Co-funded by the European Union
FREE NETWORK
Sweden Sverige

Обзор монетарной среды

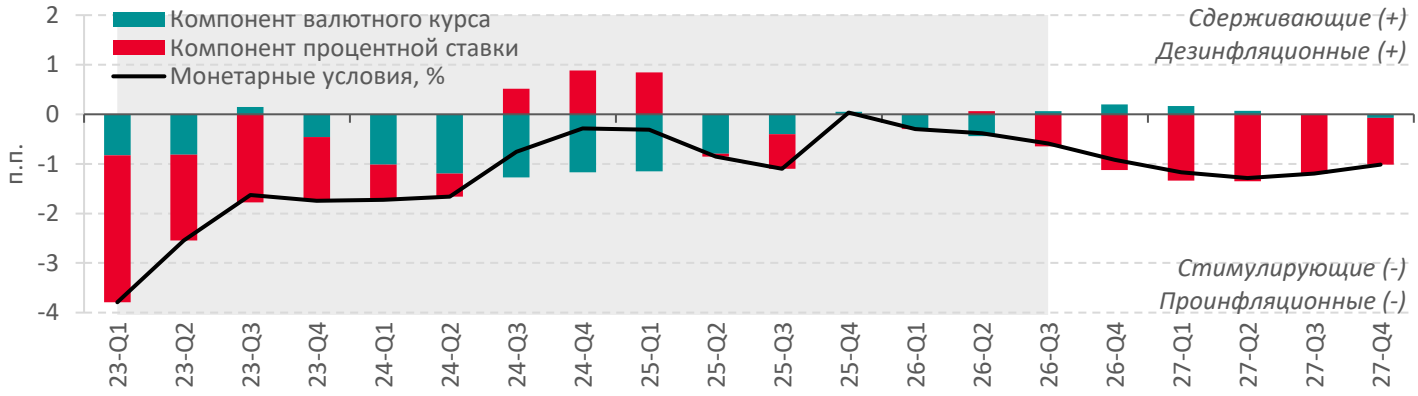
III кв. 2026 г.

Монетарные условия смягчились в III кв. 2026 г. и продолжат поддерживать внутренний спрос в среднесрочной перспективе

Нацбанк избегал аукционных операций изъятия структурного профицита ликвидности банковской системы и снизил расчетные величины стандартного риска для воздействия на ставки финансового рынка. Процентные ставки по рублевым рыночным кредитам и срочным вкладам снизились примерно на 1 п.п. за III кв. 2026 г. Совокупное состояние ставок межбанковского и кредитно-депозитного рынков было стимулирующим для внутреннего спроса **(рис 1)**. Смягчение условий заимствований выразилось в усилении кредитной активности и ускорении роста денежной массы в III кв. 2026 г. Объем денег в экономике на 20,5% превысил уровень годовой давности, что при приросте реального ВВП на 2,9% за этот период привело к наращиванию денежного навеса. Курс белорусского рубля находился вблизи равновесного уровня: чистая продажа валюты населением и нерезидентами нивелировала чистый спрос фирм на нее.

Монетарные условия ожидаются умеренно мягкими в IV кв. 2026 г. – 2027 г. **(рис 1)**. Приближение к плановым темпам прироста ВВП и инвестиций при отсутствии кардинальных изменений во внешней военно-политической обстановке потребует от властей сохранения стимулов для внутреннего спроса. Базовый сценарий предполагает, что Нацбанк не будет реагировать ужесточением политики на ожидаемое ускорение инфляции до 6–7% в 2027 г. и продолжит приоритезировать поддержку деловой активности. Ставки по кредитам и вкладам прогнозируются ниже нейтральных уровней в 2027 г. Белорусский рубль ослабнет на 2–4% за 2027 г. в терминах корзины валют в условиях дефицита внешней торговли.

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

Нацбанк реализовывал меры по смягчению денежно-кредитных условий в III кв. 2026 г.

Ставка рефинансирования была сохранена на уровне 9,25% (рис 2.а). В то же время Нацбанк несколько раз уменьшал расчетные величины стандартного риска (РВСР) для рыночных кредитов и срочных вкладов – РВСР понизились на 0,3–1 п.п. с июня по октябрь 2026 г. Эти инструменты макропруденциальной политики продолжали применяться Нацбанком для воздействия на процентные ставки кредитно-депозитного рынка вместо традиционного инструментария монетарной политики.

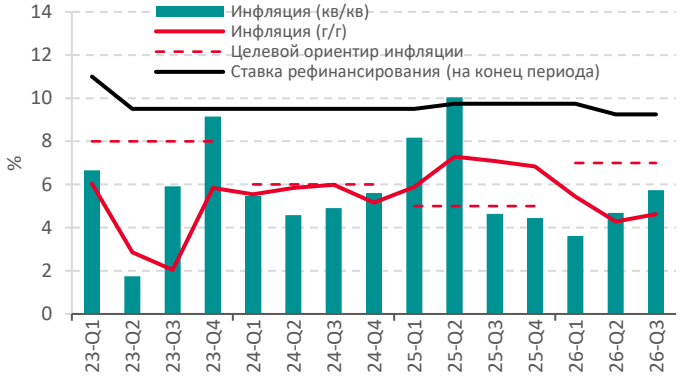
Нацбанк по-прежнему не изымал избыточную ликвидность банков на аукционах. Ее профицит возрос до Br5,1 млрд в среднем за III кв. 2026 г. (рис 2.б). Избыток ликвидности поддерживал низкую ставку межбанковского рынка (МБК) – она продолжала колебаться вблизи нижней границы процентного коридора Нацбанка и составила в среднем 4,4% в номинальном выражении в III кв. (рис 2.б). В условиях увеличения инфляции реальная ставка МБК снизилась и оставалась существенно ниже нейтрального уровня (рис 2.в). Таким образом, денежно-кредитная политика Нацбанка сохраняла стимулирующий характер для экономической активности в III кв. 2026 г.

Доходность вкладов продолжила снижаться в III кв. вследствие увеличения не изымаемого на аукционах избытка ликвидности банков

Средняя номинальная ставка по новым срочным рублевым депозитам снизилась на 1,1 п.п. – до 5,0% в III кв. 2026 г. (рис 3.а).[iii] Реальная ставка стала отрицательной в III кв. и оставалась заметно ниже равновесного уровня (рис 3.г). Банки продолжили более активно понижать доходность депозитов для фирм, так как у организаций меньше альтернативных инструментов сбережений в сравнении с населением. Ставка по срочным вкладам фирм снизилась на 1,2 п.п. – до 4,6% в среднем за III кв. В таких условиях сохранилась тенденция перетока денежных средств фирм со сберегательных на текущие счета.

Рис 2. Показатели денежно-кредитной политики

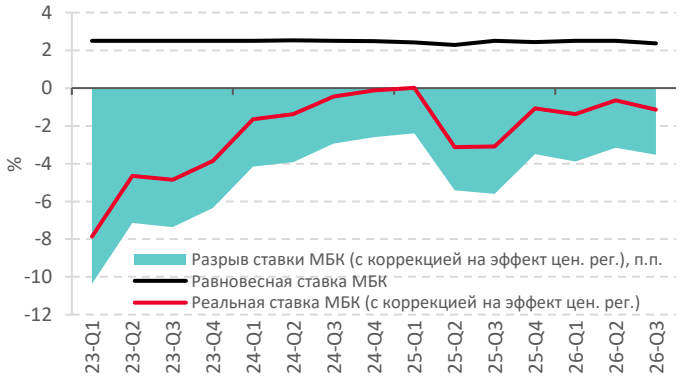
а) ставка рефинансирования и инфляция



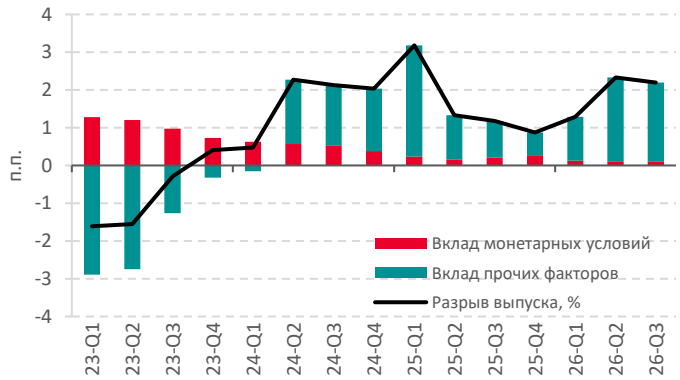
б) ликвидность банковской системы



в) реальная и равновесная ставка МБК[i]



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]

Доля последних во всех рублевых вкладах юрлиц возросла почти на 5 п.п. за девять месяцев – до 45% к началу октября.

Ставка по срочным вкладам населения снизилась на 0,5 п.п. – до 10,6% в III кв. 2026 г. В реальном выражении доходность депозитов физлиц все еще не отклонялась существенно от нейтрального уровня. Это поддерживало высокую норму рублевых сбережений домохозяйств (рис 3.б), что в значительной степени «связывало» накопленный денежный навес. Следует отметить, что увеличение непроцентного прироста срочных рублевых вкладов физлиц в III кв. частично может быть связано с оттоком капитала из России. Вероятно, большой приток российских рублей стимулировал белорусские банки к введению летом запретительных комиссий на пополнение ими счетов. В таких условиях нельзя исключать функционирования механизмов конвертации российских рублей в белорусские и размещения их в срочных вкладах через резидентов Беларуси.

Средняя номинальная ставка по новым рыночным рублевым кредитам снизилась на 0,9 п.п. – до 10,0% в III кв. 2026 г.[iv] (рис 3.а)

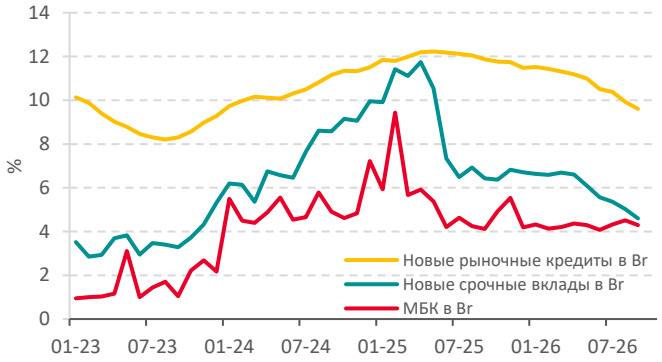
Реальная средняя ставка по рыночным кредитам была близка к нейтральному уровню (рис 3.в). Условия кредитования по-прежнему различались по направлениям. Ставки по длинным кредитам фирмам (свыше 3 лет) и на покупку товаров отечественного производства населением (ТОП) были низкими. Стоимость коротких займов для бизнеса приблизилась к нейтральной, а для кредитов населению не на покупку ТОП (без рассрочки) сохранялась повышенной.

В среднем рыночные процентные ставки в III кв. 2026 г. стали умеренно стимулирующими для деловой активности (рис 1)

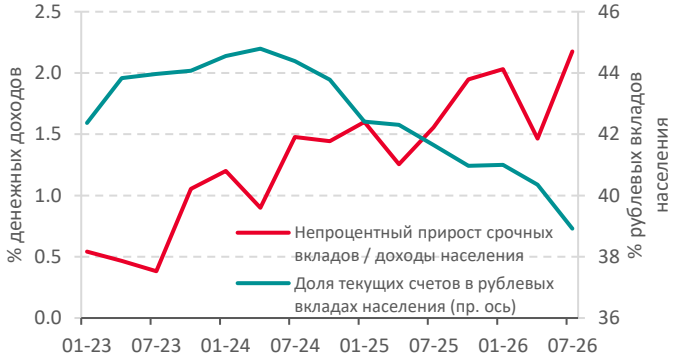
Важно учитывать, что в последние кварталы смягчались и неценовые условия кредитования, что усиливало стимул от понижения рыночных ставок. Оценка монетарных условий на основе рыночных процентных ставок также недоучитывает значительный стимул для внутреннего спроса со стороны льготных условий кредитования. В совокупности эти факторы поддерживали спрос в экономике в III кв. 2026 г. на уровне, превышавшем инфляционно-нейтральный (рис 2.г).

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

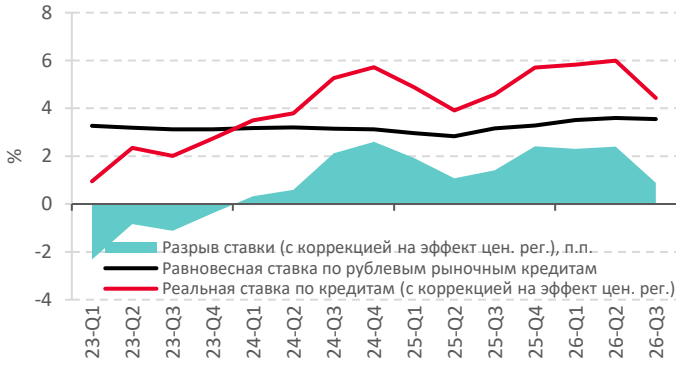
а) средние номинальные процентные ставки



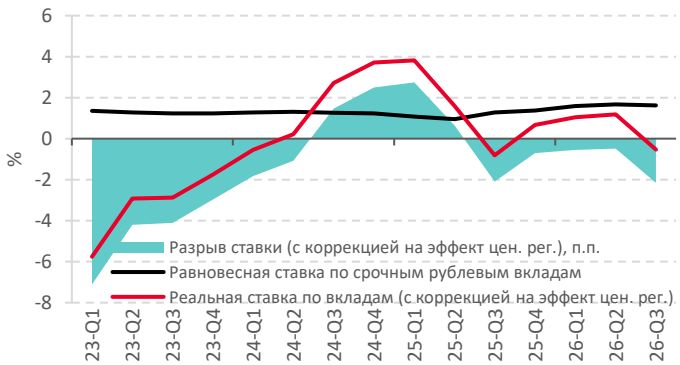
б) депозиты в Br и доходы населения



в) реальная средняя ставка по новым кредитам[i]



г) реальная средняя ставка по новым срочным вкладам[i]



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 незначительно укрепился в III кв. 2026 г. (рис 4.а)

В среднем за III кв. 2026 г. стоимость корзины 3-х иностранных валют (российский рубль, доллар и юань) снизилась на 0,3% к значению II кв. 2026 г. (рис 4.в). Колебания курсов к отдельным иностранным валютам преимущественно определялись динамикой их кросс-курсов на внешних рынках: в среднем за III кв. 2026 г. белорусский рубль укрепился на 4,2% к российскому рублю и ослаб на 5,5% к доллару и на 6,6% к юаню.

Сезонное чистое предложение иностранной валюты в III кв. поддерживало белорусский рубль

Нетто-продажа валюты участниками рынка (без учета Минфина) составила $0,67 млрд за III кв. 2026 г. и была обусловлена влиянием сезонного фактора (рис 5.а). Нацбанк сглаживал волатильность валютного курса и выкупил эквивалентный объем иностранной валюты на рынке, эмитировав около Br1,9 млрд. При устранении сезонности валютный рынок в III кв. находился в состоянии, близком к балансу спроса на иностранную валюту и ее предложения (рис 5.а).

Покупка валюты Нацбанком и повышение цены золота на мировом рынке поддерживали золотовалютные резервы (ЗВР)

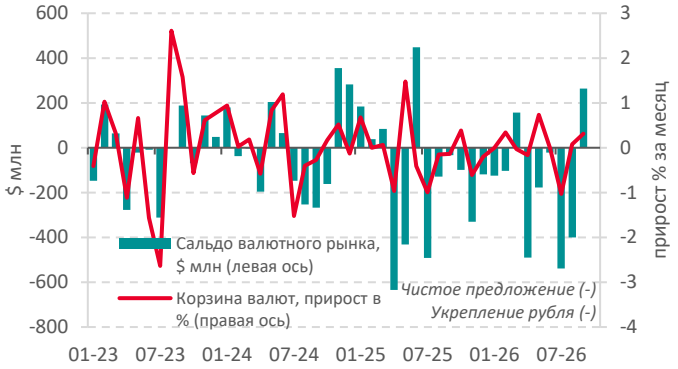
Объем ЗВР возрос почти на $0,5 млрд за III кв. – до $14,6 млрд на начало IV кв. 2026 г. (рис 4.б). ЗВР оставались достаточными для купирования сильных валютных шоков: резервы покрывали три месяца импорта товаров и услуг (рис 4.б), а относительно комплексного индикатора риск-факторов оттока валюты (ARA-метрика с ограничениями на потоки капитала) значительно превышали безопасный уровень.

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

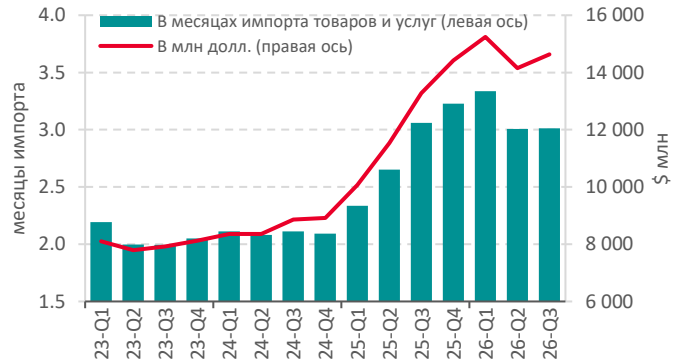
Недооцененность рубля к российскому существенно снизилась, как и степень его переоцененности к доллару и юаню. Состояние валютного курса оценивается нейтральным для экономической активности в III кв. 2026 г.

Рис 4. Индикаторы валютного рынка Беларуси

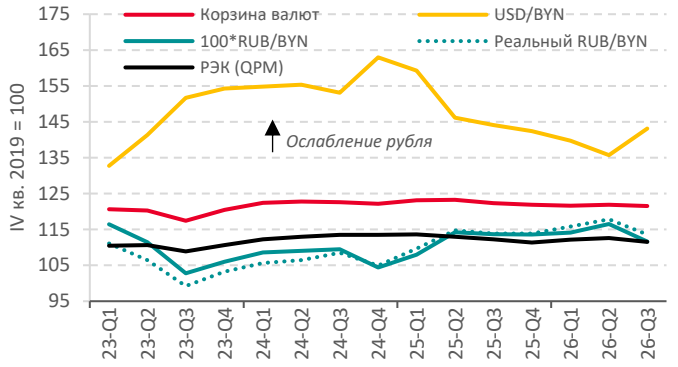
а) сальдо валютного рынка и динамика корзины валют



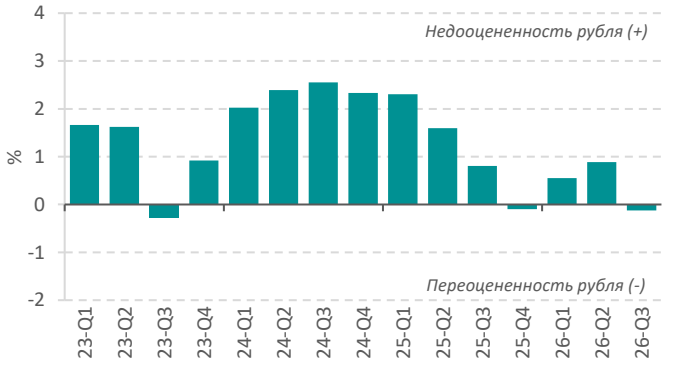
б) золотовалютные резервы (на конец периода)



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.

Население и нерезиденты обеспечивали предложение иностранной валюты на рынке

Физлица продали около $0,5 млрд на чистой основе за III кв. 2026 г. (с устранением сезонности; рис 5.а). Нетто-предложение с их стороны снизилось примерно на $55 млн в сравнении с предыдущим кварталом и почти на $130 млн относительно пика I кв. 2026 г., но по-прежнему оставалось существенным (рис 5.б). Уменьшение продаж валюты физлицами может быть связано с ослаблением рубля к доллару и евро, в то время как по-прежнему высокая доходность рублевых вкладов и санкционные ограничения поддерживали интерес населения к рублевым активам.

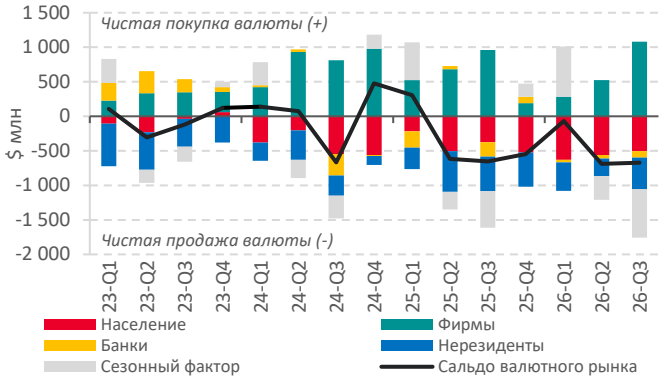
Нерезиденты увеличили чистые продажи валюты до около $0,46 млрд на чистой основе в III кв. 2026 г. (с устранением сезонности; рис 5.а). Можно допустить, что снижение нетто-предложения валюты с их стороны в II кв. было временным и связанным с выводом капитала после ослабления санкций США в отношении Белинвестбанка, Банка Развития и Минфина Беларуси.

Чистый спрос на иностранную валюту со стороны фирм-резидентов в III кв. 2026 г. достиг максимального размера с 2010 г.

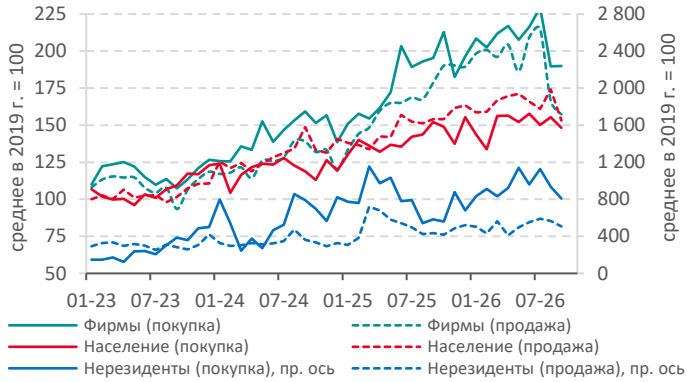
Организации купили почти на $1,1 млрд больше валюты, чем продали в III кв. 2026 г. (с устранением сезонности; рис 5.а). Увеличение нетто-спроса главным образом связано с сокращением продажи валюты фирмами в сентябре – только за первый месяц осени организации приобрели более $0,5 млрд валюты на чистой основе. Помимо систематического воздействия дефицита внешней торговли товарами, резкое снижение продаж валюты в сентябре могло быть связано с влиянием шоков. Нельзя исключать того, что перенаправление экспорта российского зерна в Балтийские порты привело к локальной перегруженности железных дорог в России и ограничило возможности экспорта белорусских грузов (прежде всего калия). Продолжительность эффектов этого шока зависит от развития военно-политической ситуации в регионе, но в силу завершения уборочной кампании будет иметь скорее краткосрочный характер.

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.

Кредитно-депозитный рынок

Кредитование экономики продолжило расти в III кв. в среде смягчения монетарных условий

Объем выданных кредитов по отношению к ВВП превысил 81% в III кв. 2026 г., а отдельно в сентябре достиг 85% (рис 6.а). Кредитный импульс сохранился значимо положительным (рис 6.б). Это означает, что кредитование экономики не просто поддерживало потребительскую и деловую активность, а имело стимулирующее воздействие. Задолженность по кредитам также продолжала расти в III кв., но умеренными темпами (рис 6.в; рис 6.г). При значительном увеличении объема вновь выданных займов такая динамика их остатков свидетельствует о высокой доле рефинансирования кредитов. Это позволяло фирмам сохранить больше собственных ресурсов для финансирования текущей деятельности.

Льготное кредитование и кредитование в рамках специальных программ сохраняли статус драйвера роста кредитного портфеля

Объем выданных кредитов населению в III кв. возрос на 15% к уровню II кв. 2026 г. (с устранением сезонности) и более чем на 47% к III кв. 2025 г., в том числе почти на 40% на потребительские нужды. С высокой вероятностью такой мощный рост продолжал обеспечиваться кредитами по пониженным ставкам на покупку товаров отечественного производства, прежде всего легковых автомобилей. На это указывает прирост розничных продаж автомобилей на 126% г/г в III кв. 2026 г., что обеспечило более 80% годового прироста розничного товарооборота непродовольственных товаров.

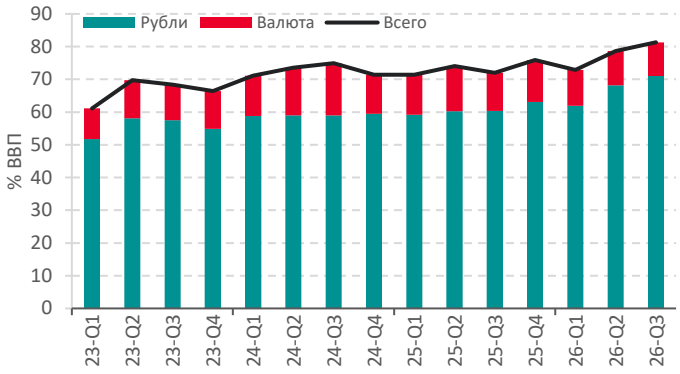
Рублевое кредитование госсектора в III кв. возросло на 10% к уровню II кв. 2026 г. (с устранением сезонности), а частного бизнеса – на 5%. Прирост за год составил порядка 35 и 33% г/г соответственно. Значительная доля новых займов была использована для рефинансирования задолженности. Но обращает на себя внимание роль банковского кредитования в финансировании инвестиций. Инвестиции в основной капитал сократились на 1,6% г/г в III кв. 2026 г. При этом льготные кредиты внесли положительный вклад в годовой прирост инвестиций в размере около 1,5 п.п., а рыночные – сопоставимый отрицательный вклад. Это указывает на то, что, несмотря на усилия Нацбанка по опережающему снижению ставок по долгосрочным рыночным кредитам, инвестиционная активность бизнеса сохранялась сдержанной в среде неопределенных перспектив спроса на внутреннем и внешнем рынках.

В условиях стимулирующей внутренней экономической политики денежная масса ускорила рост в III кв. 2026 г.

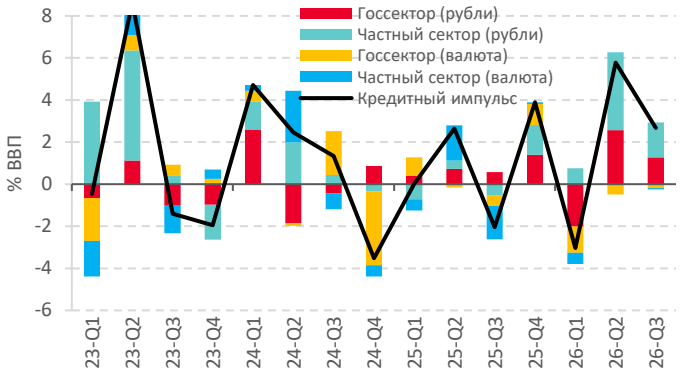
Широкая денежная масса (ШДМ) выросла на ≈6,9% в среднем за III кв. 2026 г. к среднему за II кв. 2026 г. в номинальном выражении или на ≈5,6% в реальном (с устранением сезонности; **рис 7.б**). Прирост денежной массы ускорился как в результате повышения темпа роста ее рублевой составляющей, так и вследствие эффекта переоценки из-за ослабления белорусского рубля к доллару в III кв. 2026 г. **(рис 7.в)**.

Рис 6. Индикаторы кредитования

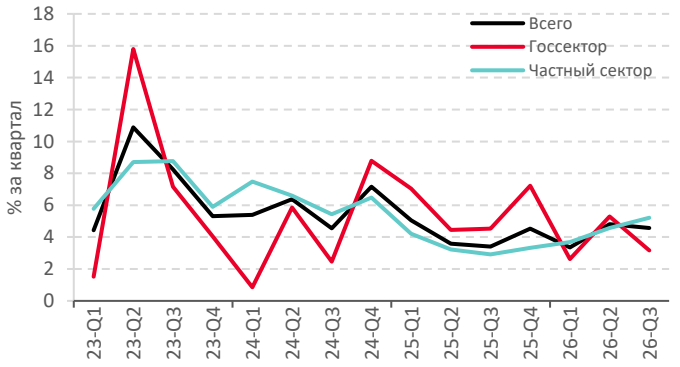
а) объем новых выданных кредитов



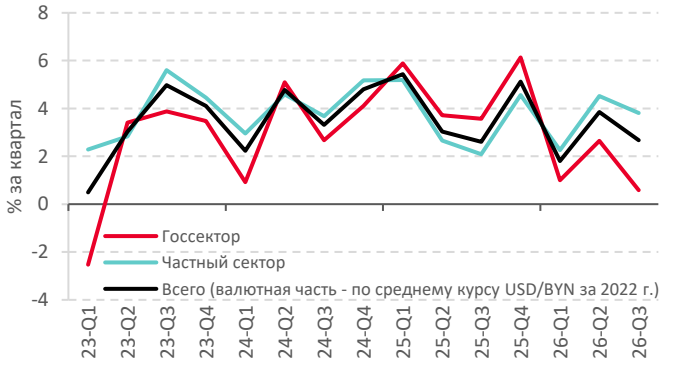
б) кредитный импульс



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.

При исключении эффекта переоценки валютной составляющей прирост номинальной ШДМ сохранялся устойчиво высоким – 5,4%, 4,9% и 5,2% в среднем за I, II и III кв. 2026 г. соответственно.

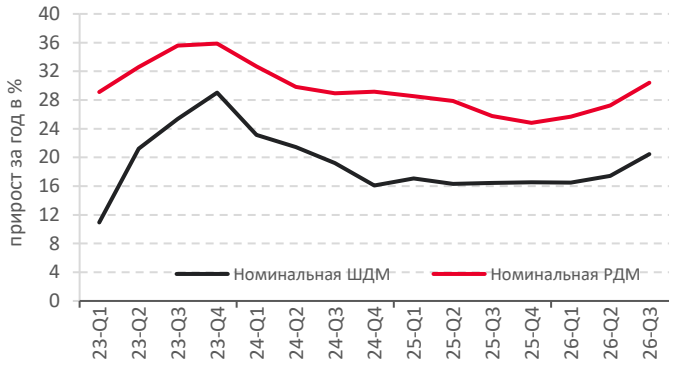
Рублевая денежная масса выросла на ≈7,6% в среднем за III кв. к среднему за II кв. 2026 г. в номинальном выражении или на ≈6,3% в реальном (с устранением сезонности; **рис 7.б**). Рост кредитования и наращивание бюджетных расходов продолжали поддерживать высокий темп прироста рублевой денежной массы. Так, реальная зарплата в бюджетной сфере повысилась на 10,5% г/г в III кв. 2026 г., а инвестиции за счет бюджета – примерно на 2,2% г/г при общем сокращении капитальных вложений на 1,6% г/г.

Денежный навес в экономике увеличился в III кв. 2026 г., повышая вероятность ускорения инфляции в 2027 г.

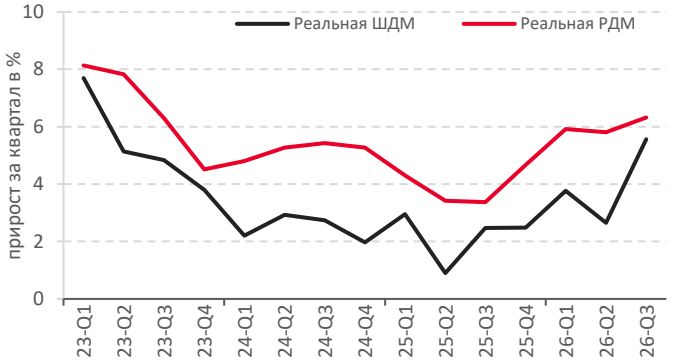
Средняя ШДМ в III кв. 2026 г. превосходила уровень годовой давности на 20,5% г/г, а ее рублевая часть – на 30,2% г/г **(рис 7.а)**. Отрыв от прироста реального ВВП (2,9% г/г в III кв. 2026 г.) увеличился, что поддерживало высокий дефлятор ВВП (11,2% г/г в II кв. и 11,3% г/г в III кв.; данные за 2026 г. уточнены Белстатом) и вело к расширению денежного навеса в экономике **(рис 7.г)**. Денежный навес формирует риск ускорения инфляции в среднесрочной перспективе. В течение 2026 г. его проинфляционные последствия для потребительского рынка ограничивались высокой нормой сбережений домохозяйств, ценовым контролем и повысившейся конкуренцией на товарных рынках на фоне экспансии российских маркетплейсов. Вывод почти всех непродовольственных товаров из-под госрегулирования[v] и снижение процентных ставок по вкладам населения ослабляют механизмы, которые «связывали» денежный навес.

Рис 7. Динамика средней денежной массы

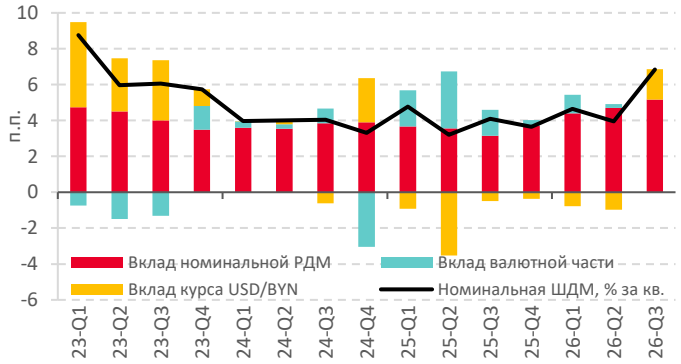
а) годовой прирост номинальной денежной массы



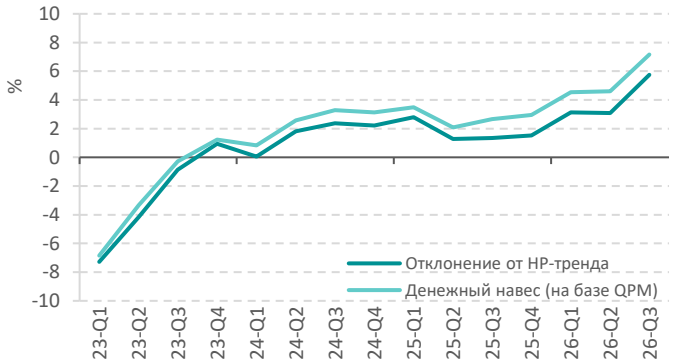
б) квартальный прирост реальной денежной массы



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-кредитные условия прогнозируются стимулирующими в IV кв. 2026 г.

Прирост ВВП Беларуси на 2% г/г и инвестиций на 2,1% г/г за девять месяцев 2026 г. делает труднодостижимыми правительственные цели на 2026 г. – 2,8% г/г и 3,1% г/г соответственно. При этом инфляция складывается в рамках установленного ориентира (не более 7% г/г) и прогнозируется около 5% г/г в декабре 2026 г. В таких условиях можно ожидать смягчения денежно-кредитных условий в IV кв. для приближения темпов роста ВВП и инвестиций к планам властей. Наиболее вероятным представляется понижение расчетных величин стандартного риска на 0,5–1 п.п. до конца 2026 г. Это отразится в формировании процентных ставок по рыночным кредитам вблизи 9–9,5% в IV кв. 2026 г. **(рис 8.б)**, но не окажет значимого воздействия на ставки по срочным вкладам – их средний уровень 4,6% в сентябре уже близок к ставке МБК и нижней границе процентного коридора Нацбанка (ставка по депозитам овернайт – 4%).

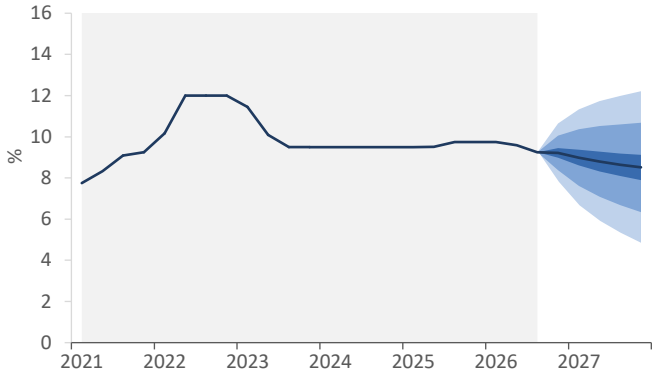
Нельзя также исключать и понижения ставки рефинансирования с 9,25% до 8,75–9% **(рис 8.а)**, но это стало менее вероятным на фоне возросших инфляционных рисков со стороны России и приостановки там цикла понижения ключевой ставки. Ставка МБК продолжит колебаться на низком уровне вблизи 4–5% в среде структурного профицита ликвидности, что будет подталкивать банки к ослаблению неценовых условий кредитования. Широкая денежная масса вырастет более чем на 20% г/г по итогам года в среде стимулирующей монетарной политики – денежный навес сохранится довольно существенным.

Монетарные условия прогнозируются мягкими в 2027 г. (рис 1)

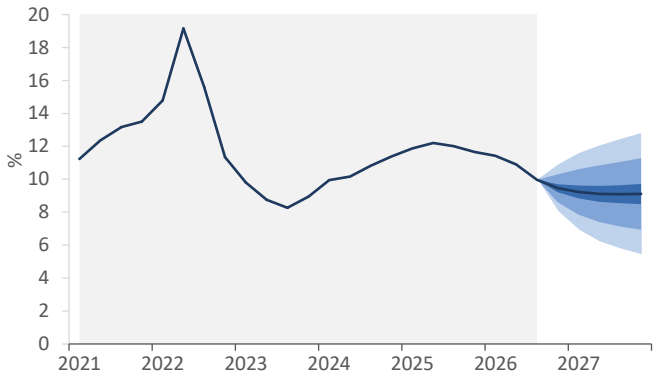
Накопленный денежный навес, вывод из-под ценового регулирования непродовольственных товаров, реализованное снижение процентных ставок по вкладам и ожидаемое проинфляционное состояние российского рынка формируют предпосылки для умеренного ускорения инфляции в диапазон 6–7% в 2027 г.

Рис 8. Прогноз монетарных условий

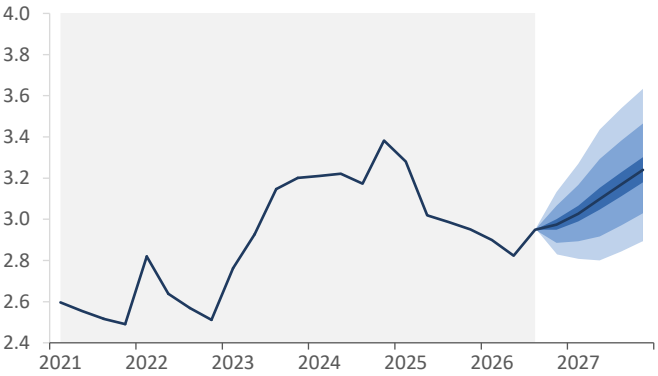
а) ставка рефинансирования (в среднем за квартал)



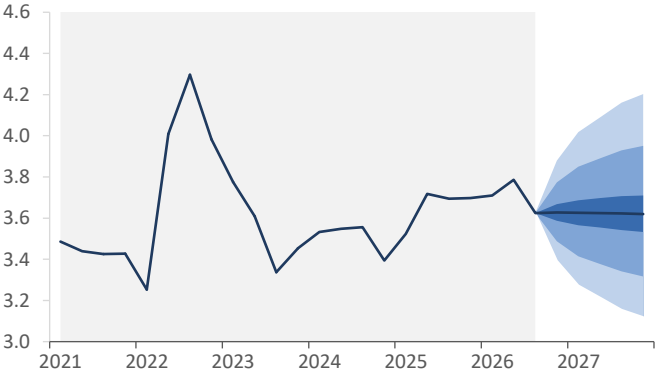
б) средняя ставка по новым рыночным кредитам в Br (в среднем за квартал)



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.

В то же время невысокий потенциал роста белорусской экономики и прогнозируемый сдержанный прирост экономики России на 1–1,5% в будущем году делают напряженным достижение заявленных властями целевых показателей по приросту ВВП и инвестиций на 1,9% и 3,1% соответственно в 2027 г. При отсутствии кардинальных позитивных изменений во внешней среде (что возможно, но труднопредсказуемо из-за доминирования неэкономических факторов) приближение к плановым значениям индикаторов потребует стимулирующей монетарной политики.

Базовый сценарий предполагает, что Нацбанк сохранит приоритет поддержки экономической активности над сдерживанием инфляции и не будет реагировать на возможное умеренное превышение ею таргета в 6% в 2027 г. Нацбанк не вернется к изъятию избыточной ликвидности банков на аукционах, и ставка МБК останется низкой – в диапазоне 4–6%. Средняя ставка рефинансирования прогнозируется около 8,5–9% в 2027 г. Пространство для снижения расчетных величин стандартного риска является ограниченным – в базовом сценарии предполагается, что они могут быть уменьшены еще на 0,5–1 п.п. в 2027 г.

Средняя ставка по новым рыночным кредитам ожидается около 8,6–9,6% в 2027 г. (рис 8.б), а по новым срочным вкладам – вблизи 5–6%

Мягкая монетарная политика приведет к небольшому снижению средней ставки по рыночным кредитам в будущем году. В реальном выражении при прогнозируемом повышении инфляции в диапазон 6–7% г/г ставка по кредитам сформируется несколько ниже нейтрального уровня. Это будет поддерживать высокий внутренний спрос (прежде всего потребительский), но не приведет к ускорению его роста: сохранение более чем двукратного прироста продаж автомобилей маловероятно, а инвестиционную активность будут лимитировать ресурсные ограничения и сдержанный спрос на российском рынке.

Средняя ставка по вкладам в 2027 г. ожидается вблизи уровня 5–6%. Увеличение инфляции, близость нижней границы коридора Нацбанка и необходимость сохранения высокой нормы рублевых сбережений домохозяйств не оставляют пространства для понижения ставки по вкладам.

В реальном выражении средняя ставка по вкладам будет оставаться ниже нейтрального уровня.

Значительных движений курса белорусского рубля в терминах корзины валют не ожидается в IV кв. 2026 г.

Внешнеторговая позиция сохранится в умеренном дефиците в условиях перегретого внутреннего потребительского спроса и сдержанного спроса на российском рынке. При этом чистая продажа валюты населением продолжит компенсировать ее нетто-покупку фирмами. В результате стоимость корзины валют не претерпит значимых изменений до конца года при условии отсутствия сильных внешних шоков (прежде всего, резких изменений военно-политической обстановки в регионе). Курсы белорусского рубля к отдельным валютам будут определяться их кросс-курсами на внешних рынках: курс USD/BYN ожидается вблизи 2,95–3,0 в IV кв. 2026 г., а курс 100*RUB/BYN около 3,59–3,67.

Белорусский рубль ослабнет на 2–4% за 2027 г. в терминах корзины иностранных валют

В базовом сценарии прогнозируется сохранение внешнеторгового дисбаланса вблизи 1–1,5% ВВП в 2027 г. Высокий потребительский спрос выразится в сохранении повышенных объемов импорта. Рост экспорта будет лимитироваться ожидаемой слабой динамикой экономической активности в России – ключевом экспортном рынке. Устойчивый дефицит работников, прохождение пиковых позитивных эффектов для валютной выручки от переработки давальческой нефти и повышения цен на сырье на мировом рынке также будут ограничивать потенциал расширения экспорта.

Прогнозируемый дефицит торговли окажет повышательное давление на курс белорусского рубля, но, при прочих равных, он не несет рисков девальвации национальной валюты. Ожидаемое сохранение чистой продажи иностранной валюты населением будет в значительной мере нивелировать ее покупку фирмами. А достаточный объем золотовалютных резервов позволит Нацбанку сглаживать влияние сильных шоков при их возникновении.

В результате в базовом сценарии ослабление национальной валюты прогнозируется темпами, близкими к разнице в инфляциях внутри страны и в государствах – ключевых торговых партнерах. При среднегодовом курсе USD/RUB около 86,5 российских рублей за доллар среднегодовой курс USD/BYN составит порядка 3,13 в 2027 г. **(рис 8.в)**. Курс RUB/BYN в таком случае прогнозируется вблизи 3,62 белорусского рубля за 100 российских рублей в среднем за 2027 г. **(рис 8.г)**. В реальном эффективном выражении курс национальной валюты будет двигаться вблизи своей равновесной траектории **(рис 1)**.

Неопределенность прогноза денежно-кредитных условий на 2027 г. сохраняется высокой из-за трудно предсказуемого развития внешней военно-политической обстановки

Риски для прогноза носят двусторонний характер, и шансы реализации позитивного и негативного сценариев представляются сопоставимыми. Возможное смягчение санкционного режима в отношении Беларуси и России в случае остановки военных действий в Украине является главным позитивным шоком, материализация которого может иметь дезинфляционные эффекты и оказать давление на белорусский рубль в сторону его укрепления в краткосрочном периоде. С другой стороны, возможно ужесточение санкций и увеличение ущерба российской транспортно-логистической и иной инфраструктуре, что будет сопровождаться проинфляционными последствиями и может потребовать от Нацбанка не снижения, а повышения процентных ставок.

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

[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 6,1% в среднем за II кв. 2026 г. до 5,0% за III кв. 2026 г., в том числе по вкладам фирм – с 5,7 до 4,6%, по вкладам населения – с 11,1 до 10,6%.

[iv] Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях снизилась с 10,9% в среднем за II кв. 2026 г. до 10,0% за III кв. 2026 г., в том числе по кредитам фирмам – с 10,9 до 10,0%, по кредитам населению – с 11,3 до 10,0%.

[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 несущественно. 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.