

Обзор монетарной среды

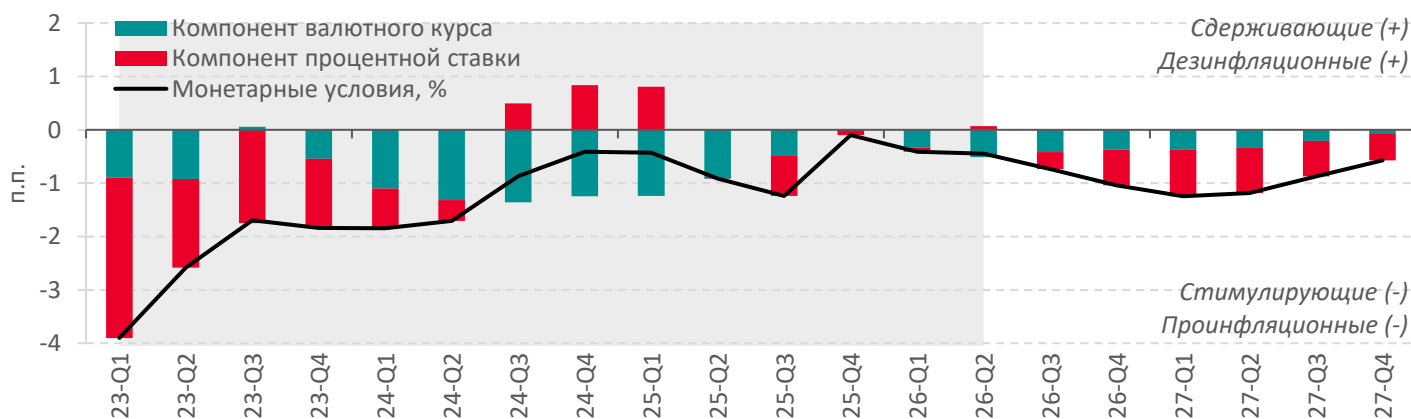
II кв. 2026 г.

Неограничительные рыночные монетарные условия и усиление бюджетного стимула оказали значительную поддержку внутреннему спросу в II кв. 2026 г.

Нацбанк снизил ключевые ставки на 0,5 п.п. в II кв. 2026 г. и не изымал избыточную ликвидность банков на аукционах для стимулирования внутреннего спроса. Рыночные процентные ставки кредитно-депозитного рынка в среднем сохраняли неограничительный характер, но дифференциация условий кредитования и сбережений для бизнеса и населения оставалась значительной. Стремительное увеличение кредитования по льготным программам и наращивание бюджетного финансирования инвестиций формировали высокий рост денежной массы, который сопровождался повышением денежного навеса. Его инфляционные последствия проявлялись в ускорении дефлятора ВВП до 13,6% г/г в II кв. 2026 г., но сдерживались ценовым контролем и усилением конкуренции на товарных рынках для потребительской инфляции. Высокая норма рублевых сбережений населения также ограничивала инфляционные эффекты несбалансированного роста денежной массы и поддерживала стабильность курса белорусского рубля.

Монетарные условия сохраняют неограничительный характер в 2026–2027 гг. (рис 1). Стимулирование внутреннего спроса останется приоритетной задачей Нацбанка. Регулятор может допустить некоторое снижение реальных процентных ставок при умеренном ускорении инфляции после смягчения с июля 2026 г. ценового контроля. Курс белорусского рубля в терминах корзины валют будет двигаться вблизи равновесной траектории в 2026–2027 гг. при условии сохранения чистой продажи валюты населением.

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 экономике Беларуси. 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 сохраняла стимулирующий характер в II кв. 2026 г.

Нацбанк снизил ставку рефинансирования и ставку по кредиту овернайт на 0,5 п.п. – до 9,25% и 10,75% с 1 июня 2026 г. (рис 2.а; рис 2.б). Регулятор также несколько раз снижал расчетные величины стандартного риска (РВСП) для кредитов и срочных вкладов – РВСП понизились на 0,3–0,8 п.п. с апреля по июль 2026 г.

Нацбанк по-прежнему не изымал избыточную ликвидность банков на аукционах. Ее профицит возрос до Br4,4 млрд в среднем за II кв. 2026 г. и стал максимальным за три года (рис 2.б). Избыток ликвидности поддерживал низкую ставку межбанковского рынка (МБК) в II кв. – 4,2% в номинальном выражении (рис 2.б) и существенно ниже нейтрального уровня в реальном (рис 2.в).

Мягкая денежно-кредитная политика имела целью стимулировать экономическую и инвестиционную активность

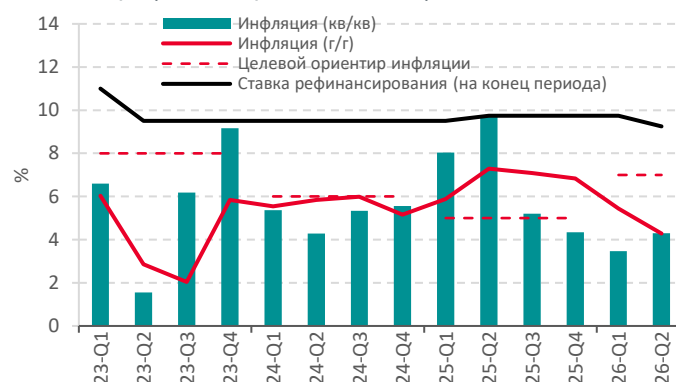
Сокращение ВВП и инвестиций по итогам I кв. 2026 г. стало триггером снижения ключевых процентных ставок в апреле – июне. Низкая инфляция в условиях ценового контроля позволяла Нацбанку обеспечивать мягкость денежно-кредитной политики (рис 2.а). Подход к монетарному регулированию, который приоритезирует стимулирование внутреннего спроса в среде производственных ограничений, является рискованным для макроэкономической стабильности.

Доходность банковских вкладов понизилась в II кв. в условиях большого избытка ликвидности

Средняя номинальная ставка по новым срочным рублевым депозитам снизилась на 0,6 п.п. – до 6,1% в II кв. 2026 г. (рис 3.а).ⁱⁱⁱ Реальная ставка сохранялась ниже равновесного уровня (рис 3.г) благодаря крайне низкой доходности депозитов для бизнеса – ставка по срочным вкладам фирм опустилась до 5,7% в среднем за II кв. Это стимулировало переток денежных средств организаций на текущие счета, доля которых во всех рублевых вкладах юрлиц возросла примерно на 4 п.п. за полугодие – до 44% к началу июля.

Рис 2. Показатели денежно-кредитной политики

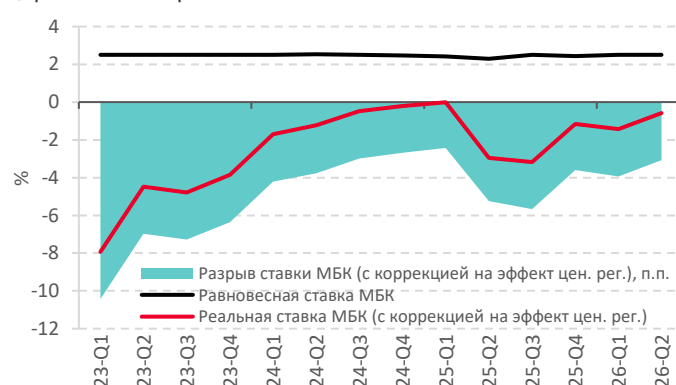
а) ставка рефинансирования и инфляция



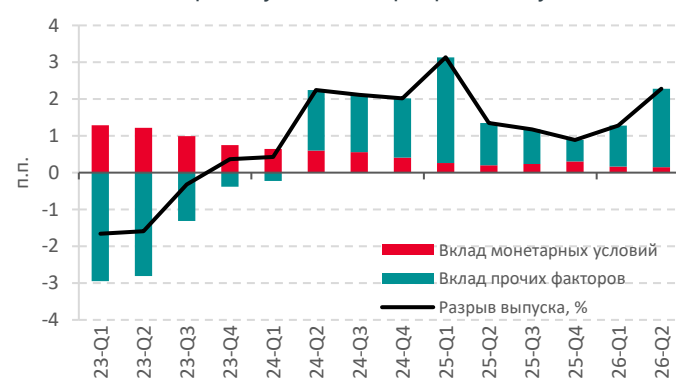
б) ликвидность банковской системы



в) реальная и равновесная ставка МБКⁱ



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.ⁱⁱ

Ставка по срочным вкладам населения снизилась на 0,4 п.п. – до 11,1% в II кв. 2026 г. В реальном выражении доходность депозитов физлиц оценивается около нейтрального уровня. Норма рублевых сбережений физлиц сохранялась высокой в II кв., но она опустилась с рекордного уровня I кв. 2026 г. на фоне снижения ставок (рис 3.6). Не-процентный прирост срочных рублевых вкладов физлиц также сохранялся исторически высоким, но его темпы замедлились до 1,4% в среднем в месяц в II кв. с 2,1% в IV кв. 2025 – I кв. 2026 г. Динамика сберегательной активности населения сигнализирует об ограниченном пространстве для понижения ставок по вкладам, так как высокая норма рублевых сбережений в определенной мере сдерживает «переток» накопленного денежного навеса на товарный и валютный рынки.

Средняя номинальная ставка по новым рыночным рублевым кредитам снизилась на 0,5 п.п. – до 10,9% в II кв. 2026 г.^{iv} (рис 3.а)

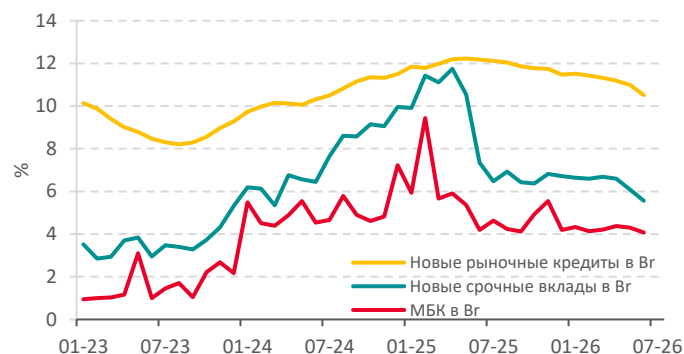
Реальная средняя ставка по рыночным кредитам превышала нейтральный уровень (рис 3.г), однако степень жесткости различалась по направлениям заимствований из-за дифференцированного подхода Нацбанка к регулированию кредитного рынка. Короткие займы бизнесу и кредиты населению (без рассрочки) не на покупку товаров отечественного производства (ТОП) сохраняли повышенную стоимость. В то же время ставки по долгосрочным кредитам фирмам и, в особенности, на покупку ТОП физлицами были низкими и стимулировали рост кредитования.

В среднем размер рыночных ставок в II кв. 2026 г. соответствовал, при сохранении жесткости ценового контроля неизменной и прочих равных, траектории инфляции вблизи 6% в среднесрочной перспективе

Если смягчение с середины июля ценового регулирования^v приведет к повышению инфляции и инфляционных ожиданий, то состояние процентных ставок станет стимулирующим и проинфляционным даже при их неизменности в номинальном выражении. Также необходимо учитывать, что оценка монетарных условий на основе рыночных процентных ставок недоучитывает значительный стимул со стороны льготных условий кредитования (рис 2.г).

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

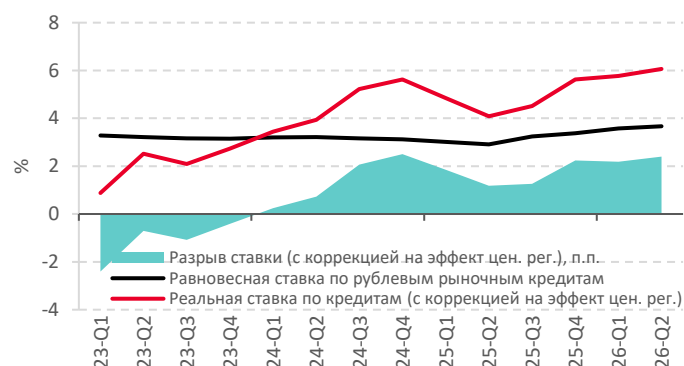
а) средние номинальные процентные ставки



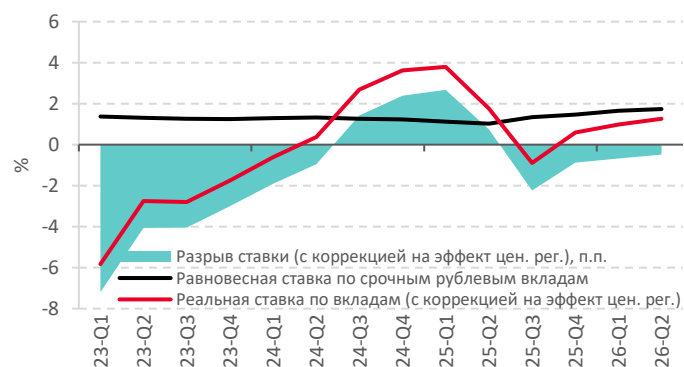
б) депозиты в Br и доходы населения



в) реальная средняя ставка по новым кредитамⁱ



г) реальная средняя ставка по новым срочным вкладамⁱ



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 оставался стабильным в II кв. 2026 г.

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

Чистое предложение иностранной валюты способствовало устойчивости корзины валют

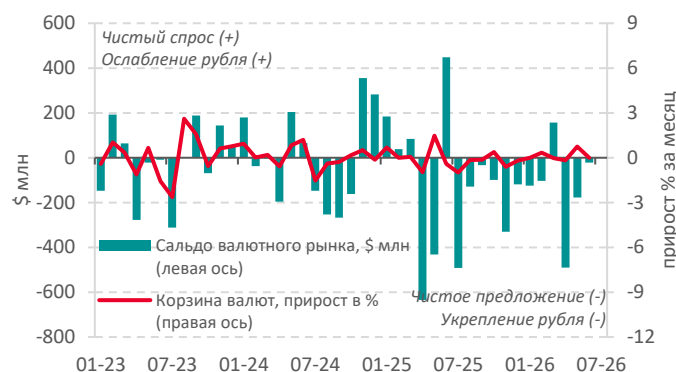
Нетто-продажа валюты участниками рынка (без учета Минфина) составила \$0,69 млрд за II кв. (рис 4.а). Чистое предложение в апреле-июне преимущественно имело сезонный характер (рис 5.а). Нацбанк балансировал рынок и выкупил соответствующий объем валюты, эмитировав около Br1,9 млрд. Покупка валюты Нацбанком поддерживала золотовалютные резервы (ЗВР). Однако вследствие снижения цен на золото их размер сократился почти на \$1,1 млрд за II кв. – до \$14,2 млрд на начало III кв. 2026 г. (рис 4.б). Несмотря на уменьшение ЗВР, они по-прежнему оставались достаточными для купирования сильных валютных шоков в случае их возникновения: резервы покрывали три месяца импорта товаров и услуг (рис 4.б), а относительно комплексного индикатора риск-факторов оттока валюты (ARA-метрика с ограничениями на потоки капитала) оценивается более 110% к началу III кв. 2026 г.

В реальном эффективном выражении рубль сохранялся вблизи равновесия в II кв. (рис 4.г)

При этом к доллару, евро и юаню национальная валюта оставалась переоцененной, в то время как к российскому рублю – несколько недооцененной. В результате состояние валютного курса оценивается нейтральным для экономической активности в II кв. 2026 г. В части влияния на инфляцию курс сохранял дезинфляционные эффекты из-за временных лагов в переносе реализованного за последний год укрепления национальной валюты на потребительские цены.

Рис 4. Индикаторы валютного рынка Беларуси

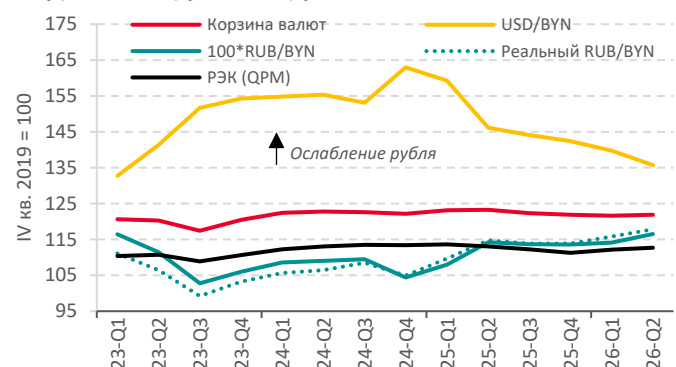
а) сальдо валютного рынка и динамика корзины валют



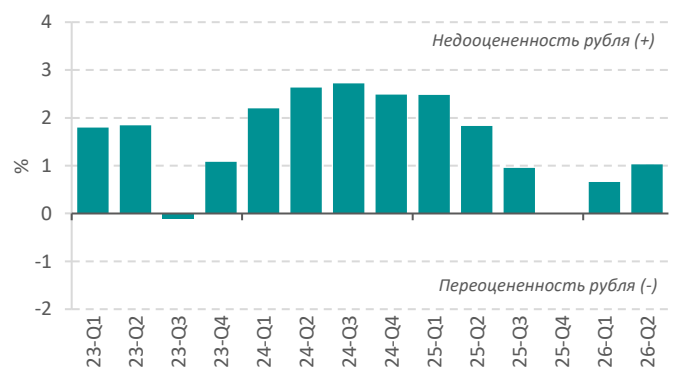
б) золотовалютные резервы (на конец периода)



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.

Население оставалось донором валюты на внутреннем рынке в II кв. 2026 г.

Физлица продали около \$0,6 млрд на чистой основе за II кв. 2026 г. (с устранением сезонности; рис 5.а). Нетто-предложение с их стороны сохранялось вблизи рекордных уровней с 2016 г. – лишь на \$50 млн меньше пика предыдущего квартала. Привлекательные условия рублевых банковских вкладов в среде укрепления белорусского рубля к доллару и ограниченных возможностей накоплений в иностранной валюте из-за санкционного воздействия по-прежнему поддерживали значительный объем продаж валюты населением (рис 5.б). Необходимость сохранения этого статус-кво для стабильности валютного рынка требует от Нацбанка обеспечения высокой доходности рублевых вкладов населения даже в условиях стремления регулятора к поддержанию мягких условий кредитования фирм.

Нерезиденты продали на чистой основе \$0,2 млрд в II кв. 2026 г. (рис 5.а)

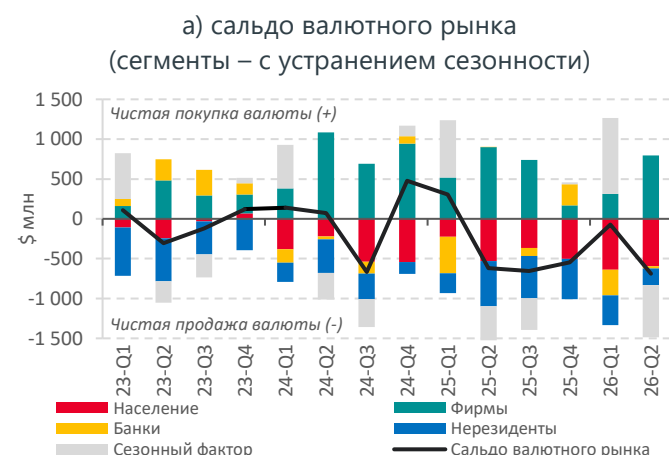
Объем чистой продажи валюты нерезидентами сократился в сравнении с предыдущими периодами (рис 5.а). При этом минимальная сумма нетто-предложения валюты с их стороны зафиксирована в апреле-мае и объяснялась не столько сокращением продаж, сколько увеличением покупки валюты (рис 5.б).

Возможно, что в этот период увеличились объемы вывода поступлений по долговым обязательствам перед нерезидентами после ослабления американских санкций в отношении Белинвестбанка, Банка Развития и Минфина Беларуси. В июне объем покупки валюты нерезидентами вновь существенно сократился (рис 5.б), а объем чистой продажи вернулся к среднемесячному уровню 2025 г.

Чистый спрос на иностранную валюту со стороны фирм-резидентов возрос в II кв. 2026 г.

Организации купили почти на \$0,8 млрд больше валюты, чем продали в II кв. 2026 г. (с устранением сезонности; рис 5.а). Дефицит внешней торговли товарами оставался ключевым фактором нетто-спроса фирм на иностранную валюту. Его объем в II кв. 2026 г. все еще компенсировался чистым предложением валюты населением и нерезидентами (с устранением сезонности). Однако «зазор» был минимальным (рис 5.а). С учетом рисков ослабления спроса в России, сохранение стабильности валютного рынка требует поддержания высокой нормы рублевых сбережений населения и осторожного подхода Нацбанка к дальнейшему смягчению условий рыночного кредитования. Пространство для подобного смягчения представляется ограниченным.

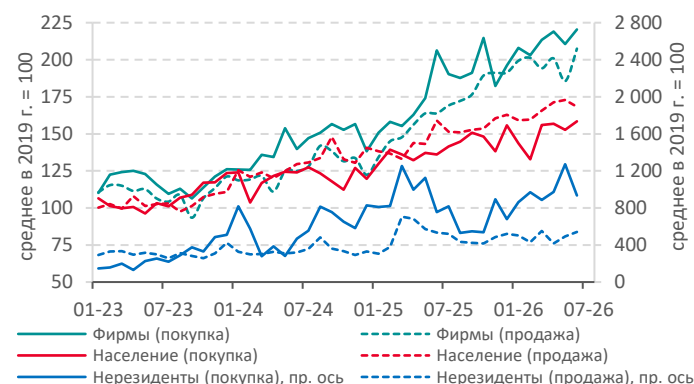
Рис 5. Состояние внутреннего валютного рынка



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.

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



Кредитно-депозитный рынок

Кредитная активность повысилась в II кв. 2026 г.

Объем выданных кредитов по отношению к ВВП увеличился до 77% в II кв. 2026 г. (рис 6.а). Кредитный импульс оценивается значимо положительным за счет существенного ускорения роста выдач рублевых кредитов как государственному, так и частному сектору (рис 6.б). Схожая динамика наблюдалась и в части задолженности по кредитам, рост которой также повысился в II кв. 2026 г. (рис 6.в; рис 6.г). Нарращивание кредитования стало одним из ключевых факторов высокого роста денежной массы и ускорения внутреннего спроса в апреле – июне 2026 г.

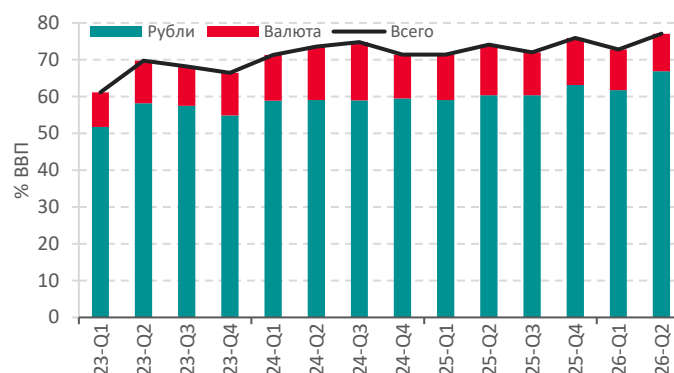
Существенному увеличению кредитной активности, вероятно, способствовали значительные объемы выданных льготных кредитов и кредитов в рамках специальных программ

Так, прирост инвестиций на 4,1% г/г за первое полугодие 2026 г. был на 2,3 п.п. профинансирован за счет консолидированного бюджета и на 2,2 п.п. – за счет льготных кредитов банков. Рыночные кредиты обеспечили только около 0,5 п.п. прироста инвестиций за полугодие, а капитальные вложения за счет собственных средств предприятий (на которые приходится более 40% инвестиций) сократились. Это указывает на сдержанную инвестиционную активность бизнеса и вероятное доминирование коротких кредитов в их заимствованиях на рыночных условиях. Динамика кредитования и инвестиций также сигнализирует о вытеснении частных инвестиций государственными. Сохранение подобной тенденции будет сдерживать потенциал роста экономики Беларуси в долгосрочной перспективе.

Значительно увеличился в II кв. 2026 г. объем выданных кредитов населению – на 15% к I кв. 2026 г. (с устранением сезонности) и на 29% к II кв. 2025 г., в том числе на 46% г/г в июне 2026 г. Такой взрывной рост с высокой вероятностью связан с наращиванием кредитов на покупку товаров отечественного производства и легковых автомобилей. Так, розничные продажи автомобилей выросли на 125% г/г в II кв. 2026 г., что обеспечило почти весь прирост розничного товарооборота непродовольственных товаров.

Рис 6. Индикаторы кредитования

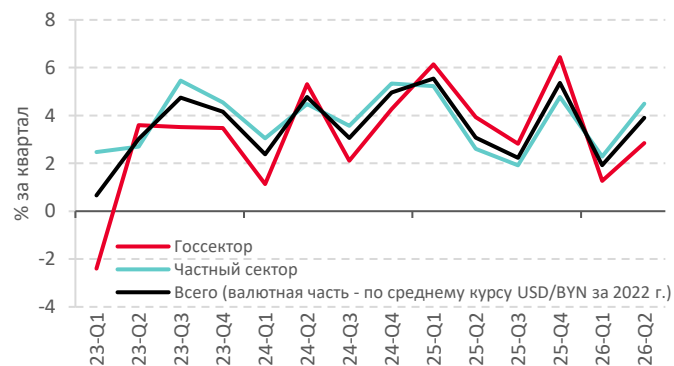
а) объем новых выданных кредитов



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 .

Нежесткая экономическая политика стимулировала рост денежной массы в первом полугодии

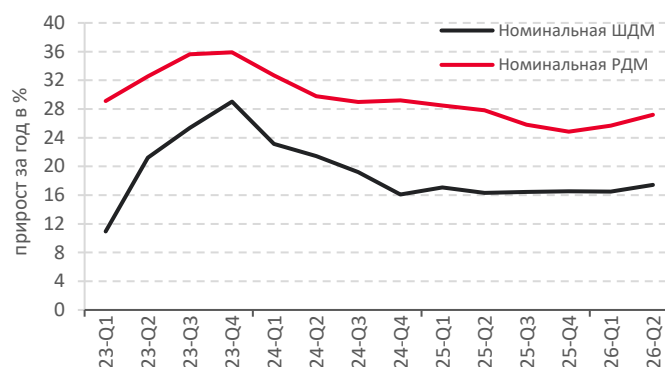
Широкая денежная масса (ШДМ) выросла на $\approx 3,8\%$ в среднем за II кв. 2026 г. к среднему за I кв. 2026 г. в номинальном выражении или на $\approx 2,5\%$ в реальном (с устранением сезонности; рис 7.6). Квартальный прирост несколько замедлился вследствие снижения темпов роста валютной составляющей и эффекта ее переоценки из-за укрепления рубля к доллару (рис 7.в). Рублевая составляющая продолжала расти высокими темпами, опережающими прошлогодние: на $\approx 6,9\%$ в среднем за II кв. к среднему за I кв. 2026 г. в номинальном выражении или на $\approx 5,7\%$ в реальном (с устранением сезонности; рис 7.6). Расширению денежной массы способствовало наращивание рублевого кредитования, покупка Нацбанком иностранной валюты и увеличение бюджетных расходов. На последнее указывает ускорение роста реальных зарплат в бюджетном секторе (с 10% г/г в I кв. 2026 г. до 10,5% г/г по итогам полугодия) и инвестиций за счет бюджета (с около -3% г/г до +11% г/г за тот же период).

Несбалансированный прирост денежной массы поддерживал денежный навес в экономике

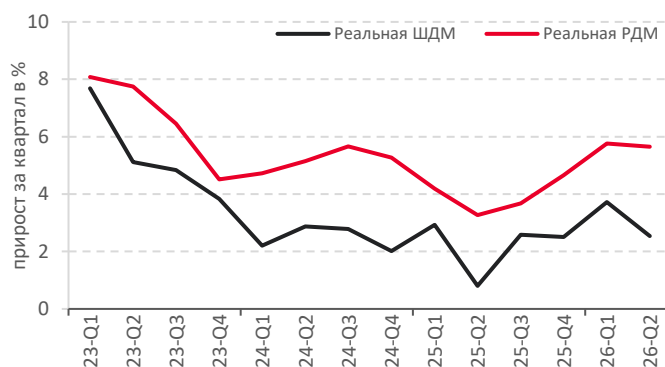
Средняя ШДМ в II кв. 2026 г. превосходила уровень годовой давности на 17,4% г/г (рис 7.а). Прирост реального ВВП за этот период составил только 3% г/г. Разница в динамике индикаторов отражена в дефляторе ВВП – 13,6% г/г в II кв. 2026 г. (более широкий индикатор инфляции в сравнении с индексом потребительских цен). Это указывает на то, что цены в белорусской экономике в целом росли почти в три раза быстрее, чем на потребительском рынке. К примеру, дефлятор в обрабатывающей промышленности оценивается в районе 20% г/г в II кв. 2026 г., а в строительстве – около 19% г/г. Ценовой контроль и возросшая в последние годы конкуренция на товарных рынках на фоне экспансии российских маркетплейсов сдерживали трансформацию несбалансированного прироста денежной массы в потребительские цены. Но денежный навес расширялся (рис 7.г). Это требует консервативного подхода Нацбанка к дальнейшему снижению процентных ставок, особенно по вкладам и потребительским кредитам населения.

Рис 7. Динамика средней денежной массы

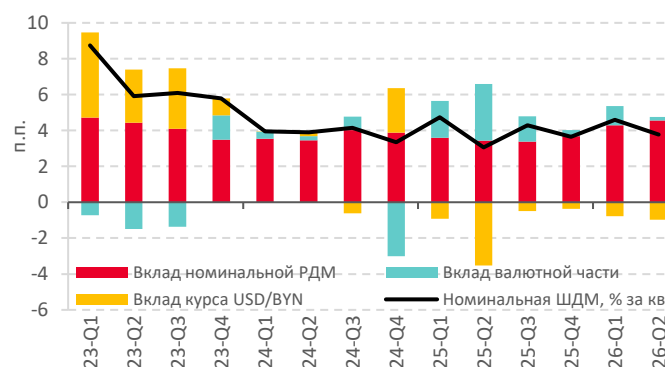
а) годовой прирост номинальной денежной массы



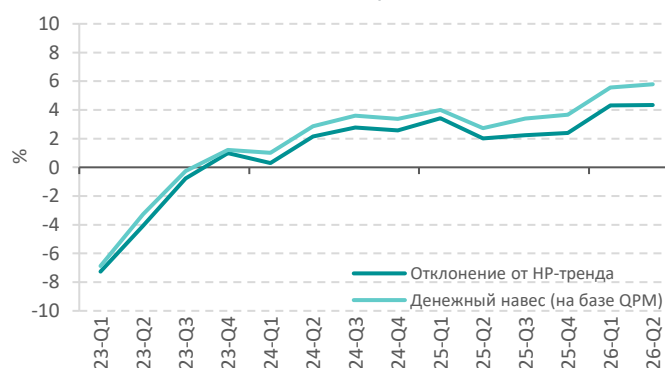
б) квартальный прирост реальной денежной массы



в) квартальный прирост номинальной ШДМ



г) денежный навес (на основе реальной ШДМ)



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 во второй половине 2026 г.

Нацбанк сохраняет приоритет поддержки роста ВВП, достижение которым планового темпа 2,8% в 2026 г. требует бюджетных и монетарных стимулов. Инфляция же складывается ниже цели в 7% г/г на 2026 г. и прогнозируется около 5–6% г/г по итогам года. В таких условиях велики шансы того, что Нацбанк пойдет на снижение ставки рефинансирования до 8,75–9% в августе – декабре 2026 г. (рис 8.а). РВСР, которые Нацбанк использует для воздействия на ставки по банковским кредитам и вкладам, также имеют значительные шансы на сокращение.

Базовый сценарий исходит из предположения, что Нацбанк не вернется к изъятию избыточной ликвидности банков на аукционах в этом году, и ставка МБК останется низкой – вблизи 4–5%. Мягкость денежно-кредитной политики и пониженное относительно нейтрального уровня значение ставки МБК будут стимулировать банки к ослаблению условий кредитования и поддержанию низкой доходности вкладов организаций.

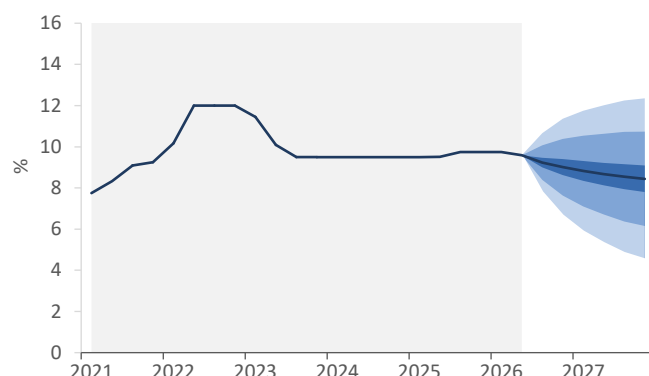
Средняя ставка по новым рыночным кредитам ожидается около 10–10,5% к концу 2026 г. (рис 8.б), а по новым срочным вкладам – вблизи 6% (рис 8.в), а по новым срочным вкладам – вблизи 6% (рис 8.г).

При прогнозируемой динамике инфляции реальная средняя ставка по кредитам будет близка к нейтральному уровню. При этом сохранится существенная степень дифференциации кредитных ставок: для фирм они останутся неограничительными (особенно в части долгосрочных заимствований), а для населения – пониженными в части кредитования покупок ТОП и несколько повышенными для приобретения других товаров.

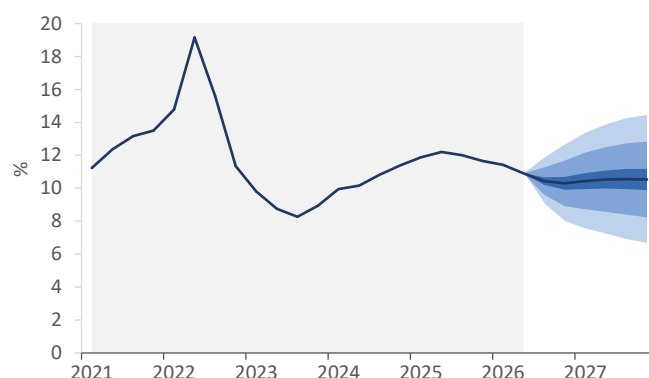
Средняя ставка по срочным рублевым вкладам останется ниже нейтрального уровня в реальном выражении из-за упавшей доходности депозитов бизнеса. В части населения ставка по вкладам будет оставаться вблизи нейтрального значения, так как Нацбанк стремится не допустить существенного понижения нормы рублевых сбережений. В итоге денежно-кредитные условия сохранят в целом неограничительный характер в текущем году и поддержат внутренний спрос (рис 1).

Рис 8. Прогноз монетарных условий

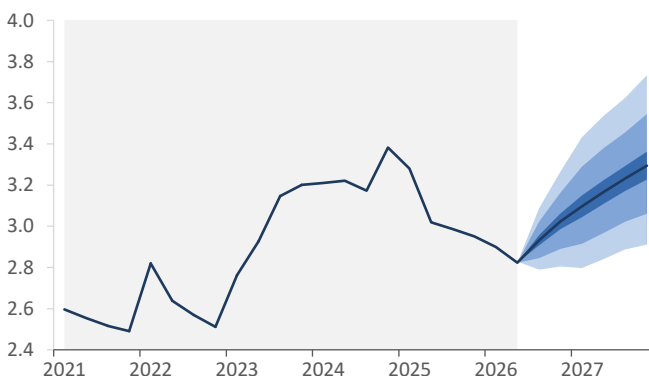
а) ставка рефинансирования (в среднем за квартал)



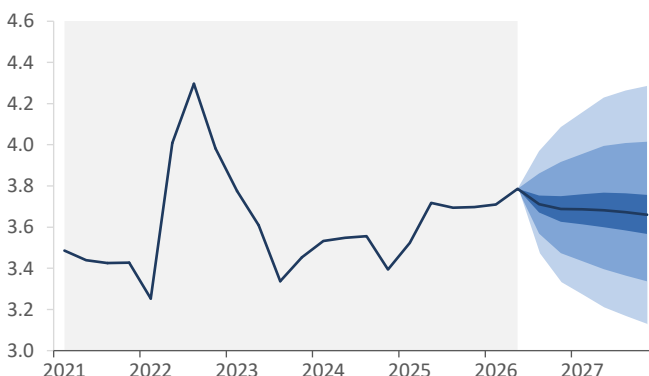
б) средняя ставка новым рыночным кредитам в Br (в среднем за квартал)



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.

Состояние денежно-кредитных условий может стать более мягким в 2027 г.

В базовом сценарии инфляция прогнозируется около 6–7% г/г в 2027 г. при условии умеренной трансформации накопленного инфляционного навеса в фактические цены после смягчения госрегулирования в июле 2026 г. Целевые ориентиры правительства по росту ВВП и Нацбанка по инфляции на 2027 г. не утверждены по состоянию на конец июля 2026 г. Можно предположить, что инфляция около 6–7% г/г будет приемлемой для властей в условиях сдержанных перспектив роста экономики, которые потребуют поддержания стимулов для внутреннего спроса. В результате повышения инфляции реальные ставки кредитно-депозитного рынка снизятся даже при их сравнительно небольших подвижках в номинальном выражении. Это обеспечит смягчение денежно-кредитных условий (рис 1), что продолжит поддерживать внутренний спрос выше его сбалансированного уровня в 2027 г. Следует учитывать, что неопределенность оценки инфляционного навеса порождает значительные риски отклонений от базового прогноза в 2027 г.

Внешнеторговая позиция прогнозируется в небольшом дефиците вблизи 1% ВВП в 2026–2027 гг., размер которого не формирует условий для значимого ослабления рубля

Высокий внутренний спрос в условиях ресурсных ограничений и сдержанного спроса на российском рынке обусловят сохранение умеренного дефицита внешней торговли товарами и услугами.

При условии сохранения чистой продажи валюты населением ему соответствует ослабление национальной валюты темпами, близкими к разнице в инфляциях внутри страны и в государствах – ключевых торговых партнерах. В результате в базовом сценарии белорусский рубль в терминах корзины валют ослабнет на 1–3% за 2026 г. и на 2–4% за 2027 г.

При движении курса USD/RUB к уровню 80–85 российских рублей за доллар курс USD/BYN составит 2,95–3,15 к концу 2026 г. (рис 8.в). Курс RUB/BYN в таком случае прогнозируется вблизи 3,65–3,75 белорусского рубля за 100 российских рублей к концу 2026 г. (рис 8.г). В реальном эффективном выражении курс национальной валюты будет двигаться вблизи своей равновесной траектории (рис 1).

Неопределенность курсовой динамики сохраняется высокой

Вместе с тем достаточный объем золотовалютных резервов Нацбанка и отсутствие переоценки белорусского рубля (в терминах корзины валют) позволяют рассчитывать на сохранение управляемой ситуации на валютном рынке даже при реализации сильных шоков. Сохраняющаяся вероятность более значительной, чем ожидается в базовом сценарии, 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 РЕК)

Отклонение реального эффективного курса белорусского рубля от своего равновесного уровня. Положительный разрыв РЕК указывает на недооцененность белорусского рубля, а отрицательный – на переоцененность.

Равновесный реальный эффективный курс

Уровень РЕК, 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 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.

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 снизилась с 6,6% в среднем за I кв. 2026 г. до 6,1% за II кв. 2026 г., в том числе по вкладам фирм – с 6,4 до 5,7%, по вкладам населения – с 11,6 до 11,1%.

^{iv} Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях снизилась с 11,4% в среднем за I кв. 2026 г. до 10,9% за II кв. 2026 г., в том числе по кредитам фирмам – с 11,4 до 10,9%, по кредитам населению – с 11,4 до 11,3%.

^v В июле 2026 г. правительство скорректировало систему ценового регулирования, сократив перечень регулируемых постановлением № 713 товарных позиций с 199 до 76. Из-под ценового контроля выведены практически все непродовольственные товары, в то время как перечень регулируемых продуктов питания изменился незначительно. В результате доля регулируемых постановлением № 713 позиций в потребительской корзине сократилась с около 45% до порядка 28% (с учетом административно регулируемых цен и тарифов – с около 70% до 53%). Это существенное ослабление ценового контроля.