

# Обзор монетарной среды

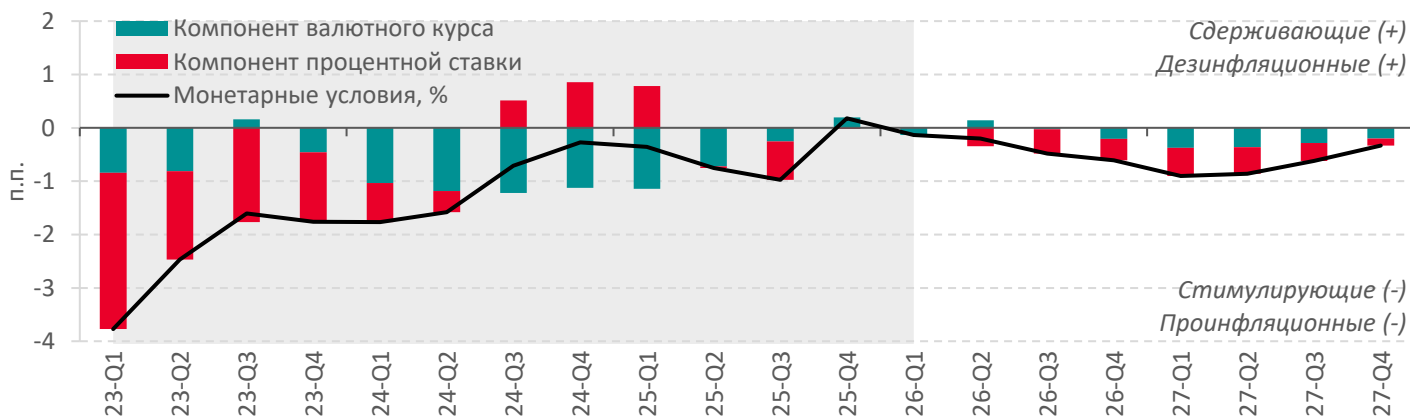
I кв. 2026 г.

## Монетарные условия сохраняли неограничительный характер в I кв. 2026 г. и ожидаются умеренно мягкими во второй половине года

Нацбанк сохранял фокус на стимулировании экономической активности в начале текущего года и полагался на строгий ценовой контроль со стороны правительства для сдерживания инфляции. Мягкая монетарная политика выражалась в поддержании отрицательной реальной ставки межбанковского рынка и пониженной относительно своего нейтрального уровня доходности вкладов фирм. Средняя ставка по рублевым кредитам снизилась в номинальном выражении в I кв. 2026 г., но по-прежнему несколько превышала равновесное реальное значение в условиях повышенной неопределенности перспектив экономики. В результате совокупное состояние процентных ставок кредитно-депозитного рынка было близким к нейтральному в I кв. 2026 г., а курс белорусского рубля находился вблизи равновесия (рис 1).

Неограничительный характер монетарных условий в среде высоких бюджетных расходов сопровождался ускорением прироста денежной массы и увеличением денежного навеса в I кв. 2026 г. Высокая норма рублевых сбережений домохозяйств в значительной мере купировала инфляционные последствия несбалансированного роста денежной массы. Ожидаемая траектория инфляции вблизи 6–7% г/г в этом году и невысокий рост ВВП около 1% г/г оставляют Нацбанку возможности для смягчения монетарных условий (рис 1). Однако необходимость сохранения высокой сберегательной активности населения для обеспечения стабильности валютного рынка ограничивает пространство для снижения процентных ставок.

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.

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.

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

**Денежно-кредитная политика оставалась мягкой в I кв. 2026 г.**

Ставка рефинансирования сохранена на уровне 9,75% в январе – апреле 2026 г. (рис 2.а). В то же время Нацбанк несколько раз снижал расчетные величины стандартного риска (РВСП) для кредитов бизнесу и населению и для срочных вкладов физлиц – суммарно РВСП понизились в пределах 1 п.п. с начала текущего года. Нацбанк по-прежнему не изымал избыточную ликвидность банков на аукционах, которая поддерживала низкую, «прилипшую» к ставке по депозитам овернайт, номинальную ставку межбанковского рынка (МБК) – 4,2% в среднем в I кв. 2026 г. (рис 2.б).

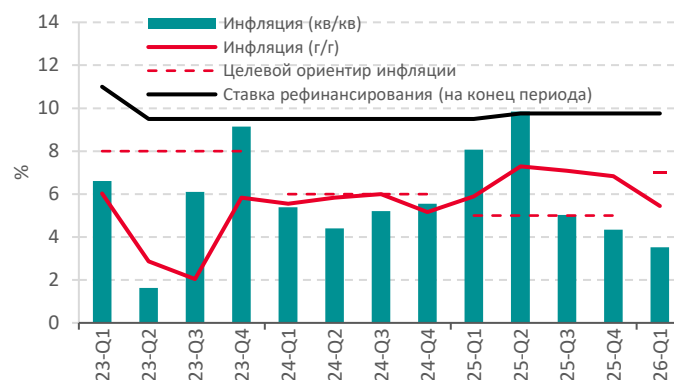
В реальном выражении ставка МБК оставалась отрицательной – ниже своего нейтрального уровня (рис 2.в). Таким образом, Нацбанк сохранял нетрадиционный подход к монетарному регулированию, нацеленный на поддержку инвестиционной активности с высокой толерантностью к инфляции. Снижение ВВП и инвестиций в I кв. 2026 г. и сохранение строгого ценового контроля со стороны правительства позволяли Нацбанку поддерживать стимулирующий характер денежно-кредитной политики, несмотря на несбалансированный прирост денежной массы и наличие инфляционного навеса.

**Значительный избыток ликвидности в банковской системе поддерживал низкий уровень средней ставки по рублевым депозитам**

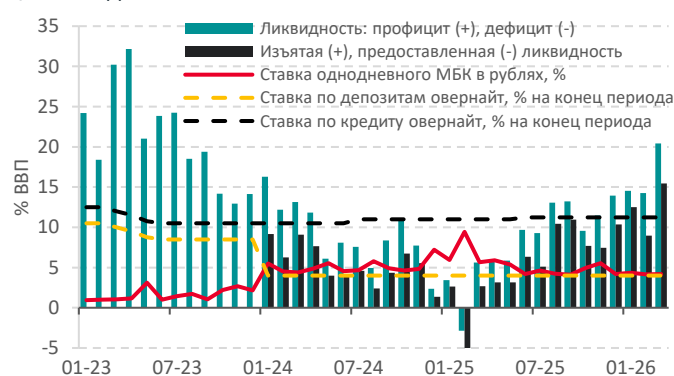
Средняя номинальная ставка по новым срочным рублевым вкладам сохранилась на уровне 6,6% в I кв. 2026 г. (рис 3.а).<sup>iii</sup> Крайне низкой в размере 6,4% оставалась доходность депозитов фирм. Ставка по вкладам населения снизилась на 1 п.п. – до 11,6% в I кв. 2026 г. Она по-прежнему значительно превосходила доходность депозитов бизнеса, в том числе из-за административного воздействия Нацбанка на банки. Высокая ставка по вкладам физлиц поддерживала рекордную норму рублевых сбережений домохозяйств (рис 3.б), которая «связывала» денежный навес, накопленный из-за несбалансированного прироста денежной массы в последние годы.

Рис 2. Показатели денежно-кредитной политики

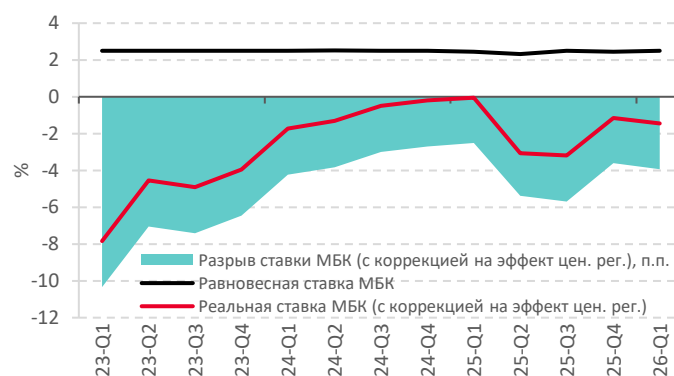
а) ставка рефинансирования и инфляция



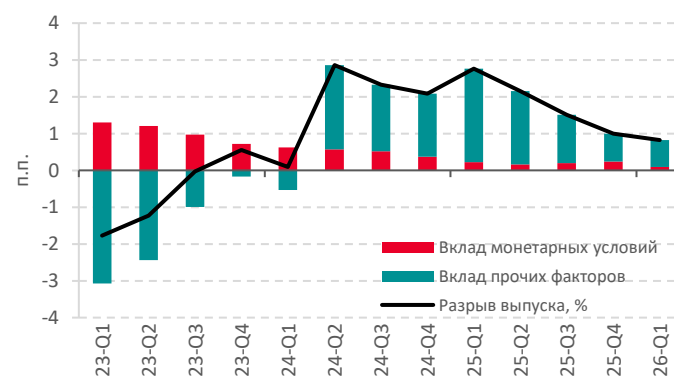
б) ликвидность банковской системы



в) реальная и равновесная ставка МБК<sup>i</sup>



г) вклад монетарных условий в разрыв выпуска



Источник: расчеты на основе данных Белстата, Нацбанка, 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>

Реальная средняя ставка по срочным рублевым вкладам оставалась несколько ниже своего нейтрального уровня в I кв. 2026 г. (рис 3.г)

Мягкость депозитной политики банков сосредоточена в бизнес-сегменте, в то время как доходность вкладов населения несколько превышала свое равновесное значение.

**Трансмиссия мягкой денежно-кредитной политики в ставки по кредитам оставалась слабой**

Средняя номинальная ставка по новым рыночным рублевым кредитам снизилась на 0,2 п.п. – до 11,4% в I кв. 2026 г. (рис 3.а).<sup>iv</sup> Спрэд между ставками по кредитам и депозитам составил 4,8 п.п. в среднем в I кв. 2026 г. при оценке его равновесного размера вблизи 2 п.п. Такое расхождение указывает на то, что мягкая монетарная политика имела ограниченное влияние на изменение стоимости кредитования. Банки, вероятно, стремились поддерживать повышенную стоимость кредитования в условиях замедления роста экономики и ослабления перспектив наращивания выпуска и прибыли реального сектора.

**Реальная средняя ставка по рублевым рыночным кредитам несколько превышала нейтральный уровень в I кв. 2026 г. (рис 3.в)**

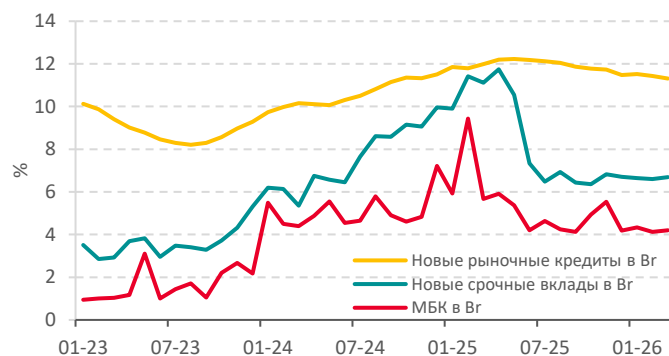
Из-за дифференцированного подхода Нацбанка к регулированию кредитного рынка, повышенная стоимость заимствований была характерна для кредитов (без условий рассрочки) населению и, в некоторой степени, для краткосрочным кредитов бизнесу. В то же время в части долгосрочного кредитования на срок более трех лет процентные ставки не имели ограничительного характера.

**В итоге совокупное влияние ставок кредитно-депозитного рынка на экономическую активность и инфляцию было близким к нейтральному в I кв. 2026 г. (рис 2.г)**

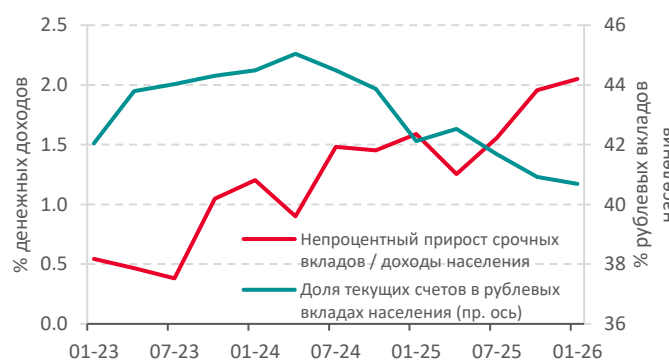
Нейтральное состояние ставок означает, что в среднем их размер соответствует, при строгом ценовом контроле и прочих равных, достижению цели по инфляции в 7% в 2026 г. и 6% в 2027 г. Однако полагание Нацбанка на нетрадиционные инструменты регулирования процентных ставок порождает дисбалансы в отдельных сегментах, снижает предсказуемость действий регулятора и уверенность долгосрочного планирования.

Рис 3. Процентные ставки по новым рыночным кредитам и срочным депозитам банков в рублях

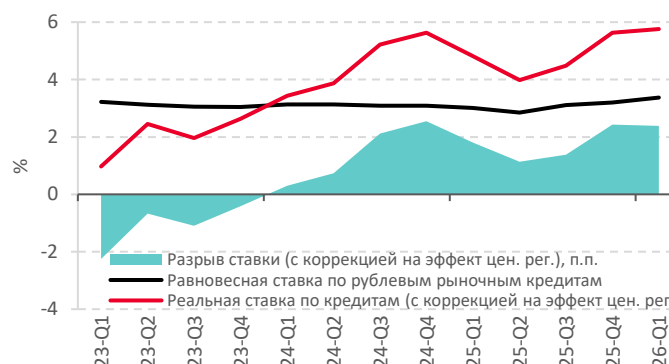
а) средние номинальные процентные ставки



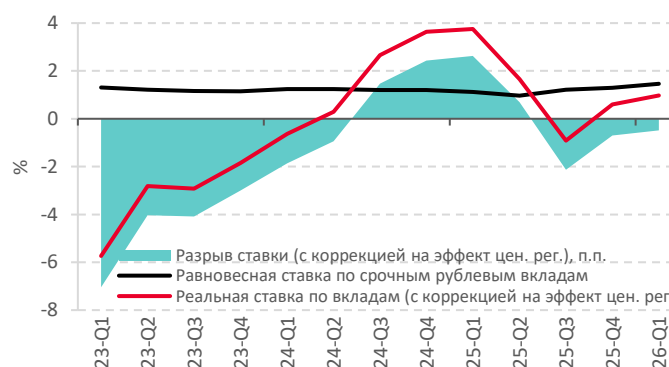
б) депозиты в Br и доходы населения



в) реальная средняя ставка по новым кредитам<sup>i</sup>



г) реальная средняя ставка по новым срочным вкладам<sup>i</sup>



**Источник:** расчеты на основе данных Белстата, Нацбанка, 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 приведены в среднем за период. Доходы населения и остатки средств населения на счетах скорректированы на сезонность.

## Курсовая политика: меры, направленность, характер

**Белорусский рубль несколько укрепился относительно корзины валют в I кв. 2026 г.**

В среднем за I кв. 2026 г. стоимость корзины 3-х иностранных валют (российский рубль, доллар и юань) снизилась на 0,2% к значению IV кв. 2025 г. (рис 4.а). Колебания курсов к отдельным иностранным валютам преимущественно определялись динамикой их кросс-курсов на внешних рынках: в среднем за I кв. 2026 г. белорусский рубль укрепился на 1,9% к доллару и ослаб на 0,4% к российскому рублю и на 0,9% к юаню.

**Укрепление рубля стало следствием чистого предложения иностранной валюты в размере ≈\$70 млн в I кв. 2026 г. (рис 4.а)**

Нацбанк выкупил соответствующий объем валюты, эмитировав около Br0,2 млрд. Покупка валюты способствовала увеличению золотовалютных резервов (ЗВР), которые приросли на \$0,8 млрд за I кв. 2026 г. Однако главным фактором их роста стало подорожание золота на мировом рынке: стоимость монетарного золота в составе ЗВР увеличилась на 0,5 млрд за I кв. 2026 г. В результате объем ЗВР к началу II кв. достиг нового максимума в \$15,2 млрд, что соответствовало около 3,3 месяца импорта товаров и услуг (рис 4.б).

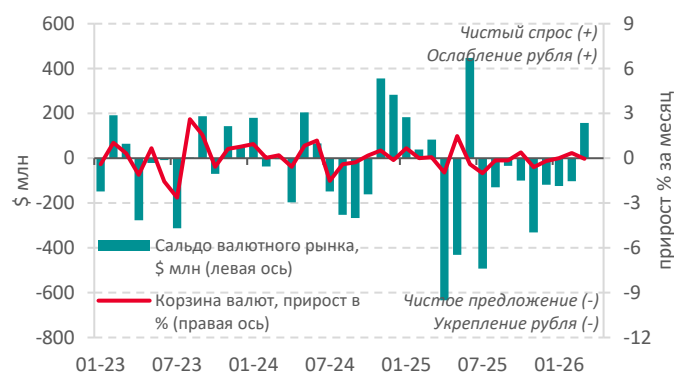
Достаточность ЗВР относительно комплексного индикатора риск-факторов оттока валюты (ARA-метрика с ограничениями на потоки капитала) оценивается более 120% к началу II кв. 2026 г. Накоплен существенный запас прочности для сглаживания эффектов сильных негативных шоков для валютного рынка при их возникновении.

**В реальном эффективном выражении рубль оценивается вблизи равновесия в I кв. 2026 г.**

В реальном выражении национальная валюта несколько ослабла в условиях замедления инфляции в Беларуси и ее ускорения в России в I кв. 2026 г. (рис 4.в). В результате рубль вышел из области небольшой переоцененности, а его реальный эффективный курс сформировался вблизи равновесного уровня в I кв. 2026 г. (рис 4.г).

Рис 4. Индикаторы валютного рынка Беларуси

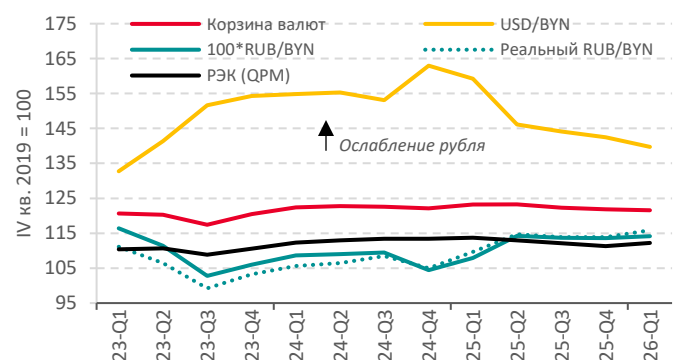
а) сальдо валютного рынка и динамика корзины валют



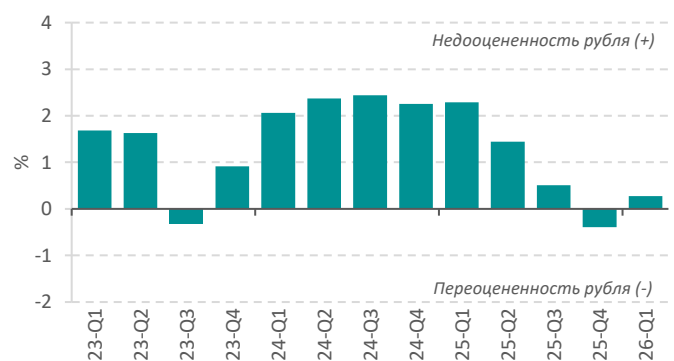
б) золотовалютные резервы (на конец периода)



в) курсы белорусского рубля



г) отклонение РЭК от равновесного уровня



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка, QPM.

Примечание: на рисунке 4.а с января 2019 г. по июнь 2022 г. — корзина 3-х валют (доллар, евро и рос. рубль), с июля по декабрь 2022 г. — корзина 4-х валют (доллар, евро, рос. рубль и китайский юань), с января 2023 г. — корзина 3-х валют (доллар, рос. рубль и китайский юань). РЭК — реальный эффективный курс белорусского рубля. В QPM веса валют в РЭК составляют: рос. рубль — 0,60; доллар — 0,20; евро — 0,10; юань — 0,10.

При этом к доллару США, евро и юаню национальная валюта оставалась переукрепленной, а по отношению к российскому рублю – несколько недооцененной. Следует учитывать, что ослабление белорусского рубля в реальном выражении в значительной мере стало следствием переноса сроков повышения тарифов на ЖКУ (будут учтены в инфляции II кв. 2026 г.), которые являются неторгуемыми услугами. При учете этого фактора рубль оставался несколько переоцененным в терминах реального эффективного курса в I кв. 2026 г.

### Население оставалось главным донором валюты на внутреннем рынке

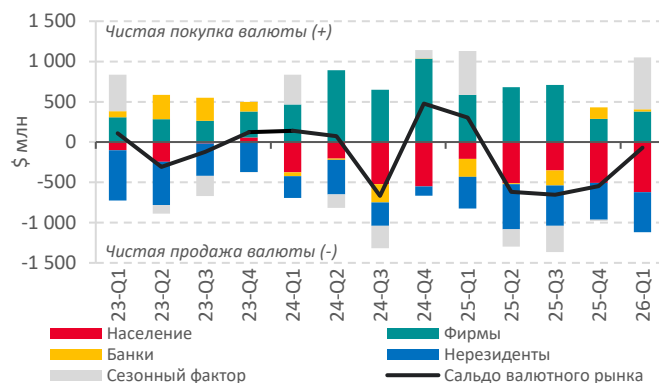
Физлица продали более \$0,6 млрд на чистой основе за I кв. 2026 г. (с устранением сезонности; рис 5.а). Это рекордный квартальный объем с 2016 г. Поведение населения на валютном рынке объясняется высокой доходностью срочных рублевых вкладов и ограниченными возможностями накоплений в иностранной валюте в санкционной среде. Так, непроцентный прирост рублевых срочных вкладов населения в I кв. 2026 г. стал максимальным более чем за десять лет даже при снижении средней ставки по ним на 1 п.п. Стабильность валютного рынка будет во многом определяться тем, удастся ли Нацбанку сохранить высокие ставки по банковским вкладам для населения при его ориентированности на поддержание мягкой денежно-кредитной политики и низкой стоимости инвестиционного кредитования.

### Нерезиденты продали на чистой основе \$0,5 млрд в I кв. 2026 г. (рис 5.а), оказав существенную поддержку курсу белорусского рубля

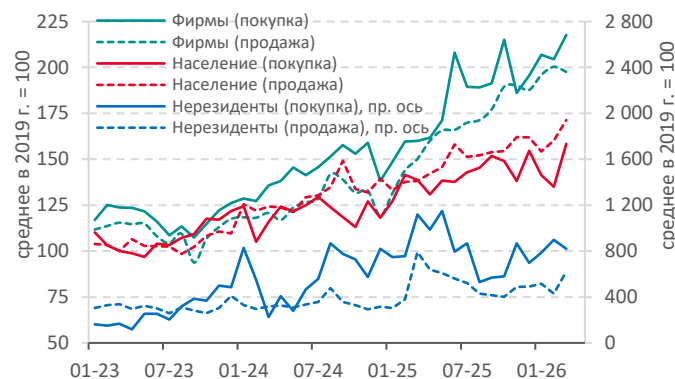
Динамика нетто-предложения валюты нерезидентами коррелирует с динамикой внешней торговли услугами, профицит которой заметно возрос во второй половине 2025 г. – I кв. 2026 г. В то же время, снятие санкций США с Минфина Беларуси может привести к росту покупок валюты нерезидентами в II–IV кв. 2026 г., так как, вероятно, у них появится больше возможностей по конвертации и выводу поступлений по еврооблигациям.

Рис 5. Состояние внутреннего валютного рынка

а) сальдо валютного рынка (сегменты – с устранением сезонности)



б) динамика покупки и продажи иностранной валюты (с устранением сезонности)



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка.

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

### Фирмы-резиденты сохраняли чистый спрос на иностранную валюту в I кв. 2026 г.

Организации купили почти на \$0,4 млрд больше валюты, чем продали в I кв. 2026 г. (рис 5.а). Дефицит внешней торговли товарами обуславливал нетто-спрос фирм на иностранную валюту. Однако, так как совокупное сальдо внешней торговли товарами и услугами оценивается близким к балансу в I кв. 2026 г. (по предварительной оценке при устранении сезонности), то масштаб чистой покупки валюты фирмами не являлся угрозой для курса белорусского рубля и с запасом покрывался продажей валюты населением и нерезидентами.

## Кредитно-депозитный рынок

**Кредитная активность снизилась в I кв. 2026 г., но по-прежнему сохранялась на высоком уровне**

Объем выданных кредитов по отношению к ВВП незначительно снизился в I кв. 2026 г. и находился вблизи 75% (рис 6.а). Кредитный импульс оценивается слабо отрицательным в I кв. 2026 г. (рис 6.б). Несмотря на замедление динамики нового кредитования, его объем сохранялся высоким – в период 2017–2021 гг. он в среднем составлял 61% ВВП. Таким образом, банковское кредитование по-прежнему поддерживало повышенный уровень внутреннего спроса (относительно сбалансированного уровня; рис 2.г), но не вело к ускорению его роста.

**Снижение кредитной активности в начале текущего года отмечено в госсекторе**

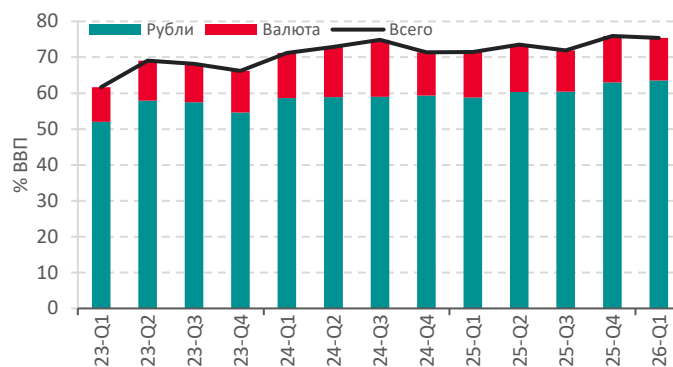
Возможно, что оно носило коррекционный характер после заметного увеличения выдач кредитов госпредприятиям в конце прошлого года (рис 6.б). Также нельзя исключать влияния ослабления инвестиционной и производственной активности в I кв. 2026 г. и неочевидных перспектив их восстановления в текущем году. В частном секторе объем выданных кредитов продолжал расти как у населения, так и бизнеса (рис 6.б). В целом неограничительный характер монетарных условий поддерживал деловую активность частного сектора, в том числе кредитную.

**Рост кредитной задолженности снизился в I кв. 2026 г. после ускорения в конце 2025 г.**

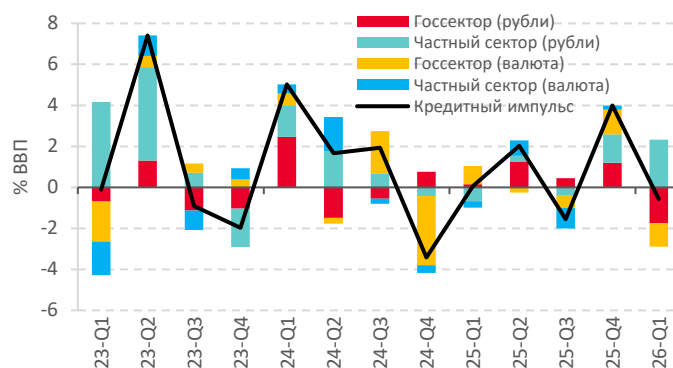
Как и в ситуации с выдачами кредитов, замедление динамики задолженности по ним фиксировалось в госсекторе (рис 6.в; рис 6.г). Кредитный портфель частного сектора сократился только в его валютной составляющей, в то время как рублевая задолженность продолжала устойчиво расти (рис 6.в; рис 6.г). Темпы ее прироста оставались более умеренными в сравнении с уровнями 2023–2024 гг., в том числе вследствие директивных рестрикций Нацбанка на расширение розничного кредитного портфеля банков.

Рис 6. Индикаторы кредитования

а) объем новых выданных кредитов



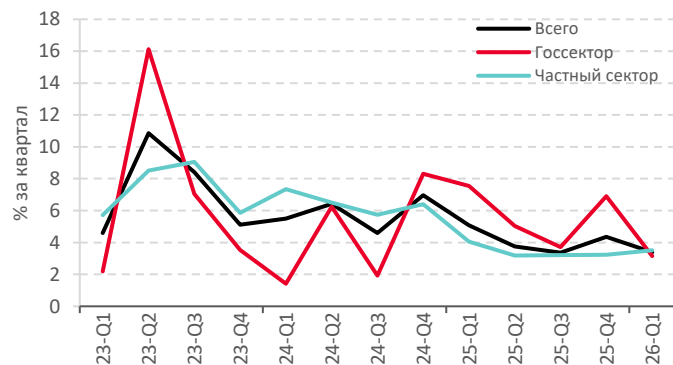
б) кредитный импульс



в) прирост задолженности по всем кредитам



г) прирост задолженности по кредитам в рублях



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка, Белстата.

Примечание: все показатели – с устранением сезонности; с выходом новых данных динамика показателей уточняется. Кредитный импульс ( $ci_t$ ) рассчитан следующим образом:  $ci_t = 100 * \left( \frac{cr_t}{ngdp_t} - \frac{cr_{t-1}}{ngdp_{t-1}} \right)$ , где  $cr_t$  – сезонно сглаженный объем выданных кредитов в период  $t$ ,  $ngdp_t$  – сезонно сглаженный объем номинального ВВП в период  $t$ .

### Денежная масса продолжила расти высокими темпами в I кв. 2026 г.

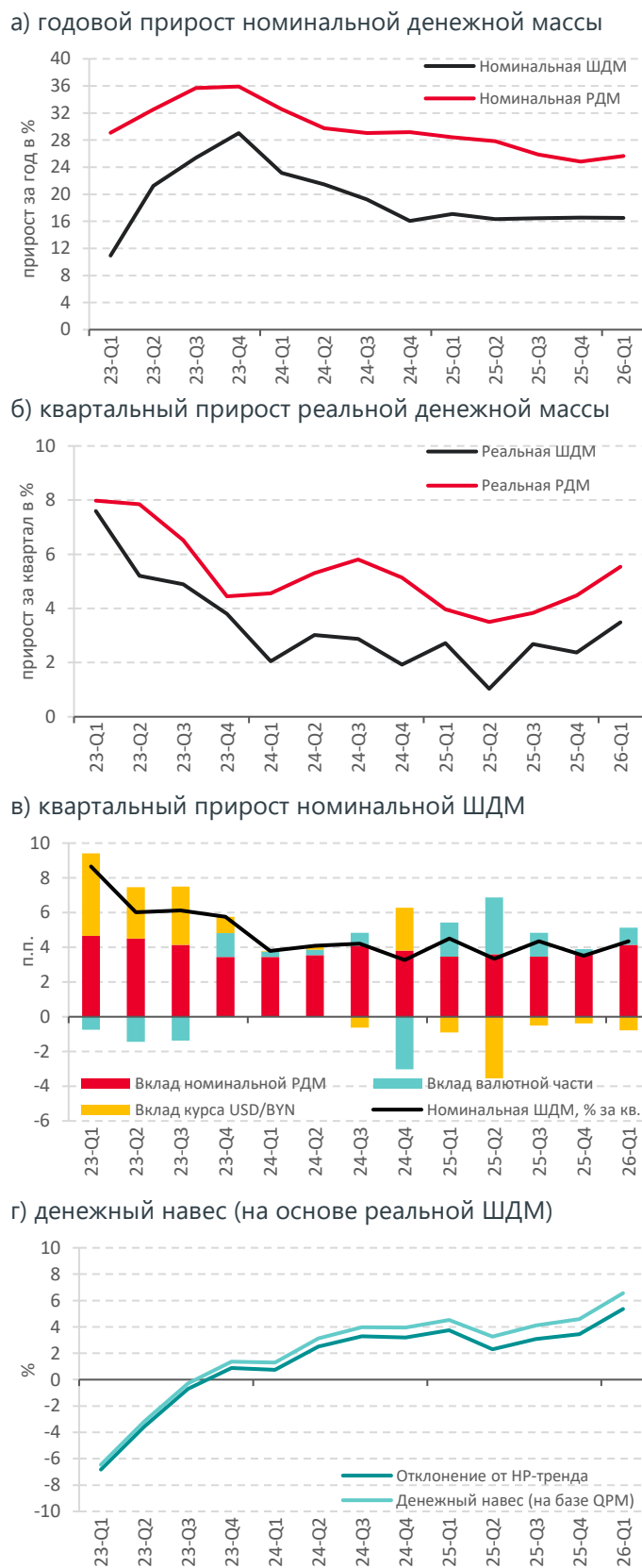
Широкая денежная масса (ШДМ) выросла на  $\approx 4,4\%$  в среднем за I кв. 2026 г. к среднему за IV кв. 2025 г. в номинальном выражении или на  $\approx 3,5\%$  в реальном (с устранением сезонности; рис 7.б). В аннуализированном виде такие темпы соответствуют приросту на 18,6% в номинальном выражении и на 14,7% в реальном. Это крайне высокие значения при потенциале роста экономики на 1–2% в год.

В сравнении с предыдущим периодом рост ШДМ повысился из-за ускорения динамики ее рублевой составляющей (рис 7.в). Рублевая денежная масса (РДМ) выросла на  $\approx 6,4\%$  в среднем за I кв. 2026 г. к среднему за IV кв. 2025 г. в номинальном выражении или на  $\approx 5,5\%$  в реальном (с устранением сезонности; рис 7.б). Нежесткие монетарные условия и высокие бюджетные расходы (которые в части консолидированного бюджета превысили 30% ВВП в 2025 г. и выросли еще больше в начале 2026 г.) стимулировали расширение денежной массы.

### Рост денежной массы, значительно опережавший прирост реального ВВП, привел к увеличению денежного навеса в I кв. 2026 г.

Средняя широкая денежная масса в I кв. 2026 г. превосходила уровень годовой давности на 16,5% г/г (рис 7.а), в то время как реальный ВВП сократился на 0,4% г/г за этот период. В таких условиях дефлятор ВВП (более широкий индикатор инфляции в сравнении с индексом потребительских цен) составил 9,5% г/г в I кв. 2026 г. Инфляционные процессы в экономике имели монетарный характер, а прирост денежной массы оставался несбалансированным. Высокая норма сбережений домохозяйств в значительной степени купировала его инфляционные последствия. Однако денежный навес в экономике продолжил расширяться (рис 7.г), что сужает пространство для смягчения монетарной политики.

Рис 7. Динамика средней денежной массы



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

Примечание: все показатели – с устранением сезонности; с выходом новых данных динамика показателей уточняется. ШДМ – широкая денежная масса; РДМ – рублевая денежная масса. Реальный прирост денежной массы рассчитан путем дефлирования ее номинального прироста на прирост среднеквартального индекса потребительских цен (с устранением сезонности).

## Краткосрочный прогноз

### Денежно-кредитная политика сохранит стимулирующий характер в 2026 г.

При сохранении ценового контроля потребительская инфляция будет оставаться вблизи 6–7% г/г в текущем году. Такая траектория является приемлемой для Нацбанка при цели не более 7% г/г. Ожидаемый невысокий рост ВВП около 1% г/г в 2026 г. при плане властей в 2,8% г/г и ориентированность Нацбанка на поддержку экономической активности будут подталкивать регулятора к снижению процентных ставок. Масштаб для такого маневра является ограниченным из-за необходимости обеспечения высокой нормы сбережений населения для поддержания стабильности валютного рынка и недопущения большего отклонения внутреннего спроса от сбалансированного уровня. Можно ожидать, что Нацбанк не вернется к изъятию избыточной ликвидности банков на аукционах в этом году, и ставка МБК останется низкой – вблизи 4–6%. Высока вероятность небольшого понижения расчетных величин стандартного риска. Нацбанк также может пойти на некоторое снижение ставки рефинансирования – до 9,25–9,50% (рис 8.а).

### Средняя ставка по новым рыночным кредитам ожидается около 10,5–11% к концу 2026 г., а по новым срочным вкладам – вблизи 6,5–7%

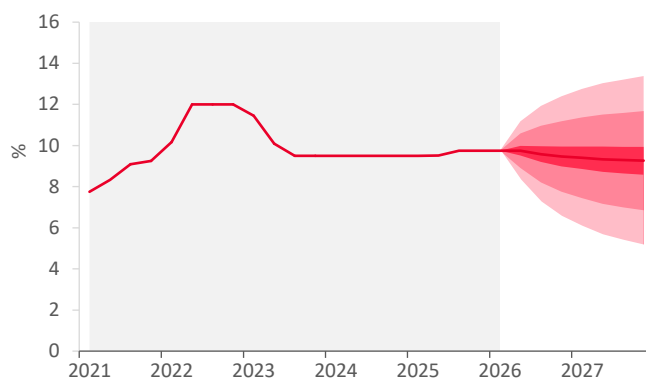
Банки будут поддерживать невысокую доходность депозитов фирм в условиях низкой ставки межбанковского кредитования. Это ограничит среднюю ставку по вкладам даже при сохранении привлекательных условий рублевых сбережений для населения.

Ставки по кредитам имеют пространство для снижения в 2026 г. Но в среде повышенной неопределенности перспектив экономики это снижение ожидается небольшим (рис 8.б).

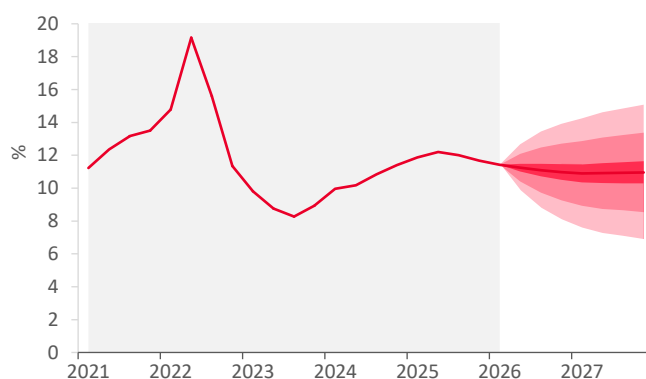
При инфляции вблизи 6–7% г/г реальные средние ставки по новым рыночным кредитам и срочным вкладам в рублях ожидаются близкими к нейтральным уровням. В результате денежно-кредитные условия сохраняют в целом неограничительный характер в текущем году и поддержат внутренний спрос (рис 1).

Рис 8. Прогноз монетарных условий

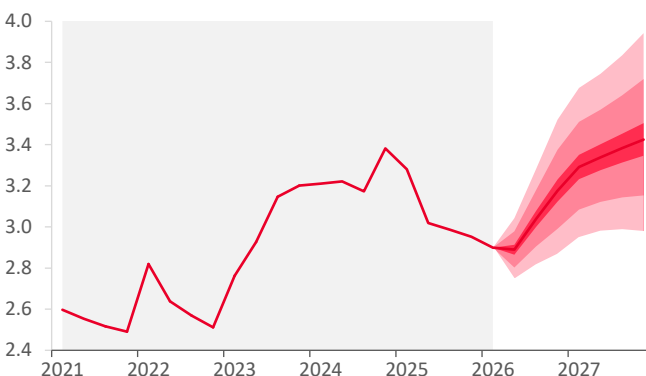
а) ставка рефинансирования (в среднем за квартал)



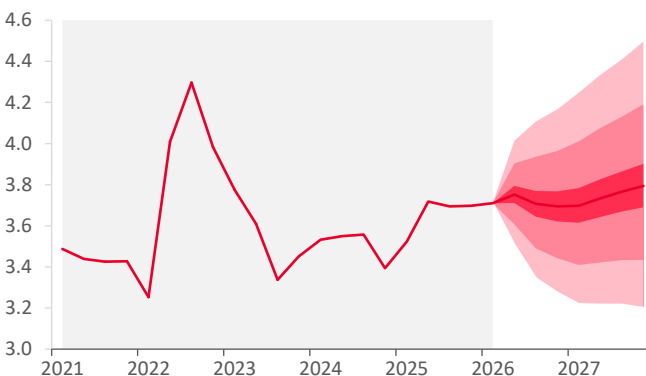
б) средняя ставка новым рыночным кредитам в Вр (в среднем за квартал)



в) курс USD/BYN (в среднем за квартал)



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



Источник: расчеты на базе QPM.

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

## **Более мягкая монетарная политика остается риском для прогноза**

«Вялый» рост экономики может побудить власти к увеличению стимулирования внутреннего спроса за счет активного расходования депозитов правительства, «квазифискальных» операций и значительного снижения ставок по кредитам. Такому развитию событий также благоволит полагание Нацбанка при принятии решений в сфере монетарного регулирования на текущее (а не ожидаемое) состояние экономики. Значительное смягчение монетарной политики может временно повысить рост ВВП, но ценой усиления инфляционного давления и повышения дефицита внешней торговли. Возможности властей купировать дисбалансы ценовым контролем сузятся в случае увеличения инфляции в мире, вызванного последствиями кризиса на Ближнем Востоке.

## **Внешнеторговая позиция прогнозируется дефицитной в пределах 1% ВВП в 2026 г., что не будет оказывать значительного давления на курс рубля**

Высокий внутренний спрос и сдержанный спрос на российском рынке формируют условия для дефицита внешней торговли. Его размер будет ограничиваться наращиванием экспорта услуг, около рекордными продажами калийных удобрений, а также ожидаемым увеличением экспорта азотных удобрений. Дефицит внешней торговли в пределах 1% не является большим и не окажет существенного давления на белорусский рубль при условии сохранения чистых продаж валюты населением.

Курс национальной валюты останется близким к равновесному в терминах РЭК, чему соответствует номинальное ослабление рубля на 2–5% в терминах корзины валют за 2026 г.

Курс USD/BYN ожидается вблизи 3,0 белорусских рублей за доллар в среднем в 2026 г. (около 3,10 в среднем во второй половине года) при постепенном движении курса USD/RUB к уровням 80–85 российских рублей за доллар (рис 8.в). Курс RUB/BYN в таком случае прогнозируется вблизи 3,7 белорусского рубля за 100 российских рублей в среднем за 2026 г. (около 3,7 в среднем во второй половине года; рис 8.г).

## **Неопределенность курсовой динамики остается высокой, в первую очередь из-за повышенной волатильности внешних условий**

Вместе с тем достаточный объем золотовалютных резервов Нацбанка и отсутствие значительной переоцененности белорусского рубля (как перед валютным кризисом в конце 2014 г. – начале 2015 г.) позволяют рассчитывать на сохранение управляемой ситуации на валютном рынке даже при реализации сильных шоков. Сохраняющаяся вероятность более значительной, чем ожидается, продажи валюты населением может привести к более крепкому рублю в сравнении с базовым прогнозом.

## 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. 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 кв. 2022 г. и I–IV кв. 2023 г. Это связано с тем, что введение новой системы ценового регулирования привело к ad-hoc снижению цен в IV кв. 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, возведенный в четвертую степень (инфляция в годовом эквиваленте).

<sup>iii</sup> Номинальная средняя ставка по новым срочным рублевым депозитам сохранилась на уровне 6,6% в среднем за I кв. 2026 г., в том числе по вкладам фирм – повысилась с 6,2% в IV кв. 2025 г. до 6,4% в I кв. 2026 г., по вкладам населения – снизилась с 12,6 до 11,6%.

<sup>iv</sup> Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях снизилась с 11,7% в среднем за IV кв. 2025 г. до 11,4% за I кв. 2026 г., в том числе по кредитам фирмам – с 11,7 до 11,4%, по кредитам населению – повысилась с 11,1 до 11,4%.