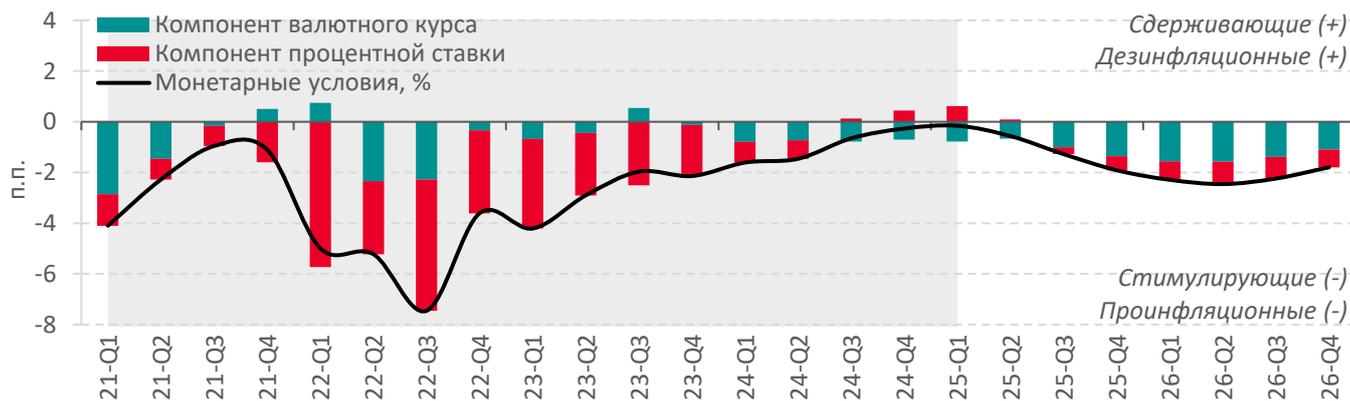


Монетарные условия были нейтральными в I квартале 2025 г., но денежно-кредитная политика стала резистентной к ужесточению

Процентные ставки по кредитам и вкладам превышали нейтральные уровни в I квартале 2025 г. (рис 1). Масштаб этого превышения был небольшим, и в среде сильного внутреннего спроса ограничительное воздействие ставок на кредитную активность было сдержанным. В результате денежная масса продолжала расти опережающими рост ВВП темпами, сигнализируя о серьезном избыточном спросе в экономике и недостаточной жесткости денежно-кредитных условий. Белорусский рубль в I квартале 2025 г. оценивается умеренно недооцененным вблизи 1,6% (рис 1).

Во второй половине 2025 г. денежно-кредитные условия примут умеренно мягкий характер из-за изменения подхода Нацбанка к проведению монетарной политики. Нацбанк сместил фокус на кредитную поддержку экономики, а обеспечение ценовой стабильности становится вторичной задачей. Про-циклическая монетарная политика и усиление зависимости Нацбанка от исполнительной власти ослабляют институты стабилизации экономики, что повышает вероятность сильной макроэкономической волатильности при резком ухудшении внешних условий.

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 не несет ответственности за потери и/или убытки любого рода, связанные с использованием информации, представленной в бюллетене.

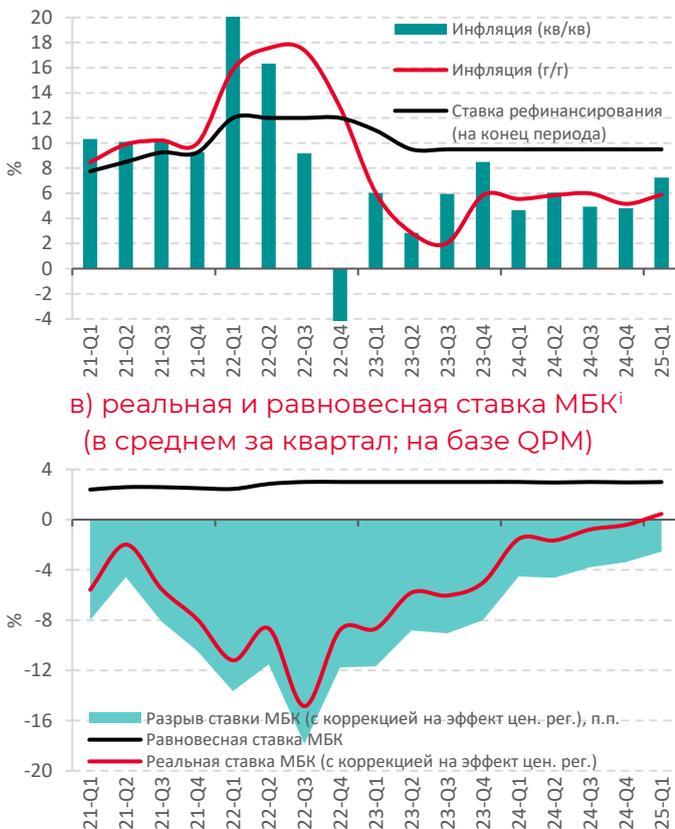
1 Денежно-кредитная политика: меры, направленность, характер

Денежно-кредитная политика оставалась стимулирующей в I квартале 2025 г.

Нацбанк сохранил ставку рефинансирования на уровне 9,5% в I квартале 2025 г. (рис 2.а). Аукционные операции регулирования ликвидности банков не проводились. Ликвидность банковской системы была волатильной в начале года во многом под воздействием нестерилизованных интервенций Нацбанка на валютном рынке. В феврале банки испытывали временный дефицит ликвидности вследствие изъятия рублей Нацбанком посредством значительной покупки им иностранной валюты в ноябре 2024 г. – январе 2025 г. (рис 2.б). В отдельные периоды февраля процентная ставка межбанковского рынка (МБК) превышала ставку по кредиту овернайт, что может указывать на временные ограничения доступа банков даже к постоянно доступным операциям. В марте ликвидность банковской системы вернулась к структурному профициту, а ставка МБК опустилась к нижней границе процентного коридора Нацбанка (рис 2.б). В результате среднее значение ставки МБК в I квартале 2025 г. составило 7%. **В реальном выражении ставка МБК оставалась ниже нейтрального уровня, что указывает на сохранение мягкости денежно-кредитной политики (рис 2.в).**

Рис 2. Динамика показателей денежно-кредитной политики

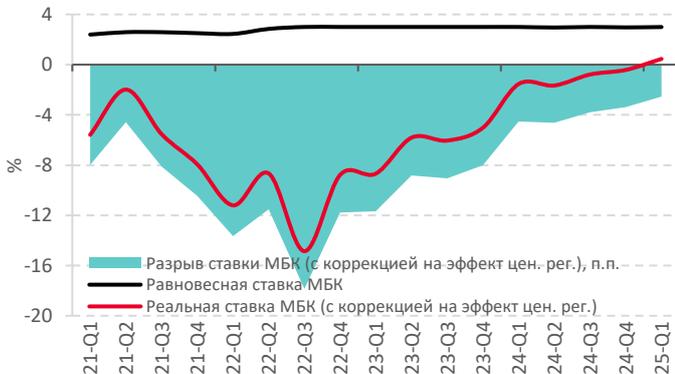
а) ставка рефинансирования и инфляция



б) ликвидность банковской системы (в среднем за месяц)



в) реальная и равновесная ставка МБК (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.ⁱⁱ

Нацбанк при новом руководстве намерен приоритезировать кредитную поддержку фирм при повышении толерантности к высокой инфляции и перегреву экономики

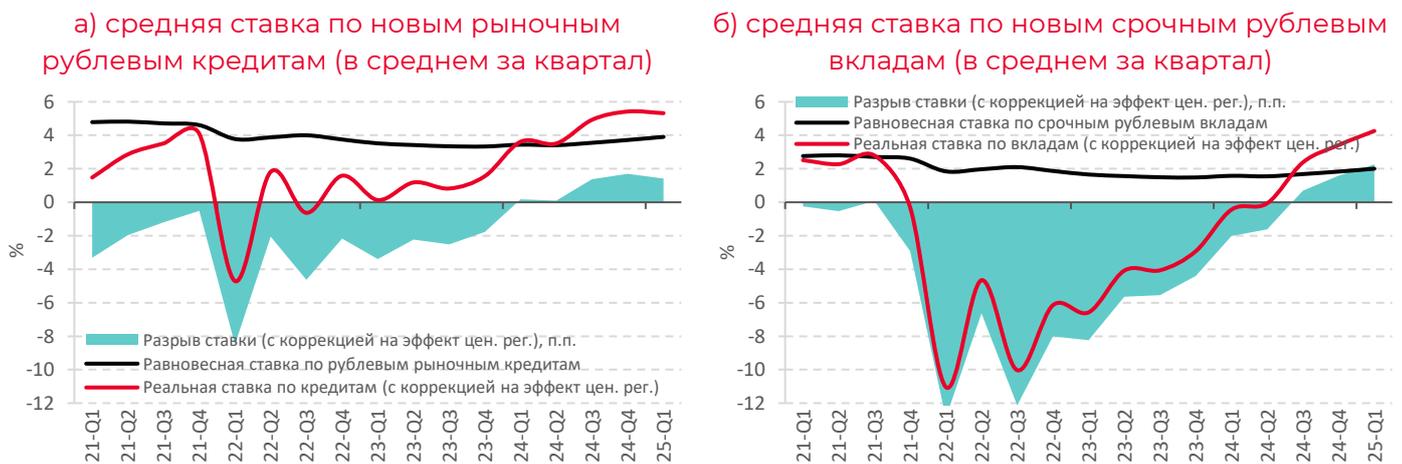
С 2020 г. Нацбанк обладал ограниченной свободой действий и был вынужден маневрировать между давлением правительства по обеспечению мягких условий кредитования и ограничением инфляции. Хотя с опозданием и в недостаточном размере, но Нацбанк реагировал на усиление перегрева экономики и повышение инфляционных рисков: денежно-кредитный стимул сужался с конца 2023 г. до начала 2025 г. (рис 2.г). Публичные заявления нового руководства Нацбанка, неповышение расчетных величин стандартного риска (PBCP) в марте и даже их снижение в среднем в апреле, а также доведение до банков целевых установок по объемам и направлениям кредитования сигнализируют о приоритезации кредитной поддержки экономики. Нацбанк переходит к политике стимулирования долгосрочного кредитования фирм посредством как воздействия на процентные ставки по таким кредитам, так и через директивные установки по объемам кредитования для банков. Сглаживание экономического цикла и обеспечение ценовой стабильности становятся вторичными задачами для Нацбанка. Это означает, что **важнейшие стабилизационные институты ослабевают, а монетарная политика становится про-циклической.**

Процентные ставки по кредитам и вкладам в белорусских рублях росли в I квартале 2025 г. во многом из-за влияния высоких ставок в России

Средняя номинальная ставка по новым срочным рублевым вкладам в I квартале 2025 г. повысилась на 1,4 п.п. до 10,8%,ⁱⁱⁱ а по новым рыночным рублевым кредитам – на 0,5 п.п. до 11,9% (рис 4.а).^{iv} Росту ставок способствовало сохранение повышенных ставок кредитно-депозитного рынка в России (рис 4.а), а также снижение профицита ликвидности банков.

Доходность вкладов выросла более значительно в сравнении со ставкой по кредитам, в результате чего процентный спрэд сузился до 1,1 п.п. в I квартале 2025 г. (рис 4.а). Для сравнения он составлял 3,5 п.п. в среднем за последние 5 лет и 4,2 п.п. в среднем в 2023–2024 гг. Уровень PBCP ограничивал ставки по кредитам и не позволял им подняться соразмерно росту ставок по вкладам. Решения Нацбанка не повышать PBCP в марте и снизить их для долгосрочных кредитов организациям в апреле в таких условиях выглядят контринтуитивными и указывающими на изменение целеполагания регулятора.

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).

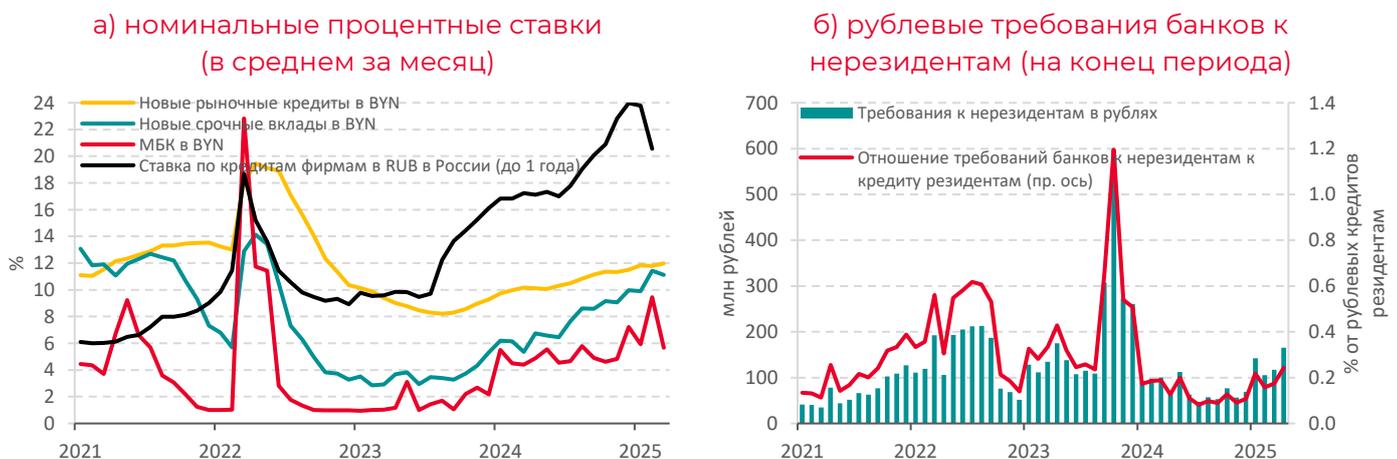
В реальном выражении ставки по кредитам и депозитам превышали нейтральные уровни в I квартале 2025 г.

Масштаб превышения равновесных значений оставался небольшим (рис 3). С учетом продолжительного воздействия низких ставок в 2023 – первой половине 2024 гг. на экономическую активность они по-прежнему поддерживали избыточный спрос и перегрев экономики (рис 2.г). Вместе с тем масштаб денежно-кредитных стимулов постепенно сокращался, в том числе благодаря усилению сберегательной активности населения на фоне повышения ставок по вкладам. Так, отношение притока срочных рублевых вкладов населения к их доходам было максимальным за десять лет и оценивается около 1,6% в I квартале 2025 г.

Значительно более высокие процентные ставки в России в сравнении с Беларусью несут риски оттока ресурсов из Беларуси, однако в статистических данных нет подтверждения активизации этого процесса в конце прошлого – начале текущего года

Доступные данные о кредитовании нерезидентов белорусскими банками не фиксировали значимого увеличения заимствований в белорусских рублях в прошлом году и начале текущего года (рис 4.б). Объем рублевой кредитной задолженности нерезидентов перед белорусскими банками был ничтожным – он эквивалентен примерно 0,2% кредитной задолженности резидентов. Неординарного всплеска рублевого кредитования резидентов в сегменте частного бизнеса также не отмечалось (рис 9.а). Чистая покупка валюты фирмами-резидентами снизилась в начале текущего года, а нерезиденты увеличивали покупку в конце прошлого года в рамках реализации схем погашения белорусских еврооблигаций (рис 7.б). Ликвидность банковской системы временно снизилась в феврале из-за изъятия белорусских рублей вследствие продажи валюты Нацбанком в декабре 2024 г. – январе 2025 г., во многом носившей сезонный характер. В марте ликвидность восстановилась и ставка МБК в среднем оставалась гораздо ниже ставки рефинансирования (рис 2.б). Все это указывает на то, что если операции carry-trade из-за разницы в процентных ставках по активам в белорусских и российских рублях имели место, то их объем был ограниченным. Тем не менее, риски активизации подобных операций остаются высокими.

Рис 4. Динамика номинальных процентных ставок и кредитования нерезидентов



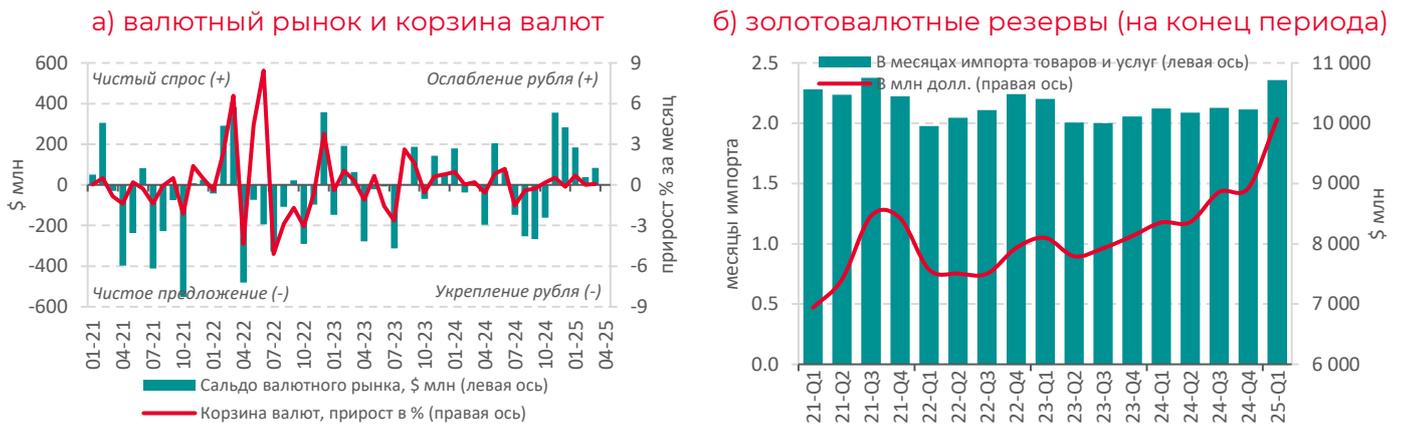
Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси.

2 Курсовая политика: меры, направленность, характер

Белорусский рубль несколько ослаб в I квартале 2025 г.

В среднем за I квартал 2025 г. стоимость корзины 3-х иностранных валют (российский рубль, доллар и юань) повысилась на 0,8% к значению IV квартала 2024 г. (рис 6.б). Колебания курсов к отдельным иностранным валютам преимущественно определялись динамикой их кросс-курсов на внешних рынках: в среднем за I квартал 2025 г. белорусский рубль ослаб на 3,4% к российскому рублю и укрепился на 2,3 и 4,6% к доллару и китайскому юаню соответственно. **Национальная валюта оставалась недооцененной на ≈1,6% к равновесному уровню реального эффективного курса (РЭК) в I квартале (рис 6.а).**

Рис 5. Динамика корзины иностранных валют и золотовалютных резервов



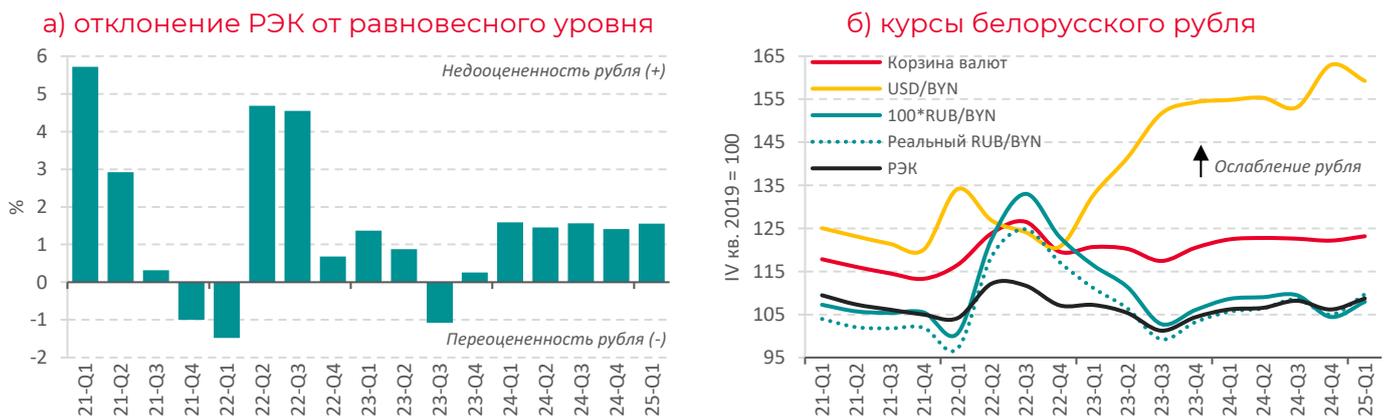
Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси.

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).

Ослабление белорусского рубля в I квартале 2025 г. стало следствием чистого спроса на иностранную валюту на внутреннем рынке

Участники рынка купили валюты на \$305 млн больше, чем продали в I квартале 2025 г. (рис 5.а). Нацбанк балансировал рынок и продал валюты на соответствующую сумму (сальдировано с операциями Минфина). Частично чистый спрос на валюту в I квартале 2025 г. объяснялся влиянием сезонного фактора (рис 7.а). При устранении сезонности чистая покупка оценивается вблизи \$90 млн в январе – марте текущего года.

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



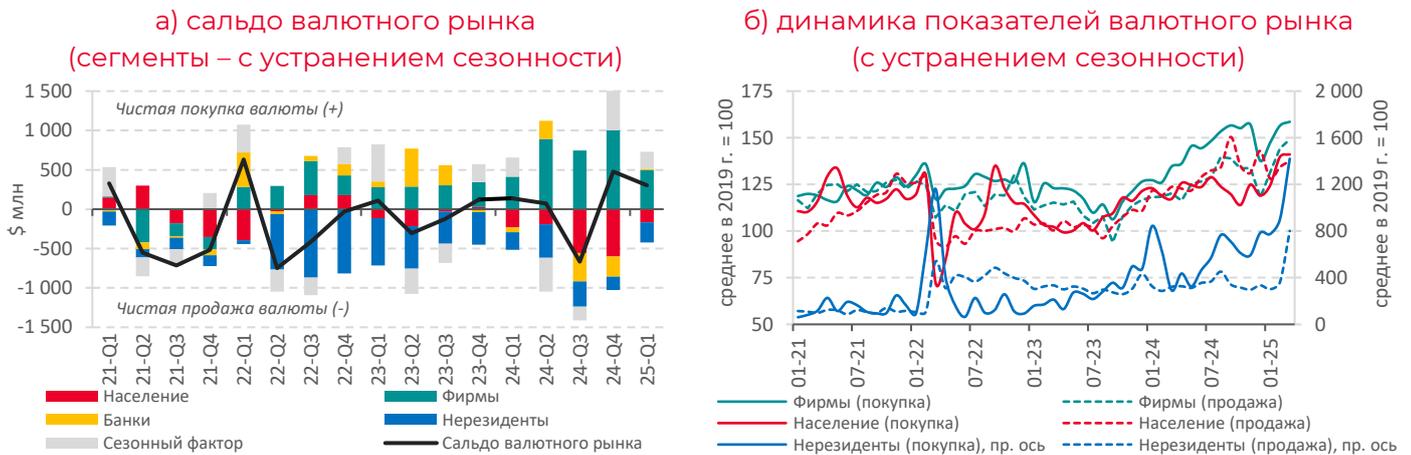
Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси, QPM.

Примечание: РЭК – реальный эффективный курс белорусского рубля.

Чистый спрос на валюту на внутреннем рынке сформирован операциями фирм

Организации купили на \$0,5 млрд валюты больше, чем продали (с устранением сезонности) за I квартал 2025 г. Это преимущественно объясняется дефицитом внешней торговли товарами и услугами. Несмотря на сохранение значительного чистого спроса на валюту со стороны фирм, его объем сократился в I квартале 2025 г. (рис 7.а). Этому могло способствовать улучшение ситуации с платежами и сокращение внешней дебиторской задолженности. Кроме того, в феврале – марте 2025 г. наблюдалось укрепление российского рубля к доллару, что положительно повлияло на сальдо валютных платежей из-за превышения экспорта в Россию над импортом.

Рис 7. 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.

Население и нерезиденты поддерживали валютный рынок в I квартале 2025 г.

Физические лица продали (за вычетом покупки) около \$0,17 млрд в январе – марте 2025 г. (с устранением сезонности). Увеличение ставок по рублевым вкладам и значительный приток денежных средств на них оставался фактором поддержки чистой продажи валюты населением. В то же время ее объем существенно сократился в I квартале 2025 г. (рис 7.а). К этому привело увеличение спроса на валюту физическими лицами (рис 7.б), которое может объясняться повышением привлекательности покупки долларов и евро в условиях значительного снижения их курсов к белорусскому рублю в I квартале 2025 г. (рис 6.б). Сохранение существенных темпов роста заработной платы и насыщение потребительского спроса в среде его перегретости формировали условия для увеличения спроса населения на иностранную валюту.

Нерезиденты продали около \$0,25 млрд на чистой основе в I квартале 2025 г. (с устранением сезонности). Чистое предложение валюты с их стороны существенно увеличилось в марте. Можно допустить, что в среде затрудненного вывода дивидендов за рубеж объемы конвертации прибыли внутри страны возросли (рис 7.б). Это может объяснять сильное увеличение чистой покупки валюты банками-резидентами в марте текущего года, которое вывело их квартальное сезонно скорректированное сальдо к балансу (рис 7.а).

Золотовалютные резервы (ЗВР) выросли на \$1,15 млрд за I квартал 2025 г. – до исторического максимума почти в \$10,1 млрд на 1 апреля 2025 г.

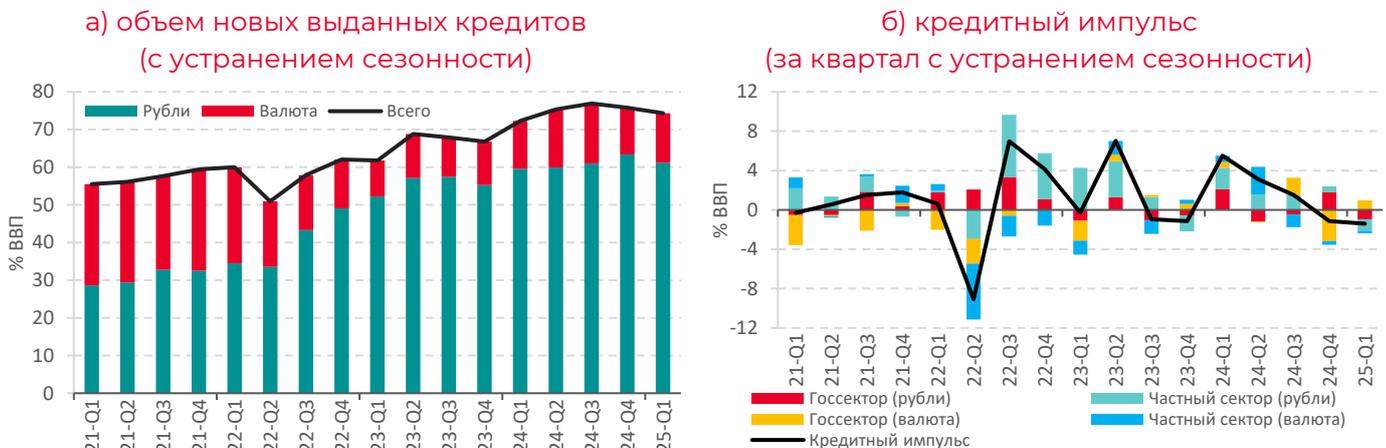
Увеличение резервов в январе – марте 2025 г. главным образом связано с ростом стоимости монетарного золота почти на \$0,9 млрд на фоне его значительного подорожания на мировом рынке. Резервы в иностранных валютах выросли на \$0,25 млрд за I квартала 2025 г. В условиях чистой продажи иностранной валюты Нацбанком такое увеличение может объясняться переоценкой части резервов в евро в связи с его укреплением к доллару и осуществлением интервенций преимущественно в российских рублях. Достаточность ЗВР существенно возросла. К 1 апреля 2025 г. они покрывали 2,4 месяца импорта товаров и услуг (рис 5.6), а отношение ЗВР к комплексному индикатору риск-факторов оттока валюты (ARA-метрика с учетом ограничений на потоки капитала) оценивается около 95% при критерии достаточности 100%. Потенциальной угрозой при сильных шоках на валютном рынке может выступать структура резервов из-за доминирования в них менее ликвидного золота: резервы в иностранных валютах покрывали только 0,8 месяца импорта к 1 апреля 2025 г.

3 Влияние монетарных условий на кредитно-деPOSITный рынок

Кредитная активность оставалась высокой в I квартале 2025 г., но ее динамика ослабла

Объем выданных кредитов относительно ВВП несколько снизился в сравнении с уровнем III–IV кварталов 2024 г. (рис 8.б), но по-прежнему оставался гораздо выше довоенных значений – более 74% ВВП в I квартале 2025 г. при среднем около 61% ВВП в 2017–2021 гг. (рис 8.а). Рост задолженности по кредитам также замедлился в I квартале 2025 г., но сохранялся повышенным относительно исторических темпов, особенно в госсекторе (рис 9). Повышение процентных ставок оказывало сдерживающее воздействие на кредитную активность. Масштаб этого воздействия был ограниченным и недостаточным для «охлаждения» перегретого внутреннего спроса в силу небольшого отклонения ставок от нейтральных уровней и длительности воздействия предыдущих пониженных ставок на экономическую активность.

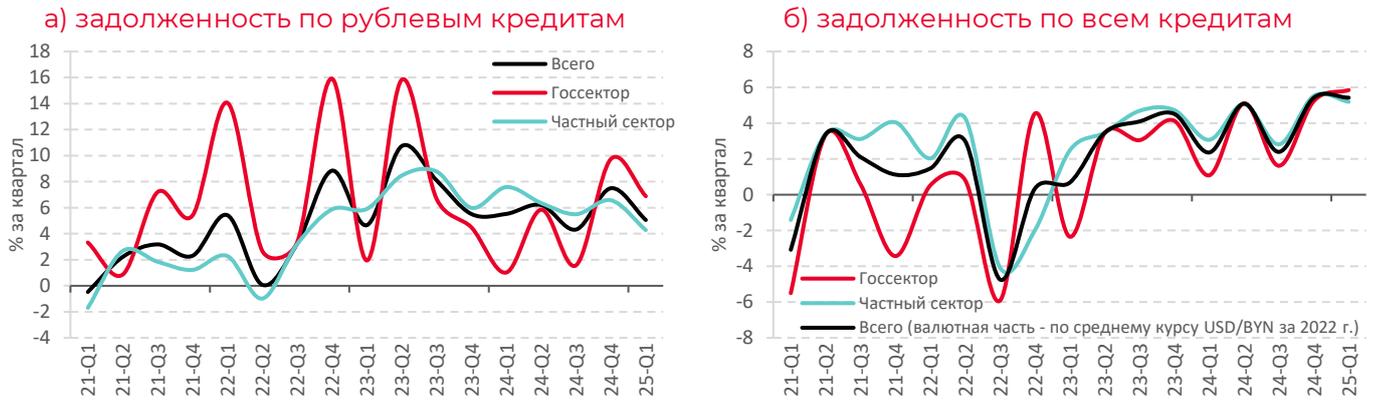
Рис 8. Динамика новых выданных кредитов и кредитного импульса



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

Примечание: кредитный импульс рассчитан следующим образом: $ci_t = 100 * (\frac{cr_t}{ngdp_t} - \frac{cr_{t-1}}{ngdp_{t-1}})$, 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 Х13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей уточняется.

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



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси.

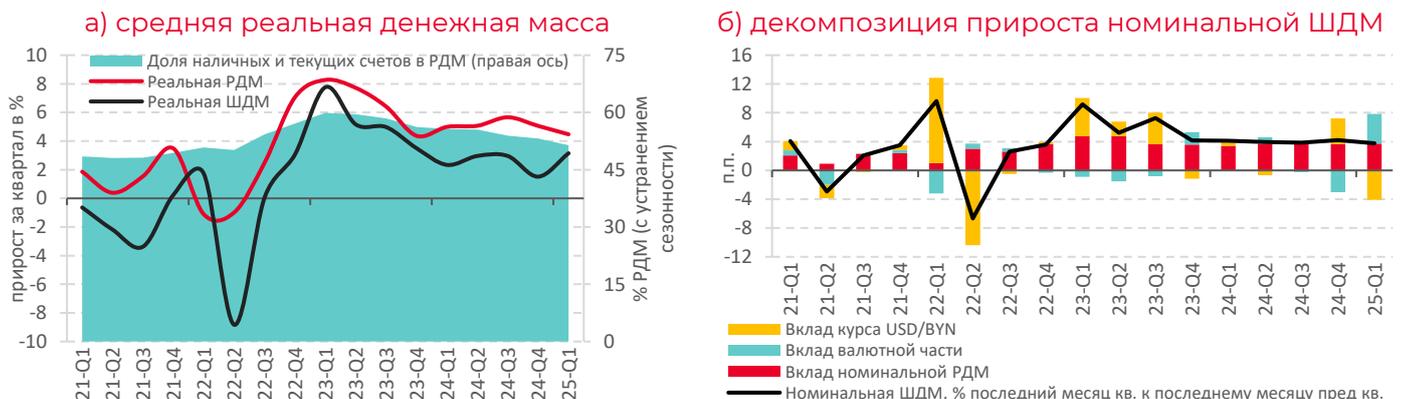
Примечание: с выходом новых данных динамика показателей уточняется.

Денежная масса продолжала расти с опережением сбалансированных темпов, сигнализируя о существенном избыточном спросе в экономике

Широкая денежная масса (ШДМ) выросла на $\approx 4,7\%$ в среднем за I квартал 2025 г. к среднему за IV квартал 2024 г. в номинальном выражении или на $\approx 3,1\%$ в реальном (с устранением сезонности; рис 10.а). Эти темпы равняются ≈ 20 и 13% кв/кв соответственно в аннуализированном виде, что при сбалансированном росте реального ВВП на $1,5-2\%$ кв/кв указывает на превышение спросом на деньги производственного потенциала экономики. Денежная масса продолжила отклоняться вверх от инфляционно-нейтрального уровня, усиливая угрозы для макроэкономической стабильности при реализации сильных шоков.

Рост ШДМ обеспечивался рублевой составляющей (рис 10.б). Рублевая денежная масса (РДМ) выросла на $\approx 6,1\%$ в среднем за I квартал 2025 г. к среднему за IV квартал 2024 г. в номинальном выражении или на $\approx 4,5\%$ в реальном (с устранением сезонности; рис 10.а). Высокая кредитная активность сохраняла статус драйвера роста РДМ. Валютная часть ШДМ также выросла в долларовом эквиваленте за I квартал 2025 г. (рис 10.б). Депозиты населения могли увеличиться в результате наращивания покупки валюты физлицами в условиях укрепления белорусского рубля к доллару. Рост вкладов фирм преимущественно связан с их переоценкой: из-за укрепления российского рубля к доллару вклады в российских рублях возросли в долларовом эквиваленте.

Рис 10. 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).

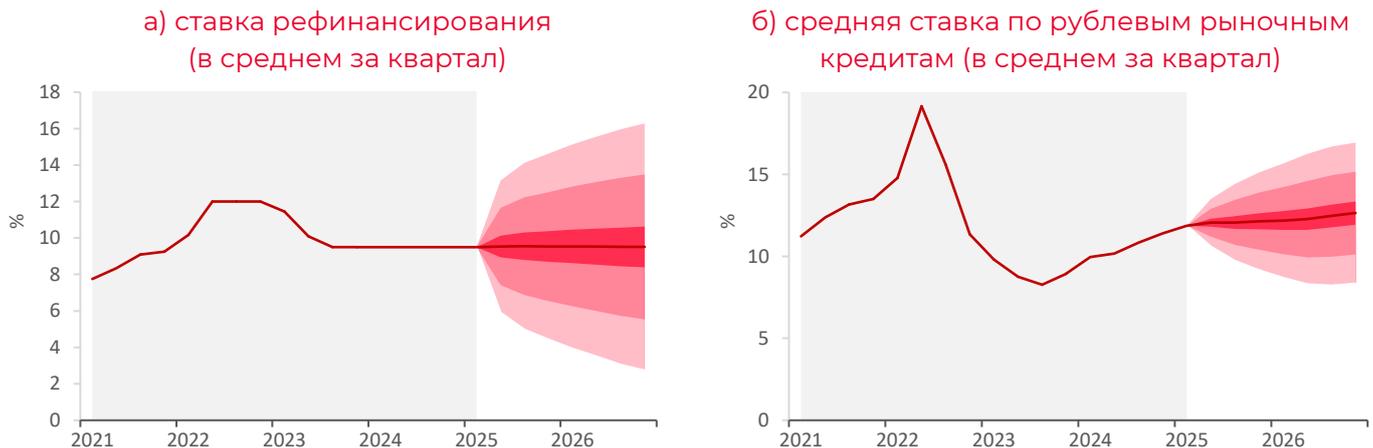
4 Краткосрочный прогноз монетарных условий

Монетарные условия сформируются более мягкими в сравнении с предыдущим прогнозом из-за смены приоритета Нацбанка в денежно-кредитной политике

Нацбанк будет стремиться увеличить финансовую поддержку фирм и одновременно ограничить темпы потребительского кредитования. Для этого будут задействованы РВСП и директивные установки для банков в части объемов, направлений и стоимости кредитования. Нельзя исключать снижения ставки рефинансирования, но такой сценарий менее вероятен (рис 11.а). Так как в объеме новых выданных кредитов на фирмы приходится более 80%, то такие действия Нацбанка приведут к смягчению денежно-кредитных условий в экономике в целом (рис 1).

Средняя ставка по кредитам останется вблизи с 11,5–12% в 2025 г. (рис 11.б), а по новым срочным депозитам – около 10,5–11%. В условиях прогнозируемого повышения инфляции с 5,9% г/г в марте до 7–9% г/г к концу текущего года такая динамика номинальных ставок будет означать их понижение в реальном выражении. В результате денежно-кредитные условия примут умеренно мягкий характер. Это может временно привести к более высокому росту ВВП в сравнении с предыдущим прогнозом, но ценой большего перегрева экономики и инфляционного давления, а также повышением рисков оттока рублевых ресурсов и роста спроса на иностранную валюту. Нельзя исключать того, что банки в условиях высоких ставок в России и переменчивой политики Нацбанка будут стремиться компенсировать более низкие процентные доходы за счет наращивания комиссионных и/или иных схем обхода директивных ограничений.

Рис 11. Прогноз процентных ставок (на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM.

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

Эффективность новой тактики Нацбанка в области денежно-кредитной политики является сомнительной

Избыточное наращивание инвестиций за счет кредитных ресурсов будет транслироваться в повышение инвестиционного импорта, так как на долю импорта приходится более 50% вложений фирм в активную часть основных средства. Доходы от инвестиций будут перераспределяться через оплату труда, прибыль и налоги, что в конечном счете приведет к поддержанию избыточного потребительского спроса даже при замедлении потребительского кредитования.

Так, несмотря на восстановительный рост инвестиций кумулятивно на 26% в 2023–2024 гг., доля прибыли в ВВП упала до исторического минимума в 35,3% в 2024 г. (столько же фиксировалось в 2006 г.), а доля оплаты труда достигла максимума с 1993 г. – 51,2%.

Повлиять на долгосрочные темпы экономического роста за счет расширения кредитования директивным образом нельзя

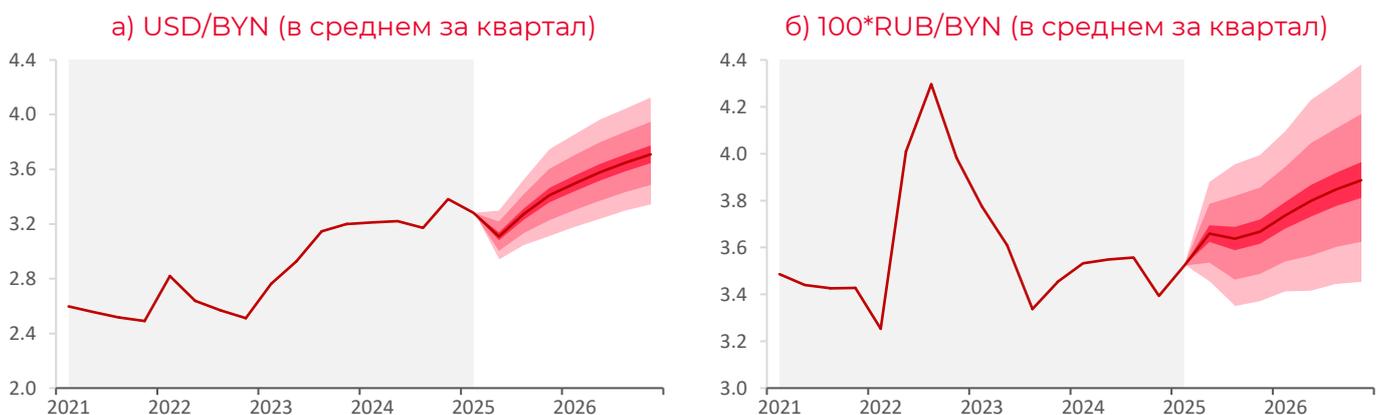
Денежно-кредитная политика не оказывает прямого влияния на фундаментальные факторы роста – институты и ценности. Но **про-циклическая политика с зависимым от исполнительной власти Нацбанком ослабляет стабилизационные институты, что усиливает уязвимость экономики для шоков и делает вероятными сильные и продолжительные спады.** Нацбанк может способствовать «здоровому» росту экономики, инвестиций и благосостояния людей посредством обеспечения низкой и предсказуемой инфляции. Поддержание ценовой стабильности независимым центробанком будет вести к снижению неопределенности, улучшению бизнес-планирования и формированию условий для поддержания доступности кредитных ресурсов.

Дефицит внешней торговли товарами и услугами прогнозируется вблизи 2% ВВП или немного выше в текущем году, что будет поддерживать давление на валютном рынке

Это выше предыдущего прогноза. Пересмотр связан с ожидаемой более мягкой монетарной политикой и большим масштабом избыточного спроса в экономике. В силу повышения склонности Нацбанка к «ручной» настройке монетарной политики можно предположить, что в случае усиления давления на курс белорусского рубля оно будет частично гаситься повышением объемов продажи валюты регулятором. Сохраняющаяся недооцененность рубля и возросшие резервы повышают привлекательность такой тактики для Нацбанка. Ее негативным следствием станет снижение значимости курса как автоматического стабилизатора, что будет тормозить восстановление внешнеторговой позиции.

В результате белорусский рубль может потерять 4–6% стоимости в терминах корзины валют за 2025 г. При движении курса USD/RUB к уровню 90–95 российских рублей за доллар курс USD/BYN составит 3,3–3,5 белорусского рубля за доллар к концу 2025 г. (рис 12.а). Курс RUB/BYN в таком случае прогнозируется вблизи 3,6–3,7 белорусского рубля за 100 российских рублей в IV квартале 2025 г. (рис 12.б).

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



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

ⁱ 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.

ⁱⁱ 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).

ⁱⁱⁱ Номинальная средняя ставка по новым срочным рублевым депозитам повысилась с 9,4% в среднем за IV квартал 2024 г. до 10,8% за I квартал 2025 г., в том числе по вкладам фирм – с 9,1 до 10,7%, по вкладам населения – с 11,4 до 12,2%.

^{iv} Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях повысилась с 11,4% в среднем за IV квартал 2024 г. до 11,9% за I квартал 2025 г., в том числе по кредитам фирмам – с 11,6 до 12,0%, по кредитам населению – с 10,1 до 10,6%.