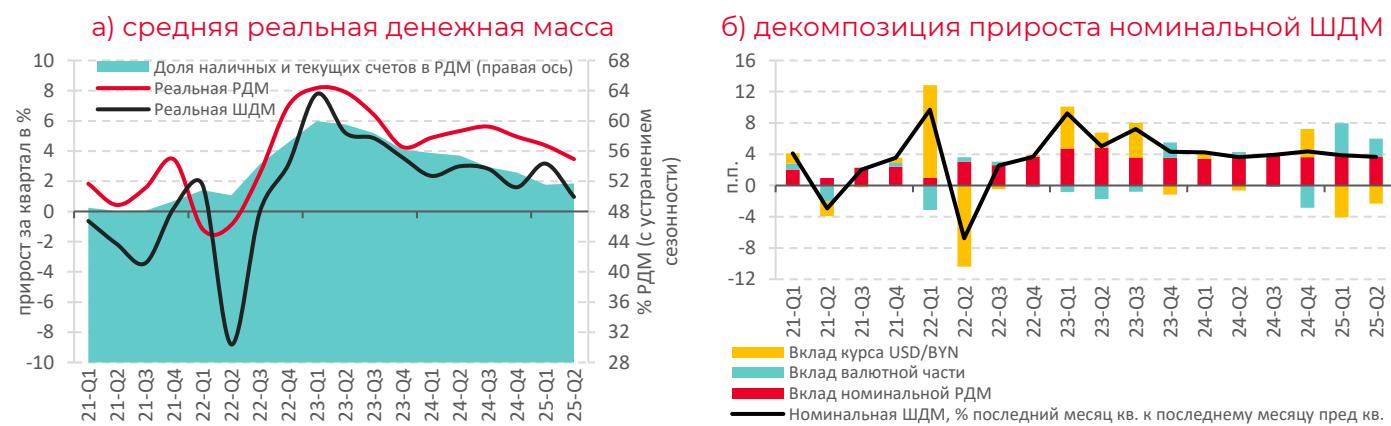
**Примечание:** с выходом новых данных динамика показателей уточняется.

## Рост денежной массы замедлился в II квартале 2025 г. вследствие эффекта курсовой переоценки ее валютной составляющей

Широкая денежная масса (ШДМ) выросла на  $\approx 3,5\%$  в среднем за II квартал 2025 г. к среднему за I квартал 2025 г. в номинальном выражении или на  $\approx 1\%$  в реальном (с устранением сезонности; [рис 10.а](#)). Замедление роста номинальной ШДМ связано с влиянием переоценки ее валютной составляющей вследствие укрепления белорусского рубля к доллару ([рис 10.6](#)). Вероятно, что воздействие ослабления кредитования на денежную массу было компенсировано ростом бюджетных расходов, а также увеличением валютной выручки организаций. На замедлении роста реальной ШДМ дополнительно сказалось ускорение инфляции. **Несмотря на ослабление динамики денежной массы, ее объем оставался выше инфляционно-нейтрального уровня – навес избыточного спроса в экономике сохранялся значительным.**

**Рост ШДМ обеспечивался рублевой составляющей** ([рис 10.6](#)). Рублевая денежная масса (РДМ) выросла на  $\approx 6,1\%$  в среднем за II квартал 2025 г. к среднему за I квартал 2025 г. в номинальном выражении или на  $\approx 3,5\%$  в реальном (с устранением сезонности; [рис 10.а](#)). Номинальный темп роста рублевой денежной массы не изменился в сравнении с предыдущим кварталом ([рис 10.6](#)), в то время как реальный замедлился из-за повышения инфляции ([рис 10.а](#)).

Рис 10. Динамика средней денежной массы (с устранением сезонности)



## 4 Краткосрочный прогноз монетарных условий

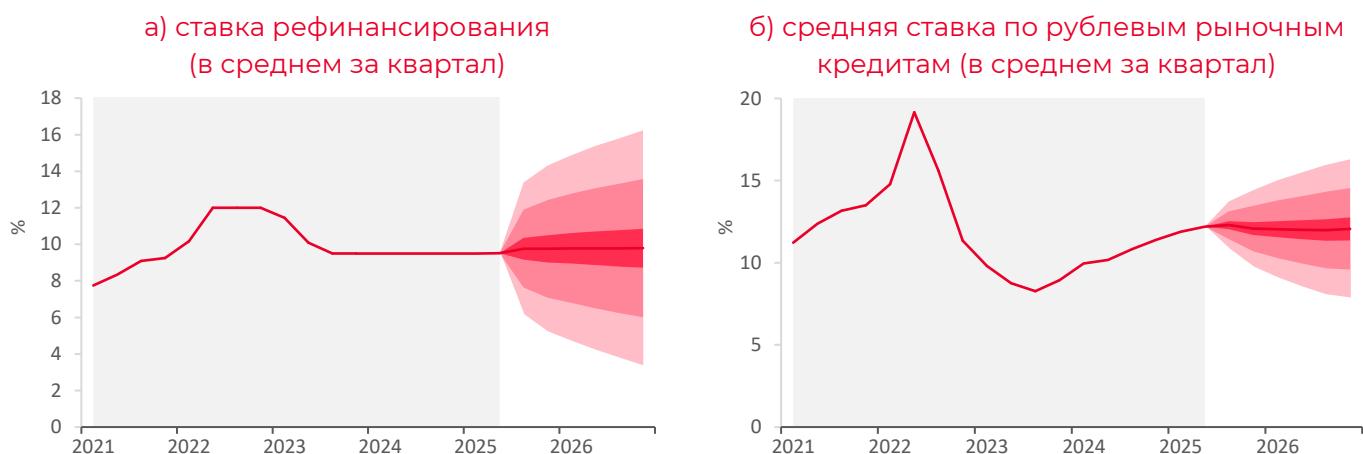
**Нежелание Нацбанка придавать монетарной политике умеренную жесткость означает, что денежно-кредитные условия не будут способствовать скорой нейтрализации накопленных дисбалансов в экономике**

В базовом сценарии ожидается, что монетарные условия не будут ограничительными для экономической активности и инфляции, прежде всего со стороны процентных ставок ([рис 1](#)). Ставка рефинансирования прогнозируется вблизи текущего уровня в 2025–2026 гг. ([рис 11.а](#)). Можно допустить ее некоторое повышение в среде возрастания инфляции, однако в силу институциональной слабости Нацбанка оно вряд ли будет существенным.

**Если Нацбанк не восстановит традиционный механизм регулирования ликвидности банков и управления ставкой МБК, то изменение ставки рефинансирования будет иметь крайне ограниченное влияние на рыночные денежно-кредитные условия.** Экономика Беларуси, при отсутствии сильных внешних шоков, продолжит функционировать в состоянии перегретого избыточного внутреннего спроса. Это будет сопровождаться высокой инфляцией, которая может приблизиться к верхней границе диапазона 7–9% г/г к концу текущего года. Рост ВВП в силу ограниченности трудовых и капитальных ресурсов будет замедляться, а вслед за ним замедлится и рост зарплат.

**Средняя ставка по кредитам останется вблизи 12% в 2025 г. (рис 11.6), а по новым срочным депозитам – около 9–10%.** При прогнозируемом повышении инфляции такая динамика номинальных ставок будет соответствовать их некоторому снижению в реальном выражении. В результате влияние процентных ставок на экономическую активность ожидается сдержанно стимулирующим во второй половине текущего года (рис 1). Ограничивать рост кредитования населения будут директивные установки Нацбанка в части переделов увеличения портфелей таких кредитов банками. Динамика инвестиционного кредитования будет сдерживаться высокой неопределенностью перспектив расширения спроса в России и на внутреннем рынке.

Рис 11. Прогноз процентных ставок (на базе QPM)



**Источник:** расчеты на базе QPM.

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

### Прогнозируемость действий Нацбанка в сфере монетарной политики снизилась

Монетарная политика становится все более дискреционной и приобретает волюнтаристские очертания. Ее стабилизационная роль ослабла, в то время как зависимость Нацбанка от исполнительной власти усилилась. Так как в Беларуси максимальные эффекты монетарного импульса на ВВП и инфляцию достигаются через 9–12 месяцев, то повлиять мерами денежно-кредитной политики на инфляцию в 2025 г. будет затруднительно. Однако для экономических результатов 2026 г. непредсказуемая монетарная политика является существенным фактором неопределенности.

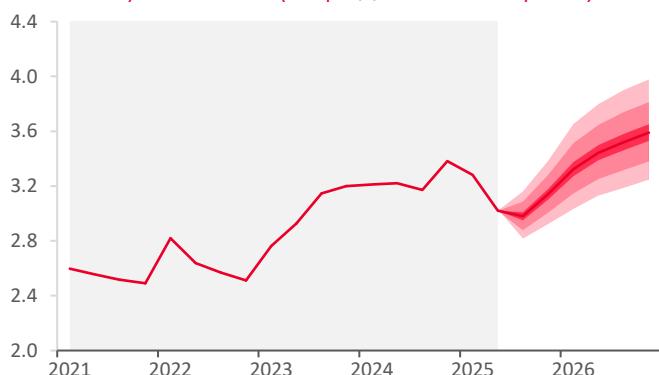
## Дефицит внешней торговли товарами и услугами прогнозируется в районе 2% ВВП в 2025 г., что будет сопровождаться умеренным давлением на валютном рынке

Перегретость внутреннего спроса, которая сохранится даже при существенном ослаблении его темпов роста, и замедление роста спроса на белорусскую продукцию на российском рынке формируют условия для поддержания умеренного дефицита внешней торговли. Увеличение экспорта услуг частично нивелирует отрицательное товарное сальдо, но устойчивость такого компенсаторного механизма не предопределена.

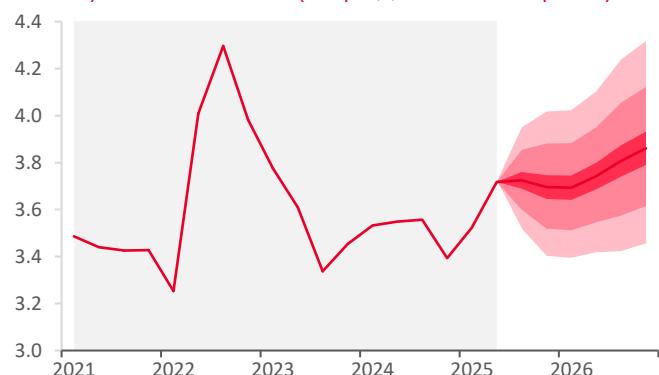
**С учетом более крепкого, чем ожидалось ранее, белорусского рубля в II квартале 2025 г прогноз ослабления национальной валюты за 2025 г. в терминах корзины иностранных валют понижен до 1–3%.** При движении курса USD/RUB к уровню 85–90 российских рублей за доллар курс USD/BYN составит 3,1–3,2 белорусского рубля за доллар к концу 2025 г. (рис 12.а). Курс RUB/BYN в таком случае прогнозируется вблизи 3,5–3,7 белорусского рубля за 100 российских рублей в IV квартале 2025 г. (рис 12.б). При этом вероятно формирование некоторой переоцененности белорусского рубля во второй половине текущего года в условиях более высокой инфляции в Беларусь в сравнении с Россией (рис 1).

Рис 12. Прогноз курсов белорусского рубля (на базе QPM)

а) USD/BYN (в среднем за квартал)



б) 100\*RUB/BYN (в среднем за квартал)



**Источник:** расчеты на базе QPM.

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

## 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.

## 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, возвещенный в четвертую степень (инфляция в годовом эквиваленте).

<sup>iii</sup> Номинальная средняя ставка по новым срочным рублевым депозитам снизилась с 10,8% в среднем за I квартал 2025 г. до 9,9% за II квартал 2025 г., в том числе по вкладам фирм – с 10,7 до 9,6%, по вкладам населения – повысилась с 12,2 до 12,6%.

<sup>iv</sup> Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях повысилась с 11,9% в среднем за I квартал 2025 г. до 12,2% за II квартал 2025 г., в том числе по кредитам фирмам – с 12,0 до 12,3%, по кредитам населению – с 10,6 до 11,1%.