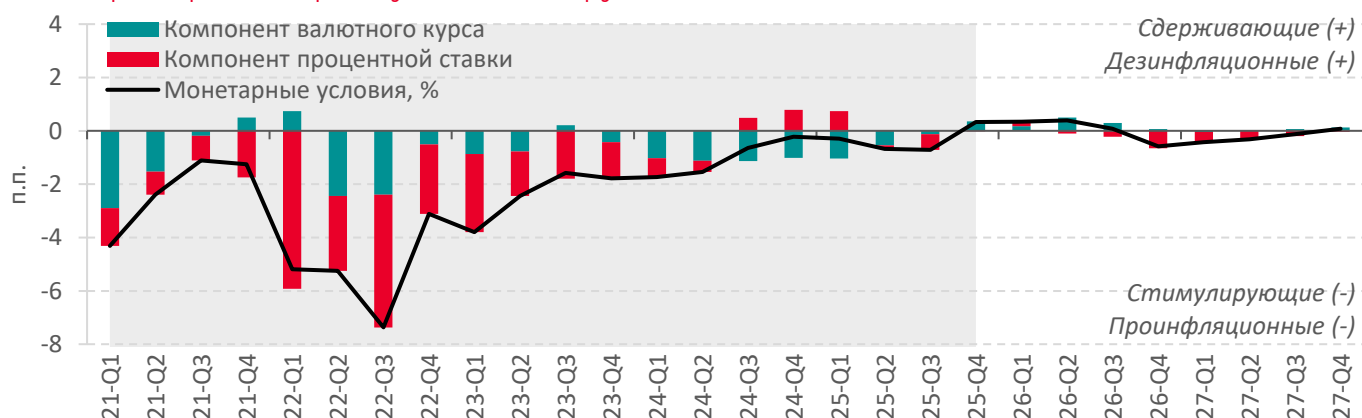


## Монетарная политика в Беларуси сохранялась неограничительной для роста внутреннего спроса и потребительских цен в 2025 году

Нацбанк стремился поддерживать низкие ставки для вкладов бизнеса и мягкие условия инвестиционного кредитования, одновременно сдерживая рост розничного кредитного портфеля и обеспечивая повышенную доходность срочных депозитов населения. В результате процентные ставки в среднем не были ограничительными для прироста денежной массы, который за год более чем на 16 п.п. превысил прирост реального ВВП. Инфляционные эффекты избыточного роста денежной массы купировались увеличением нормы рублевых сбережений населения, что обеспечило устойчивость валютного рынка. Белорусский рубль оставался переоцененным в пределах 1% в IV квартале 2025 г. (рис 1).

Нацбанк продолжит поддерживать неограничительные монетарные условия в 2026 г. с фокусом на стимулировании экономической активности (рис 1). При отсутствии сильных внешних шоков вероятно снижение на 0,25–0,75 п.п. ставки рефинансирования и средней ставки по рублевым кредитам в течение года. Внешнеторговая позиция останется дефицитной вблизи 1–2% ВВП в 2026 г., что будет формировать условия для умеренного ослабления национальной валюты – на 2–6% за год в терминах корзины валют. Риски более заметного смягчения монетарной политики являются существенными.

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.

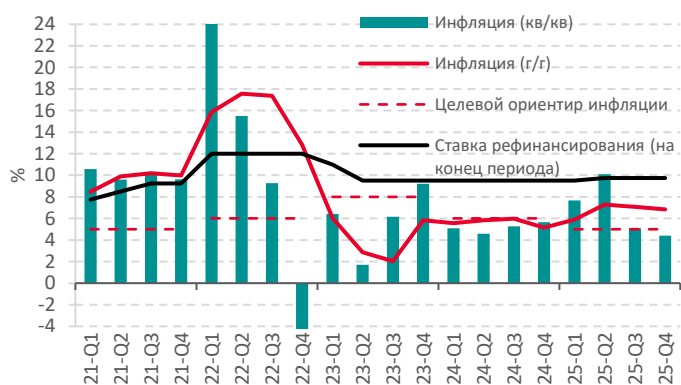
# 1 Денежно-кредитная политика: меры, направленность, характер

## Денежно-кредитная политика сохранялась стимулирующей в IV квартале 2025 г.

Ставка рефинансирования оставалась на уровне 9,75% в IV квартале 2025 г. (рис 2.а). Для воздействия на процентные ставки кредитно-депозитного рынка Нацбанк полагался на расчетные величины стандартного риска (РВСР), которые при введении в марте 2019 г. являлись макропруденциальным, а не денежно-кредитным инструментом. Нацбанк по-прежнему не проводил аукционные операции по изъятию избыточной ликвидности банковской системы – банки использовали депозиты овернайт с заниженной по отношению к ставке рефинансирования доходностью в 4%. Напротив, Нацбанк активно осуществлял нестерелизуемую эмиссию посредством покупки иностранной валюты на бирже и гособлигаций – соответственно около Br1,5 млрд и Br0,8 млрд за IV квартал 2025 г. В результате профицит ликвидности возрос во второй половине прошлого года (рис 2.б).

Рис 2. Динамика показателей денежно-кредитной политики

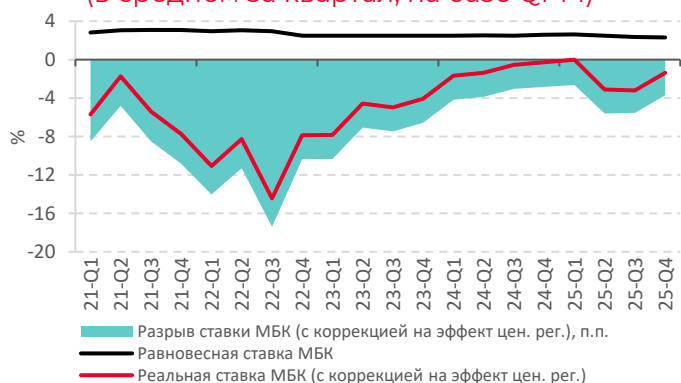
а) ставка рефинансирования и инфляция



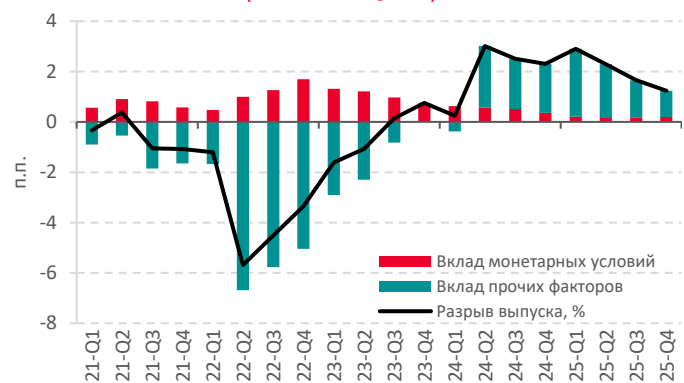
б) ликвидность банковской системы (в среднем за месяц)



в) реальная и равновесная ставка МБК<sup>i</sup> (в среднем за квартал; на базе QPM)



г) вклад монетарных условий в разрыв выпуска (на базе QPM)



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

**Примечание:** здесь и далее г/г – темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу соответствующего квартала предыдущего года; кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности.<sup>ii</sup>

## Ставка межбанковского рынка (МБК) сохранялась крайне низкой в IV квартале 2025 г.

Не изымаемый на аукционах избыток ликвидности оставался причиной «прилипания» ставки МБК к ставке по депозитам овернайт. Номинальная ставка МБК составила 4,9% в среднем за IV квартал 2025 г. (рис 4.а). При инфляции вблизи 7% г/г реальная ставка МБК оставалась отрицательной – ниже нейтрального уровня (рис 2.в).

## Поддержание пониженной ставки МБК вследствие нестерелизуемой эмиссии являлось отражением мягкости денежно-кредитной политики Нацбанка

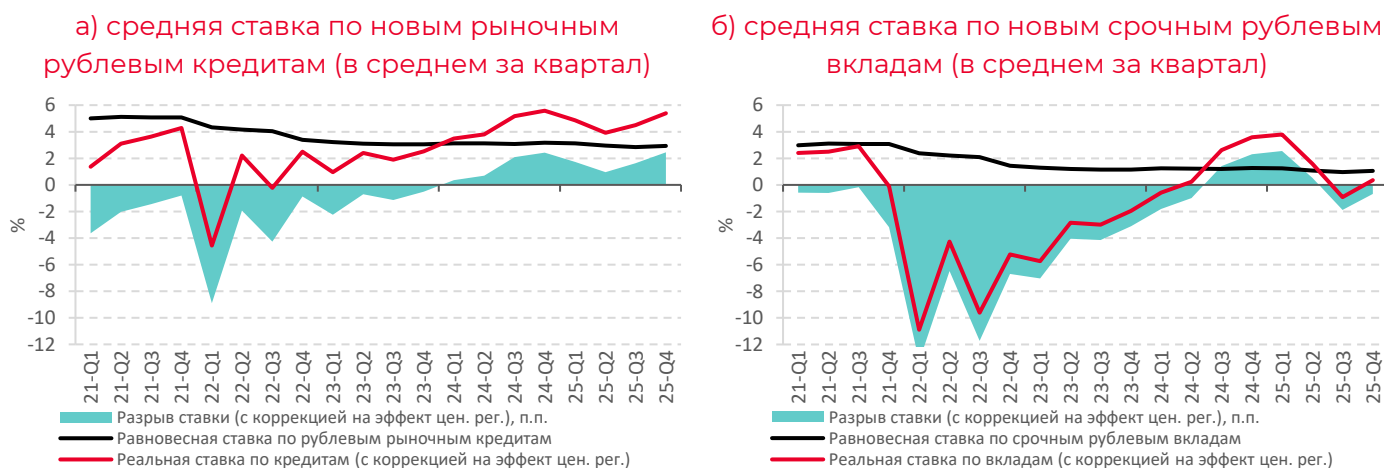
Фокус монетарной политики смещен на стимулировании экономической активности перед сдерживанием инфляции. Этот факт подчеркивает опасное с точки зрения воздействия на инфляционные ожидания и доверие к Нацбанку повышение целевого ориентира инфляции с 5% до 7% на 2026 г. Нацбанк предпочел поднять таргет для увеличения пространства к поддержанию нежестких монетарных условий при сохранявшемся избыточном спросе в экономике (рис 2.г), нежели придать им умеренно сдерживающий характер для восстановления макроэкономической стабильности.

## Нацбанк продолжал придерживаться дифференцированного подхода к регулированию процентных ставок кредитно-депозитного рынка посредством расчетных величин стандартного риска

В попытке стимулировать инвестиционную активность Нацбанк поддерживал РВСР для инвестиционных кредитов более чем на 1 п.п. меньшими в сравнении с РВСР для других кредитов фирмам – около 12% и 13% соответственно в IV квартале 2025 г. РВСР для кредитов населению сохранялись вблизи 19%. В результате стоимость кредитования продолжала медленно снижаться в IV квартале 2025 г., реагируя с временной задержкой на понижение ставки МБК во второй половине 2025 г.: средняя номинальная ставка по новым рыночным рублевым кредитам уменьшилась на 0,3 п.п. за IV квартал 2025 г. – до 11,7% (рис 4.а).<sup>iii</sup>

Средняя номинальная ставка по новым срочным рублевым вкладам в IV квартале 2025 г. составила 6,6%, практически не изменившись в сравнении с предыдущим кварталом (рис 4.а).<sup>iv</sup> Ставки по депозитам организаций в условиях значительного избытка ликвидности оставались низкими – 6,2% в среднем в октябре – декабре прошлого года. Доходность вкладов населения (12,6%) в два раза превышала доходность депозитов фирм. Такое значительное расхождение во многом связано с воздействием Нацбанка на банки для цели поддержки высокой нормы сбережений домохозяйств (рис 4.б). С января 2026 г. Нацбанк также установил более высокие РВСР для вкладов населения на срок более 3 лет в сравнении с другими срочными депозитами – на 0,8 п.п.

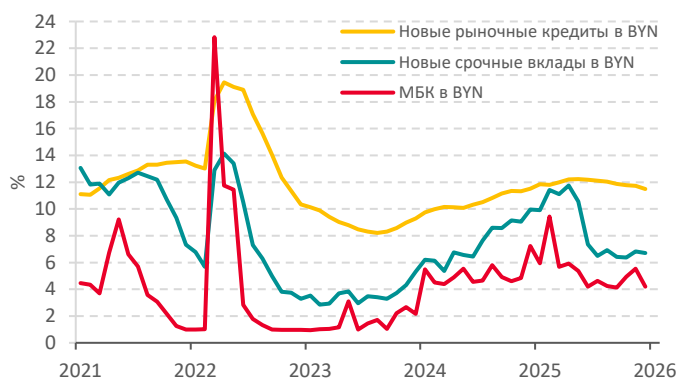
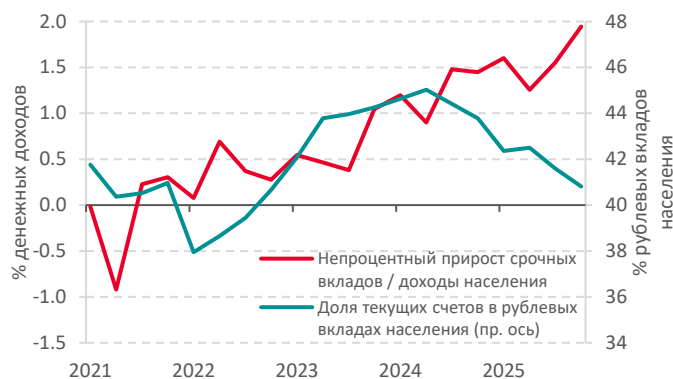
Рис 3. Характер реальных процентных ставок по рублевым кредитам и срочным депозитам банков



Источник: расчеты на базе QPM.

Примечание: реальные ставки рассчитаны на основе средних номинальных ставок между организациями и населением (по данным Нацбанка) и ожидаемой годовой инфляцией в следующем квартале (на базе QPM).

Рис 4. Динамика номинальных процентных ставок и депозитов населения

а) средние номинальные процентные ставки  
(в среднем за месяц)б) депозиты в Br и доходы населения  
(за квартал; с устранением сезонности)**Источник:** расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

**В реальном выражении средние ставки по кредитам и вкладам находилась вблизи нейтральных уровней в IV квартале 2025 г. (рис 3)**

Вследствие снижения инфляции реальные ставки несколько выросли в IV квартале 2025 г. При этом в части депозитов ставка для фирм оставалась пониженной относительно нейтрального уровня, в то время как для населения, вероятно, была несколько выше равновесного значения. На это указывает увеличение нормы сбережений домохозяйств и достижение ей максимального уровня за последние 10 лет (рис 4.6). В целом состояние процентных ставок кредитно-депозитного рынка в IV квартале 2025 г. соответствовало цели по инфляции в 7% г/г на 2026 г. Однако повышение Нацбанком целевого ориентира с 5% до 7% обосновано не необходимостью поддержки структурной перестройки экономики (которая завершилась в 2023–2024 гг.), а желанием регулятора увеличить пространство для стимулирования деловой активности в среде замедления роста ВВП с более 4% в 2023–2024 гг. до 1,3% в 2025 г. Такие действия подчеркивают слабость институтов стабилизации экономики и повышают ее уязвимость к сильным внешним шокам.

## 2 Курсовая политика: меры, направленность, характер

**Белорусский рубль укрепился к корзине валют в IV квартале 2025 г. в среде чистого предложения иностранной валюты на внутреннем рынке**

В среднем за IV квартал 2025 г. стоимость корзины 3-х иностранных валют (российский рубль, доллар и юань) снизилась на 0,4% к значению III квартала 2025 г. (рис 6.6). Колебания курсов к отдельным иностранным валютам преимущественно определялись динамикой их кросс-курсов на внешних рынках: в среднем за IV квартал 2025 г. белорусский рубль укрепился на 1,2% к доллару и практически не изменился по отношению к российскому рублю и юаню. Укрепление белорусского рубля стало следствием чистого предложения иностранной валюты на внутреннем рынке в размере ≈\$0,5 млрд в IV квартале 2025 г. (рис 5.a). Нацбанк выкупил соответствующий объем валюты, эмитировав около Br1,5 млрд.

**В реальном эффективном выражении белорусский рубль оценивается переоцененным в пределах 1% в IV квартале 2025 г. (рис 6.a)**

Масштаб отклонения курса от равновесия является небольшим и сам по себе не несет девальвационных рисков. Сложившейся переоценке рубля соответствовали небольшие сдерживающие эффекты курса на экономическую активность и инфляцию в конце 2025 г.

Рис 5. Динамика корзины иностранных валют и золотовалютных резервов



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

**Примечание:** на рисунке 5.а с января 2019 г. по июнь 2022 г. – корзина 3-х валют (доллар, евро и российский рубль), с июля по декабрь 2022 г. – корзина 4-х валют (доллар, евро, российский рубль и китайский юань), с января 2023 г. – корзина 3-х валют (доллар, российский рубль и китайский юань).

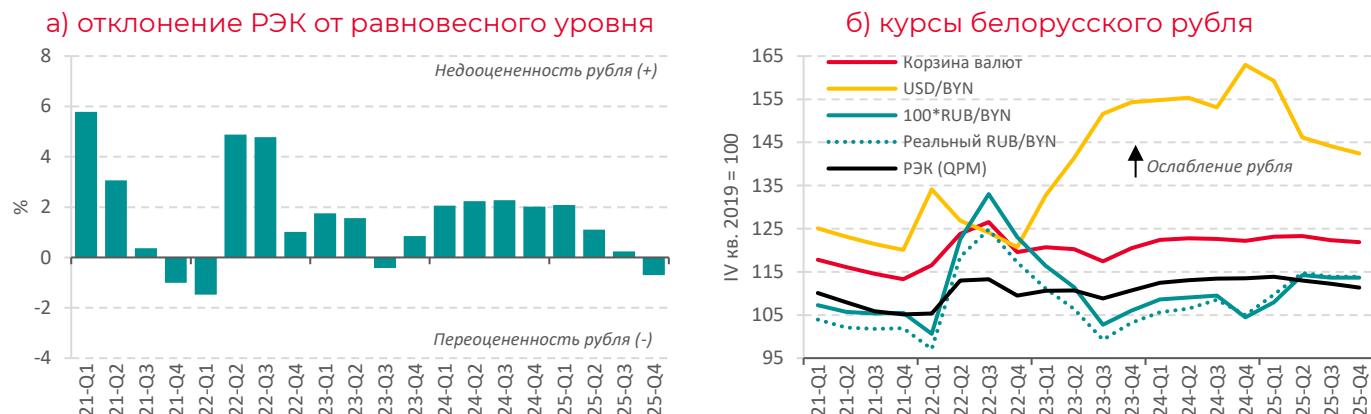
### Сезонно скорректированное чистое предложение иностранной валюты в IV квартале 2025 г. возросло на $\approx \$0,3$ млрд в сравнении с предыдущим кварталом и достигло рекордного квартального объема с 2019 г. – $\approx \$0,67$ млрд

В целом по итогам 2025 г. чистая продажа валюты участниками рынка превысила \$1,5 млрд (максимум с 2019 г.) после околонулевого сальдо в 2024 г. (с учетом покупки валюты Минфином чистое предложение составило около \$1,1 млрд в 2025 г.). Увеличение чистого предложения в IV квартале и в 2025 г. в целом преимущественно стало результатом сокращения нетто-покупки валюты фирмами. Организации купили на чистой основе  $\approx \$0,3$  млрд (с устранением сезонности) в IV квартале 2025 г. (рис 7.а), что является минимальным квартальным объемом с III квартала 2023 г. Одновременно значительные нетто-продажи валюты сохранялись у нерезидентов – около \$0,5 млрд в IV квартале (с устранением сезонности). В целом в 2025 г. чистая покупки валюты фирмами сократилась на  $\approx \$0,8$  млрд в сравнении с 2024 г., а ее нетто-предложение нерезидентами возросло на  $\approx \$0,8$  млрд.

Динамика валютных операций фирм и нерезидентов выглядит контринтуитивной в условиях расширения дефицита внешней торговли товарами и услугами более чем на \$0,4 млрд в январе – ноябре 2025 г. в сравнении с соответствующим периодом 2024 г. В то же время, несмотря на увеличения внешнеторгового дефицита, сальдо платежей по экспорту и импорту товаров и услуг сложилось положительным в размере \$1,7 млрд в январе – ноябре 2025 г., увеличившись более чем на \$0,6 млрд относительно января – ноября 2024 г. Можно допустить, что такое расхождение между торговыми и финансовыми потоками, как минимум, частично объясняется тем, что финансирование импорта в заметном объеме осуществлялось за счет привлечения внешних кредитных ресурсов. Так, по данным платежного баланса чистое принятие обязательств нефинансовыми организациями и домохозяйствами по статье «кредиты и займы» выросло на \$0,8 млрд в январе – сентябре 2025 г. в сравнении с соответствующим периодом предыдущего года. Если эта гипотеза верна, то устойчивость валютного рынка в 2026 г. при прогнозируемом сохранении дефицита торговли вблизи 1–2% ВВП будет в значительной мере определяться стабильностью внешнего кредитного финансирования.



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



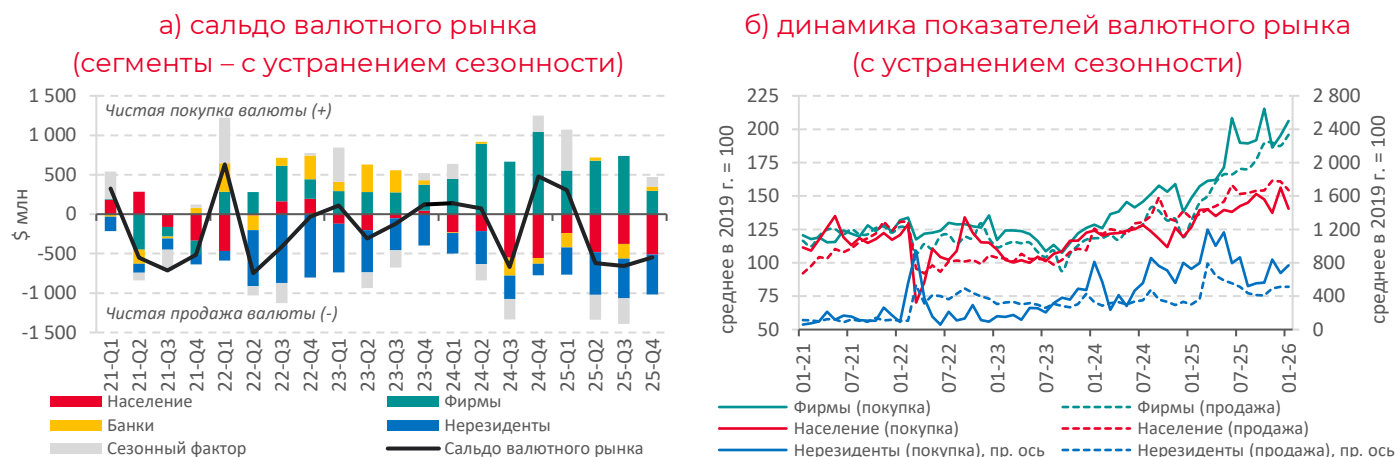
**Источники:** расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси, QPM.

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

### Население продолжило выступать «донором» валюты в IV квартале и 2025 г. в целом

Физические лица продали (за вычетом покупки) более \$0,5 млрд в октябре – декабре 2025 г. (с устранением сезонности; рис 7.а). В целом за 2025 г. население обеспечило чистое предложение валюты в размере \$1,6 млрд (\$1,7 млрд в 2024 г.). Объем покупки валюты физическими лицами не вырос в IV квартале 2025 г. (рис 7.б), оставшись на уровне предыдущего периода в условиях замедления роста заработных плат к концу года. Объем продаж валюты повысился благодаря увеличению нормы сбережений в белорусских рублях до рекордных значений (рис 4.б). В целом в 2025 г. население продолжало обеспечивать предложение иностранной валюты на внутреннем рынке. Для сохранения такого положения дел в текущем году Нацбанку необходимо обеспечивать высокие процентные ставки по рублевым вкладам физических лиц, что сужает пространство для стимулирующей денежно-кредитной политики.

Рис 7. Состояние внутреннего валютного рынка



**Источники:** расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси.

**Примечание:** сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в программе JDemetra+.

С выходом новых данных динамика показателей в предыдущих периодах уточняется.

## Золотовалютные резервы (ЗВР) выросли на \$1,14 млрд за IV квартал 2025 г. – до нового исторического максимума в \$14,4 млрд на 1 января 2026 г.

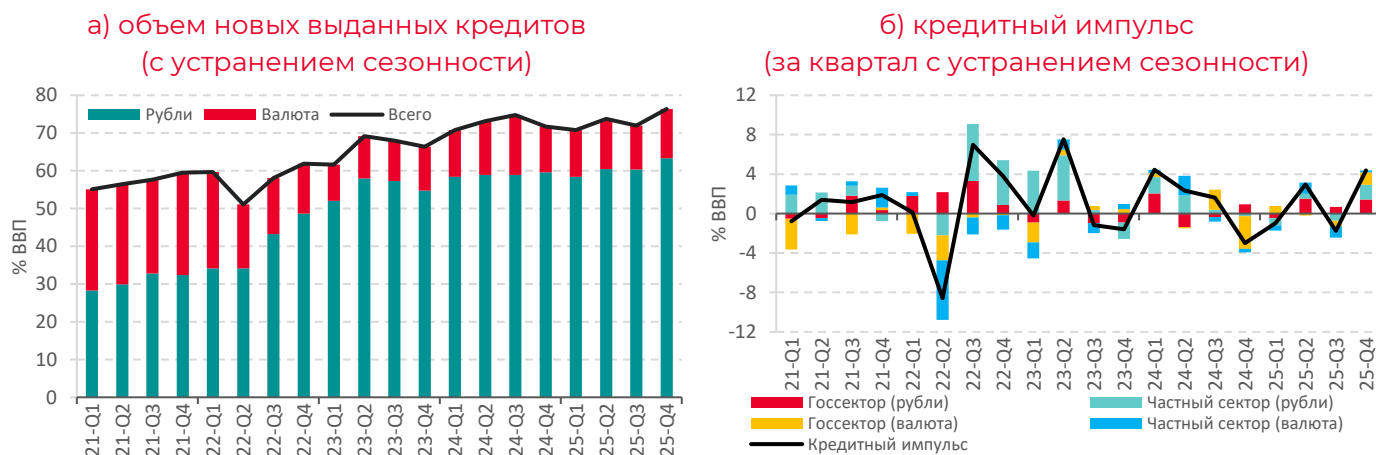
Главным фактором роста резервов в IV квартале 2025 г. стало повышение мировых цен на золото – стоимость золота в ЗВР увеличилась на \$0,84 млрд в октябре – декабре 2025 г. Активы в иностранных валютах выросли на \$0,3 млрд за IV квартал 2025 г. благодаря покупке Нацбанком валюты на бирже. На начало 2026 г. ЗВР покрывали около 3,2 месяца импорта товаров и услуг при традиционном критерии достаточности в три месяца (рис 5.6). Достаточность ЗВР относительно комплексного индикатора риск-факторов оттока валюты (ARA-метрика с учетом ограничений на потоки капитала) оценивается в районе 120% на начало 2026 г. Нацбанк существенно нарастил запас прочности для сглаживания эффектов сильных негативных шоков в случае их возникновения. Вместе с тем необходимо отметить, что без учета золота (ликвидность которого в санкционной среде может быть ниже, чем в обычной) ЗВР оцениваются немногим менее 50% ARA-метрики (около 60% при принятии в расчет активов в неконвертируемых валютах).

## 3 Влияние монетарных условий на кредитно-депозитный рынок

### Кредитная активность усилилась в IV квартале 2025 г.

Объем выданных кредитов по отношению к ВВП увеличился в IV квартале 2025 г. до 76%, что гораздо выше довоенных значений – в среднем около 61% ВВП в 2017–2021 гг. (рис 8.а). Кредитный импульс оценивается значимо положительным в IV квартале 2025 г. (рис 8.б). Наибольший вклад в наращивание кредитования внес госсектор, что в том числе может отражать воздействие квазифискальных операций, связанных с выкупом Нацбанком гособлигаций на вторичном рынке. В части негосударственного сектора отмечено увеличение выдач кредитов бизнесу (рис 8.б). Это может указывать, с одной стороны, на неограничительный характер процентных ставок, а с другой стороны, на влияние давления Нацбанка на банки в части наращивания инвестиционного кредитования. Кредитный импульс в сегменте населения оставался околонулевым в IV квартале на фоне директивных рестрикций по расширению розничного кредитного портфеля банков.

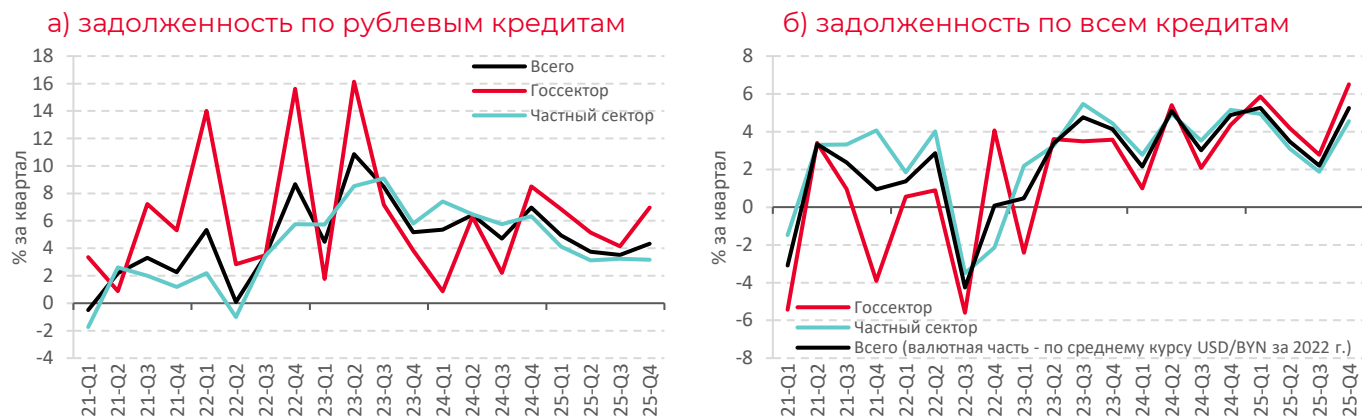
Рис 8. Динамика новых выданных кредитов и кредитного импульса



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

Примечание: кредитный импульс рассчитан следующим образом:  $ci_t = 100 * \left( \frac{cr_t}{ngdp_t} - \frac{cr_{t-1}}{ngdp_{t-1}} \right)$ , где  $ci_t$  – кредитный импульс в период  $t$ ,  $cr_t$  – сезонно сглаженный объем вновь выданных кредитов в период  $t$ ,  $ngdp_t$  – сезонно сглаженный объем номинального ВВП в период  $t$ . Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры Х13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей уточняется.

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



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

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

### Рост кредитной задолженности ускорился в IV квартале 2025 г. (рис 9)

Заметно ускорился рост рублевой задолженности госсектора и валютных обязательств частного бизнеса. Увеличение кредитования в IV квартале 2025 г. поддерживало выпуск, но не привело к его росту – сезонно скорректированный объем ВВП показал околонулевую динамику.

### Денежная масса продолжала расти высокими темпами в IV квартале 2025 г.

Широкая денежная масса (ШДМ) выросла на  $\approx 3,5\%$  в среднем за IV квартал 2025 г. к среднему за III квартал 2025 г. в номинальном выражении или на  $\approx 2,3\%$  в реальном (с устранением сезонности; [рис 10.а](#)). Небольшое замедление динамики ШДМ связано со снижением роста ее валютной составляющей и укреплением белорусского рубля к доллару в IV квартале 2025 г. ([рис 10.6](#)). Без учета эффекта курсовой переоценки валютной составляющей прирост номинальной ШДМ оценивается около  $3,9\%$  в IV квартале к III кварталу 2025 г., а за весь 2025 г. прирост составил  $23,5\%$  г/г (декабрь 2025 г. к декабрю 2024 г.). Таким образом, при устранении переоценки денежная масса в 2025 г. росла почти в два раза быстрее в сравнении с 2024 г.

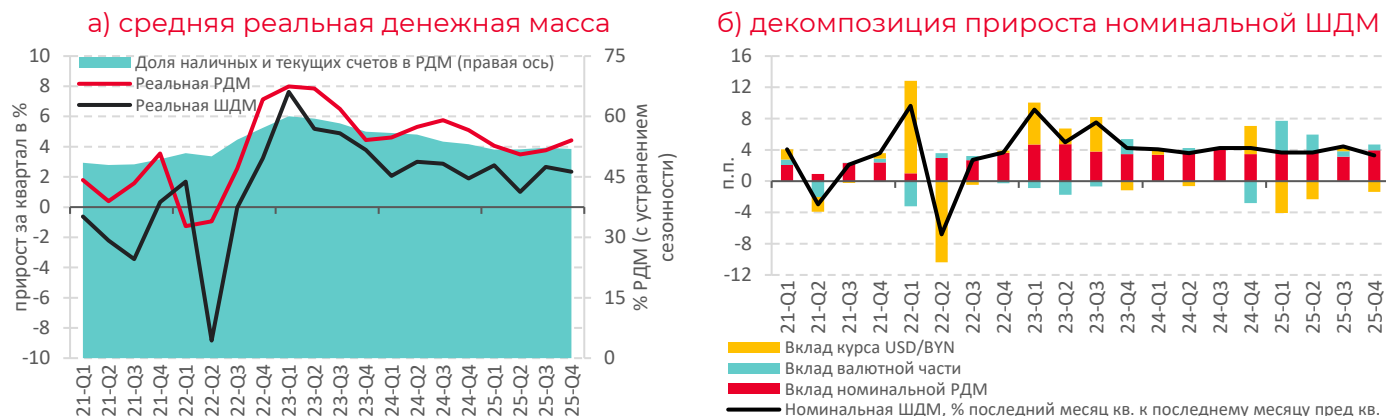
Рост ШДМ обеспечивался рублевой составляющей ([рис 10.6](#)). Рублевая денежная масса (РДМ) выросла на  $\approx 5,6\%$  в среднем за IV квартал 2025 г. к среднему за III квартал 2025 г. в номинальном выражении или на  $\approx 4,4\%$  в реальном (с устранением сезонности; [рис 10.а](#)). Рост рублевой денежной массы ускорился в сравнении с предыдущим кварталом в результате усиления кредитной активности ([рис 10.6](#)).

### Монетарная политика не являлась ограничительной для роста денежной массы в 2025 г., что поддерживало денежный навес в экономике

Средняя широкая денежная масса в IV квартале 2025 г. превосходила уровень годовой давности на  $16,6\%$  г/г, в то время как реальный ВВП вырос на  $0,3\%$  г/г за этот период. В таких условиях дефлятор ВВП (более широкий индикатор инфляции в сравнении с ИПЦ) оценивается в районе  $13\%$  г/г в IV квартале 2025 г. Это указывает на монетарный характер инфляционных процессов в экономике и несбалансированный прирост денежной массы в прошлом году. При этом проинфляционные последствия избыточного расширения денежного предложения в значительной мере купировались высокой нормой сбережений домохозяйств. Однако денежный навес формирует риски всплесков внутреннего спроса и, следовательно, инфляции при существенном изменении экономических условий.



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



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

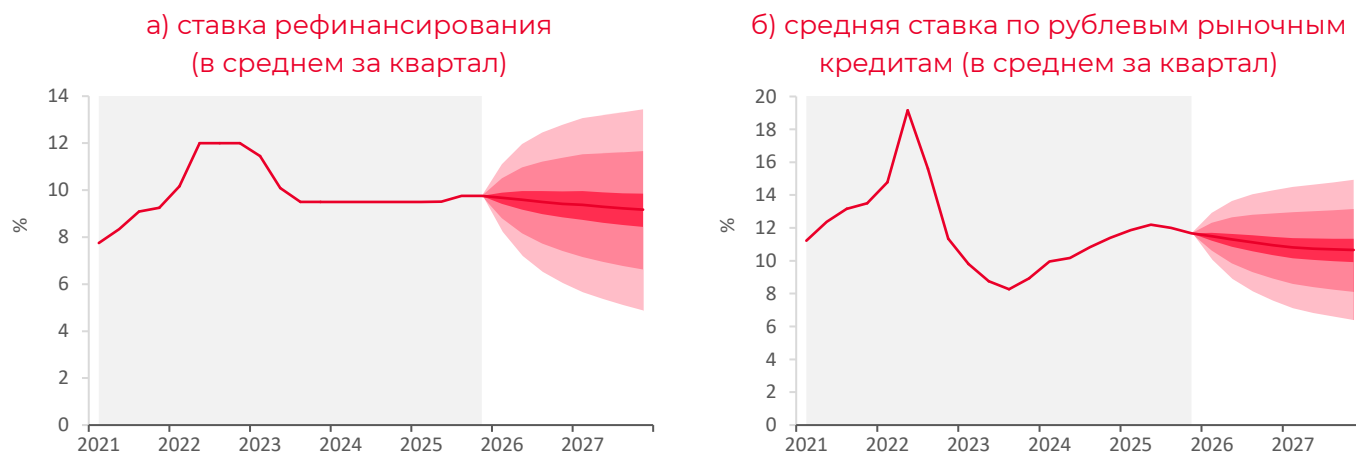
**Примечание:** ШДМ – широкая денежная масса. РДМ – рублевая денежная масса. С выходом новых данных динамика показателей уточняется. Реальный прирост денежной массы рассчитан путем дефлирования номинального прироста (среднее за квартал к среднему за предыдущий квартал) на изменение среднеквартального индекса потребительских цен (с устранением сезонности).

## 4 Краткосрочный прогноз монетарных условий

**Нацбанк будет поддерживать неограничительные монетарные условия (рис 1), продолжая фокусироваться на стимулировании экономической активности**

В условиях прогнозируемого низкого роста ВВП в первой половине года (около 0–1% г/г) и временного замедления инфляции в этом период до 6–6,5% г/г Нацбанк сохранит мягкую денежно-кредитную политику. Ставка МБК останется низкой вблизи 4–6% в первом полугодии и около 5–7% в среднем в 2026 г. в среде прогнозируемого избытка ликвидности банковской системы и отсутствия аукционных операций по ее изъятию. Высока вероятность понижения расчетных величин стандартного риска, особенно по инвестиционным кредитам. Нацбанк также может пойти на небольшое снижение ставки рефинансирования – до 9,25–9,50% (рис 11.а). Если такое снижение произойдет, то оно будет носить «символический» характер и не окажет значимых макроэкономических эффектов. Значительное увеличение денежно-кредитных стимулов представляется маловероятным вследствие сохранения инфляционных рисков и необходимости поддержания высокой нормы сбережений домохозяйств для устойчивости валютного рынка.

Рис 11. Прогноз процентных ставок (на базе QPM)



**Источник:** расчеты на базе QPM.

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

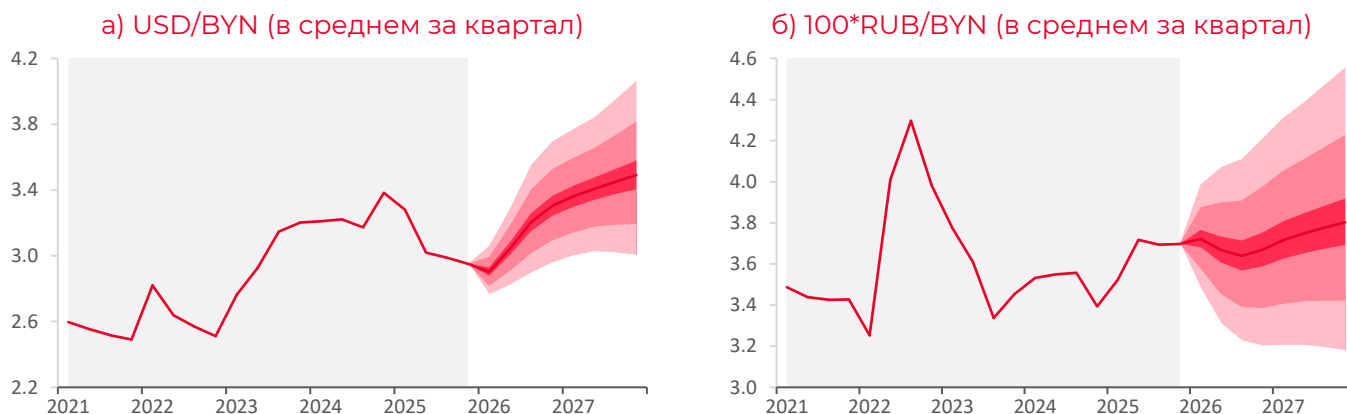
**Средняя ставка по кредитам ожидается в диапазоне 11–11,5% в 2026 г. (рис 11.6), а по новым срочным депозитам – около 7–8%**

Низкая ставка МБК будет стимулировать коммерческие банки поддерживать доступность кредитных ресурсов для бизнеса и населения и сдерживать рост доходности рублевых вкладов, прежде всего для юридических лиц. Ожидаемое уменьшение РВСП по кредитам бизнесу также окажет понижающее воздействие на кредитные ставки. При инфляции вблизи 7% г/г средние реальные ставки по рублевым рыночным кредитам и вкладам ожидаются близкими к нейтральным уровням (рис 1). В итоге денежно-кредитные условия поддержат внутренний спрос, но не будут вести к его ускорению. При ожидаемом замедлении динамики доходов населения и бюджетных расходов рост внутреннего спроса снизится в 2026 г., а прирост ВВП прогнозируется около 0,5–1,5% по итогам года.

**Более существенное смягчение денежно-кредитной политики в сравнении с базовым прогнозом имеет достаточную высокую вероятность реализации**

Так как при проведении монетарной политики Нацбанк в последнее время полагается на фактические (а не ожидаемые) экономические данные с фокусом на деловую активность, то активного смягчения денежно-кредитных условий в первой половине года нельзя исключать. Если процентные ставки в экономике будут снижаться гораздо быстрее инфляции и инфляционных ожиданий, то внутренний спрос может временно значительно превысить сбалансированный уровень. Это будет формировать риски ускорения инфляции выше 7% г/г к концу 2026 г., особенно в случае снижения склонности населения к сбережениям. Высока вероятность, что при отдалении инфляции от 7% г/г ценовой контроль будет усилен.

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



Источник: расчеты на базе QPM.

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

**Внешнеторговая позиция останется дефицитной вблизи 1–2% ВВП в 2026 г., что будет формировать условия для умеренного ослабления национальной валюты**

Сдержанный спрос в России и достигнутый предел экстенсивного наращивания выпуска белорусской промышленности ограничат перспективы роста экспорта. Нежесткая внутренняя экономическая политика поддержит внутренний спрос и, соответственно, спрос на импорт. В результате импорт товаров и услуг продолжит превышать экспорт, но масштаб дефицита останется не критичным с точки зрения его финансирования.

В результате прогнозируется умеренное ослабление белорусского рубля – на 2–6% за 2026 г. в терминах корзины иностранных валют. В реальном эффективном выражении национальная валюта прогнозируется переоцененной в пределах 1% в первой половине года и близкой к равновесному уровню курса в конце текущего года.

Курс USD/BYN ожидается в диапазоне 2,85–3,10 белорусского рубля за доллар в среднем в первой половине 2026 г. и вблизи 3,2–3,4 к концу года при постепенном движении курса USD/RUB к уровням 85–90 российских рублей за доллар (рис 12.а). Курс RUB/BYN в таком случае прогнозируется вблизи 3,6–3,8 белорусского рубля за 100 российских рублей в 2026 г. (рис 12.б). Неопределенность курсовой динамики является высокой. Вместе с тем достаточный объем золотовалютных резервов Нацбанка и отсутствие сильной переоцененности белорусского рубля позволяют рассчитывать на сохранение управляемой ситуации на валютном рынке даже при реализации сильных шоков. Сохраняющая 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. Оценивание ненаблюдаемых переменных в QPM (например, равновесных (трендовых) компонент экономических показателей) осуществляется с помощью многомерного фильтра Калмана. QPM получила широкое применение для макроэкономического анализа, прогнозирования и проектирования монетарной политики в центральных банках, в том числе в [Национальном банке Республики Беларусь](#).

### Индикаторы в рамках QPM

#### Монетарные условия

Индикатор состояния денежно-кредитных условий. Представляет собой комбинацию разрывов реального эффективного курса (с обратным знаком) и реальных процентных ставок. Положительные значения монетарных условий указывают на их сдерживающий экономическую активность характер, отрицательные – на стимулирующий.

#### Разрыв выпуска

Отклонение реального ВВП от своего потенциального объема. Под потенциальным ВВП понимается такой объем ВВП, который не ведет ни к дополнительному инфляционному, ни дезинфляционному давлению. Положительный разрыв выпуска указывает на избыточный спрос в экономике и является индикатором инфляционного давления. Для отрицательного разрыва выпуска справедливо обратное.

#### Разрыв процентной ставки

Отклонение реальной процентной ставки от своего нейтрального уровня. Положительный разрыв процентной ставки указывает на сдерживающий экономическую активность характер процентной политики, отрицательный – на стимулирующий.

#### Равновесная (нейтральная) процентная ставка

Уровень реальной процентной ставки, соответствующий темпам роста потенциального ВВП и равновесного реального эффективного курса.

#### Разрыв реального эффективного курса (разрыв РЭК)

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

#### Равновесный реальный эффективный курс

Уровень РЭК, который не оказывает ни дополнительного проинфляционного, ни дезинфляционного влияния.

## Примечания

<sup>i</sup> Реальные ставки рассчитываются путем корректировки номинальных ставок на ожидаемую годовую инфляцию в предстоящем квартале, рассчитанную в рамках QPM. Для корректного оценивания отклонения реальных процентных ставок от своих равновесных (нейтральных) уровней в QPM были внесены экспертные суждения в IV квартале 2022 г. и I–IV кварталах 2023 г. Это связано с тем, что введение новой системы ценового регулирования привело к ad-hoc снижению цен в IV квартале 2022 г., что существенно снизило рассчитываемые непосредственно в QPM рациональные инфляционные ожидания. Так как рациональные ожидания в модели используются для расчета реальных процентных ставок, то их резкое понижение привело к резкому повышению оценок реальных процентных ставок. Вместе с тем номинальные ставки по рублевым кредитам и вкладам в рассматриваемый период несколько раз переписали исторические минимумы, кредитование активно росло, а в структуре денежной массы доля «быстрых» денег достигла максимума за более чем двадцатилетний период. Для устранения влияния ad-hoc понижения цен на оценки монетарных условий было оценено влияние шока базовой инфляции на изменение рациональных инфляционных ожиданий в рассматриваемом периоде, и на масштаб этого влияния были скорректированы оценки отклонения реальных процентных ставок от своих равновесных (нейтральных) уровней.

<sup>ii</sup> Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей в предыдущих периодах может уточняться. Аннуализированный прирост цен рассчитан как сезонно сглаженный прирост цен за квартал, возведенный в четвертую степень (инфляция в годовом эквиваленте).

<sup>iii</sup> Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях снизилась с 12,0% в среднем за III квартал 2025 г. до 11,7% за IV квартал 2025 г., в том числе по кредитам фирмам – с 12,1 до 11,7%, по кредитам населению – с 11,2 до 11,1%.

<sup>iv</sup> Номинальная средняя ставка по новым срочным рублевым депозитам повысилась с 6,61% в среднем за III квартал 2025 г. до 6,64% за IV квартал 2025 г., в том числе по вкладам фирм – с 6,0 до 6,2%, по вкладам населения – с 12,4 до 12,6%.