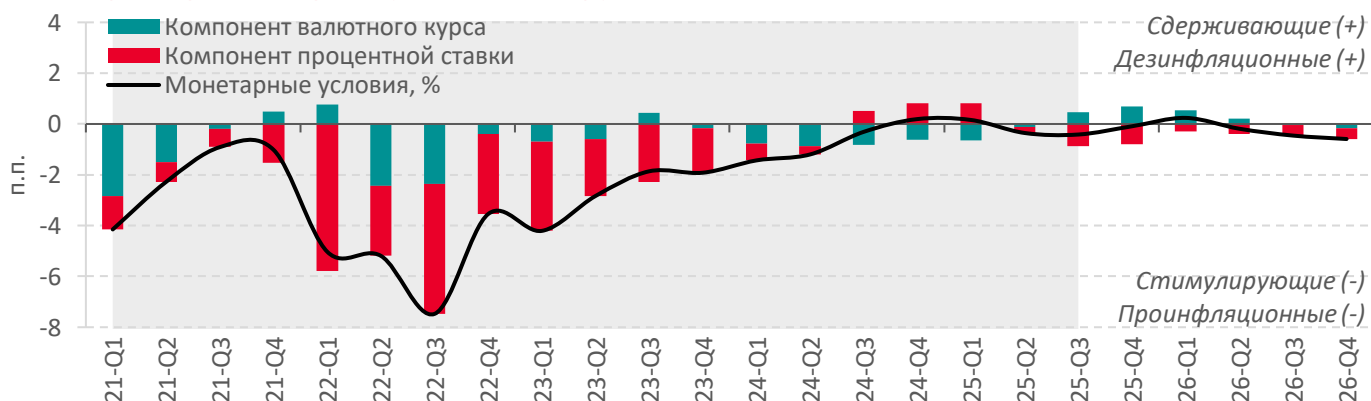


Монетарная политика в Беларуси в III квартале 2025 года оставалась подчиненной цели стимулирования инвестиционной активности, а не обеспечения ценовой стабильности

Нацбанк в III квартале 2025 г. активно эмитировал рубли через покупку гособлигаций и иностранной валюты и не изымал избыточную ликвидность на аукционах. Ставка межбанковского рынка сохранялась крайне низкой, а средняя доходность вкладов существенно понизилась. Средняя ставка по рыночным кредитам находилась вблизи равновесия в среде повышенных рисков кредитования предприятий. В целом состояние процентных ставок оценивается слабо стимулирующим спрос в экономике в III квартале 2025 г. (рис 1). Белорусский рубль был переоценен вблизи 1% в III квартале 2025 г. (рис 1).

Монетарные условия останутся неограничительными для экономической активности в 2026 г., прежде всего со стороны процентных ставок (рис 1). Денежно-кредитная политика не станет жесткой, так как нахождение инфляции вблизи 7% г/г приемлемо для властей, а цель правительства по приросту ВВП на 2,8% в 2026 г. заметно превышает его сбалансированный темп вблизи 1,5–2%. Отсутствие правил при проведении монетарной политики снижает ее предсказуемость, что является существенным фактором неопределенности для макроэкономического прогноза будущего года.

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.

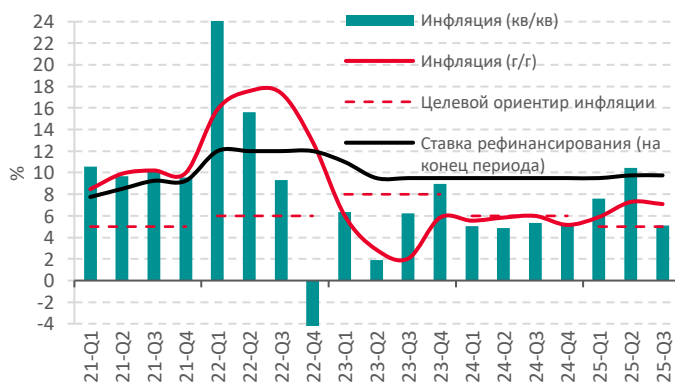
1 Денежно-кредитная политика: меры, направленность, характер

Нацбанк сохранял нетрадиционные подходы к реализации денежно-кредитной политики в III квартале 2025 г., поддерживая ее стимулирующий характер

Ставка рефинансирования оставалась на уровне 9,75% в III квартале 2025 г. (рис 2.а). Расчетные величины стандартного риска (РВСР), которые де факто используются Нацбанком для регулирования процентных ставок по кредитам и вкладам, также не менялись в июле – сентябре. Регулятор продолжал активно эмитировать белорусские рубли посредством покупки иностранной валюты на бирже и облигаций правительства – соответственно около Br2 млрд и почти Br1,2 млрд. Эмиссионные операции выступали фактором поддержки мягкости денежно-кредитных условий, что проявлялось в расширении профицита ликвидности банковской системы (рис 2.б). Аукционные операции изъятия ликвидности по-прежнему не осуществлялись. При этом Нацбанк несколько раз неудачно проводил кредитные аукционы, вероятно, стремясь таким нетривиальным образом стимулировать банки к наращиванию кредитования инвестиционных проектов.

Рис 2. Динамика показателей денежно-кредитной политики

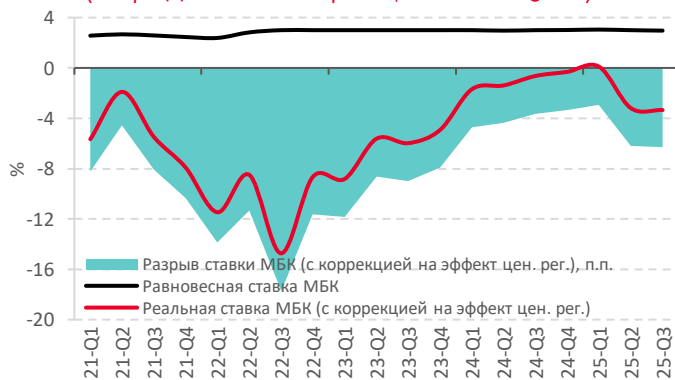
а) ставка рефинансирования и инфляция



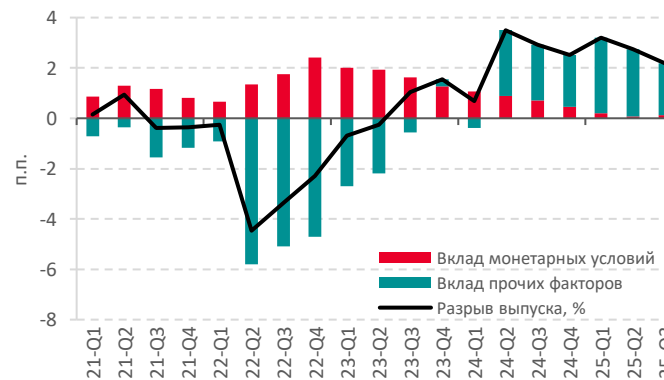
б) ликвидность банковской системы (в среднем за месяц)



в) реальная и равновесная ставка МБКⁱ (в среднем за квартал; на базе QPM)



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



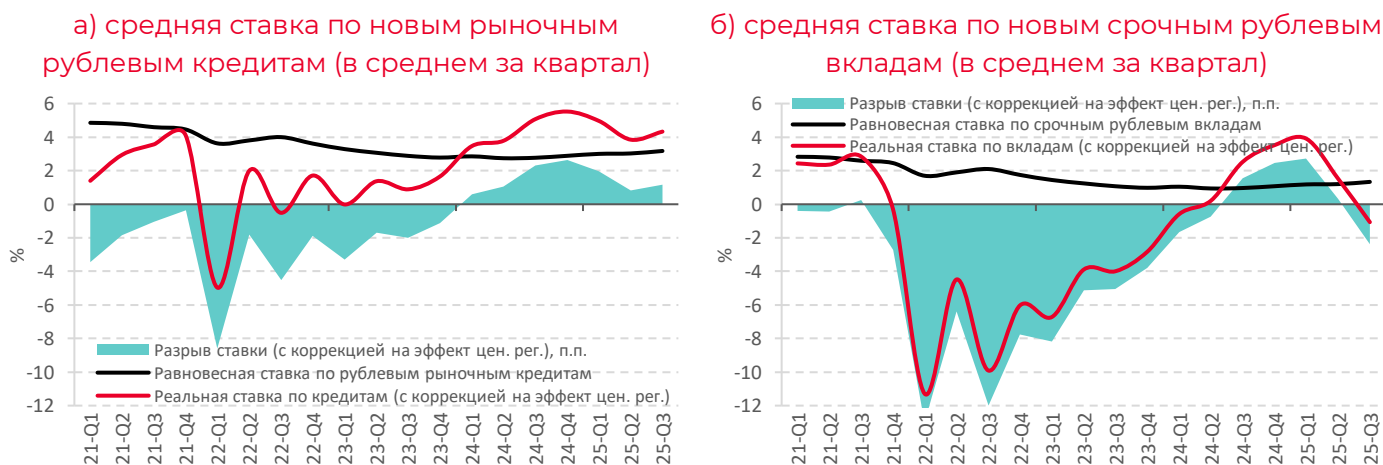
Источник: расчеты на основе данных Белстата, Нацбанка Беларуси, QPM.

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

Ставка межбанковского рынка (МБК) оставалась низкой в среде структурного и не изымаемого Нацбанком на аукционах профицита ликвидности банковской системы

Номинальная ставка МБК составила 4,3% в среднем за III квартал 2025 г., опустившись к минимальным уровням с конца 2023 г. (рис 4.а). При инфляции выше 7% г/г реальная ставка МБК оставалась глубоко отрицательной – гораздо ниже нейтрального уровня (рис 2.в). Тот факт, что Нацбанк допускает «прилипание» ставки МБК к нижней границе его процентного коридора (4–11,25%), а также поддерживает сам коридор широким и нетипично асимметричным относительно ставки рефинансирования, сигнализирует о сохранении подчиненного положения Нацбанка перед исполнительной властью и использовании ставки по депозитам овернайт (4%) для целей директивного кредитования. Низкая ставка МБК обеспечивает мягкие денежно-кредитные условия, а покупка Нацбанком гособлигаций является де факто эмиссионной операцией, нацеленной на поддержку госрасходов. В среде сохранявшегося перегрева экономики (рис 2.г) и превышения инфляцией целевого уровня 5% (рис 2.а) такой подход Нацбанка к проведению монетарной политики подчеркивает фискальное доминирование в Беларуси и сопровождается «эрозией» стабилизационных экономических институтов.

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).

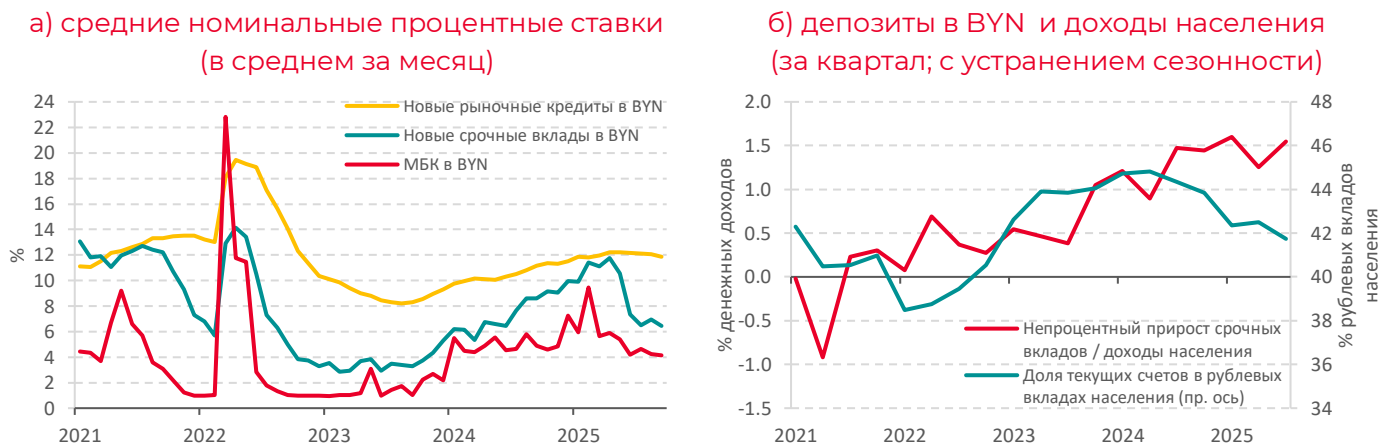
Ставки по депозитам в белорусских рублях существенно снизились в III квартале 2025 г., в то время как стоимость кредитования уменьшилась незначительно

Средняя номинальная ставка по новым срочным рублевым вкладам в III квартале 2025 г. составила 6,6%, что на 3,3 п.п. ниже в сравнении с предыдущим кварталом (рис 4.а).ⁱⁱⁱ Ставки по депозитам организаций упали до 6%, в то время как по вкладам населения изменились незначительно. На снижение доходности депозитов продолжал влиять существенный избыток ликвидности в банковской системе, не изымаемой Нацбанком на аукционах. А значительное расхождение в ставках по вкладам юридическим и физическим лицам может указывать на административное воздействие Нацбанка на коммерческие банки.

Средняя номинальная ставка по новым рыночным рублевым кредитам уменьшилась на 0,2 п.п. за III квартал 2025 г. – до 12,0% (рис 4.а).^{iv} Снижение ставок по кредитам было гораздо менее выраженным в сравнении с падением доходности вкладов. Это может быть связано с доминирующим положением банков в финансовом секторе и нехваткой альтернативных вкладов инструментов сбережений, а также с повышенными рисками кредитования реального сектора в условиях замедления российской и белорусской экономик.

Непредсказуемость политики Нацбанка и сделанная новым руководством регулятора ставка на применение директивных инструментов денежно-кредитного регулирования также могла выступать источником рисков для банков.

Рис 4. Динамика номинальных процентных ставок, депозитов населения



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

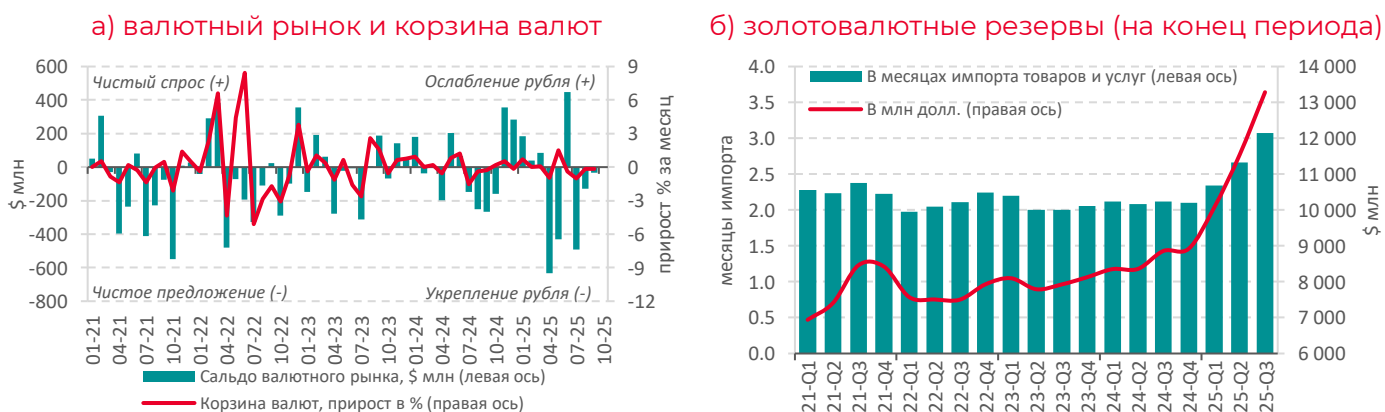
В реальном выражении ставка по кредитам находилась вблизи нейтрального уровня в III квартале 2025 г. (рис 3.а), а по депозитам опустилась ниже своего равновесного значения (рис 3.б).

С учетом пониженной ставки межбанковского рынка в среднем процентная политика Нацбанков и коммерческих банков имела мягкий характер в III квартале 2025 г. (рис 1). Однако масштаб стимула был небольшим и в целом не формировал ни существенного стимулирующего, ни сдерживающего воздействия на экономическую активность и инфляцию (рис 2.г). В среде сохранявшегося перегрева экономики и повышенной относительно среднесрочной цели в 5% инфляции сложившийся неограничительный характер процентных ставок являлся недостаточным для купирования рисков для макроэкономической стабильности.

2 Курсовая политика: меры, направленность, характер

Белорусский рубль укрепился к корзине валют в III квартале 2025 г. на фоне существенного чистого предложения иностранной валюты на внутреннем рынке

Рис 5. Динамика корзины иностранных валют и золотовалютных резервов



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси.

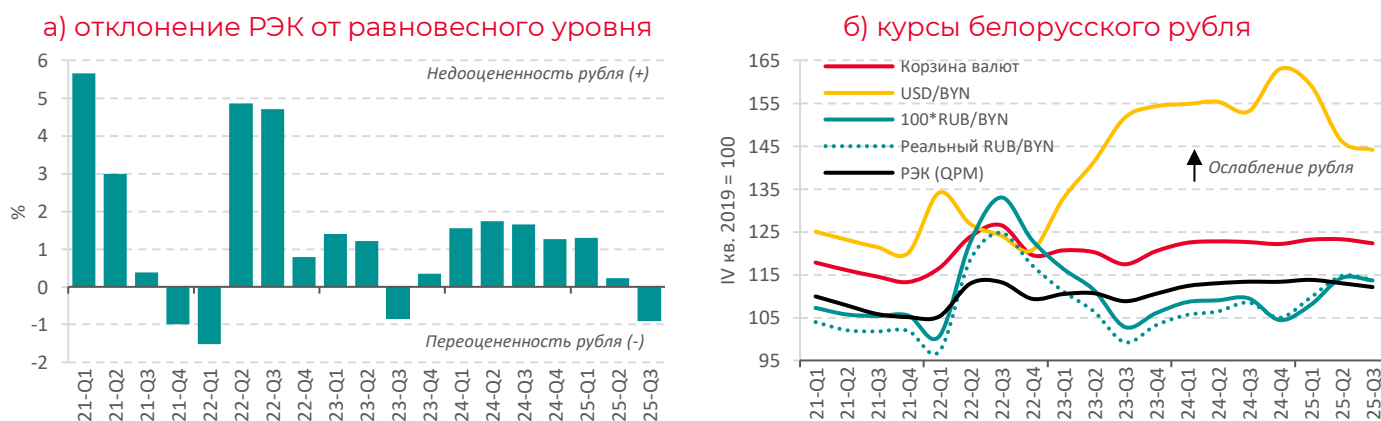
Примечание: на рисунке 5.а с января 2019 г. по июнь 2022 г. – корзина 3-х валют (доллар, евро и российский рубль), с июля по декабрь 2022 г. – корзина 4-х валют (доллар, евро, российский рубль и китайский юань), с января 2023 г. – корзина 3-х валют (доллар, российский рубль и китайский юань).

В среднем за III квартал 2025 г. стоимость корзины 3-х иностранных валют (российский рубль, доллар и юань) снизилась на 0,8% к значению II квартала 2025 г. (рис 6.б). Колебания курсов к отдельным иностранным валютам преимущественно определялись динамикой их кросс-курсов на внешних рынках: в среднем за III квартал 2025 г. белорусский рубль укрепился на 0,5% к российскому рублю, на 1,4% к доллару и на 0,3% к китайскому юаню. Укрепление белорусского рубля стало следствием чистого предложения иностранной валюты на внутреннем рынке в размере $\approx \$0,65$ млрд в III квартале 2025 г. (рис 5.а). Нацбанк выкупил соответствующий объем валюты, эмитировав почти Br2 млрд.

Номинальное укрепление белорусской валюты наряду с более высокой инфляцией в Беларуси в сравнении со странами – основными торговыми партнерами привело к переходу реального эффективного курса в область небольшой переоцененности

Масштаб переоценки белорусского рубля оценивается в пределах 1% относительно равновесного уровня реального эффективного курса (рис 6.а). Такой масштаб отклонения курса от равновесия является небольшим и не несет девальвационных рисков. Вместе с тем небольшая переоцененность национальной валюты означает отсутствие поддержки ценовой конкурентоспособности белорусских производителей на внутреннем и внешнем рынках со стороны курсового фактора.

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



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси, QPM.

Примечание: РЭК – реальный эффективный курс белорусского рубля. 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 продолжало выступать главным «донором» иностранной валюты

Физические лица продали (за вычетом покупки) около $\$0,45$ млрд в июле – сентябре 2025 г. (с устранением сезонности). Нетто-продажи валюты населением оставались существенными (рис 7.а), чему в том числе способствовало сохранение высокой нормы сбережений (рис 4.б). Последнее указывает на то, что мягкость денежно-кредитных условий в III квартале 2025 г. главным образом обеспечивалась за счет низких ставок по вкладам юридических лиц, в то время как для населения они были близки к нейтральным. Значительная чистая продажа валюты физическими лицами также может объясняться тем, что на фоне замедлившегося кредитования домохозяйства, вероятно, продолжали финансировать большую, чем ранее, долю крупных покупок за счет неорганизованных валютных сбережений. Вместе с тем с июля 2025 г. объем нетто-продаж постепенно сокращался в условиях ослабления потребительского спроса и заметно более высоких темпов увеличения зарплат в сравнении с ростом розничного товарооборота (рис 7.б).

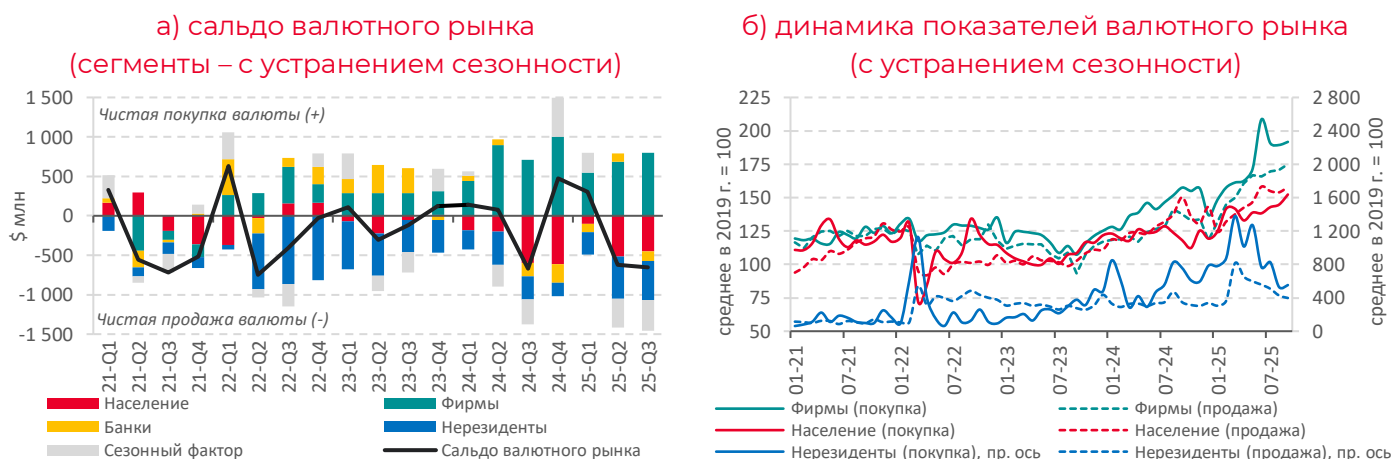
Нерезиденты продали на нетто-основе значительный объем иностранной валюты второй квартал подряд

Можно допустить, что высокие чистые продажи валюты нерезидентами ($\approx \$0,5$ млрд), как минимум, частично объясняются увеличением профицита внешней торговли услугами, в том числе ростом экспорта строительных услуг. Волатильная динамика валовых объемов покупки и продажи валюты нерезидентами – периоды всплесков и снижений – может указывать на спекулятивный характер части валютных операций. Белорусские банки в III квартале 2025 г. также были чистыми продавцами валюты (с устранением сезонности), однако размер нетто-предложения был небольшим (рис 7.а).

Фирмы устойчиво покупали значительно больше валюты, чем продавали

Организации купили на $\approx \$0,8$ млрд валюты больше, чем продали (с устранением сезонности) в III квартале 2025 г. (рис 7.а). Лишь менее чем в 4% периодов с 2012 г. был зафиксирован больший чистый спрос на валюту фирмами в сравнении с III кварталом 2025 г. Значительный дефицит внешней торговли товарами оставался ключевым фактором формирования существенного дисбаланса валютных операций организаций.

Рис 7. Состояние внутреннего валютного рынка



Источник: расчеты на основе данных Нацбанка Беларуси.

Примечание: сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры Х13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей в предыдущих периодах уточняется.

Золотовалютные резервы (ЗВР) выросли на \$1,75 млрд за III квартал 2025 г. – до нового исторического максимума в \$13,3 млрд на 1 октября 2025 г.

Увеличение резервов в июле – сентябре 2025 г. главным образом связано с ростом стоимости монетарного золота на \$0,94 млрд в результате повышения цен на драгоценный металл на мировом рынке. Активы в иностранных валютах выросли на \$0,8 млрд за III квартал 2025 г. Этому способствовали покупка валюты Нацбанком на бирже и увеличение валютных депозитов банков и правительства на счетах в Нацбанке.

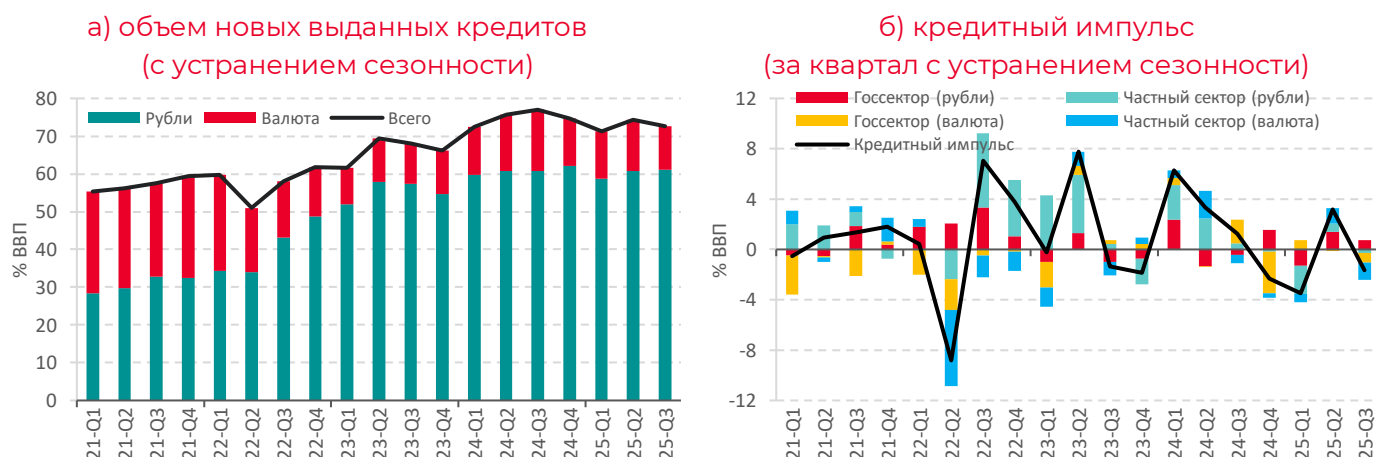
На 1 октября 2025 г. ЗВР покрывали около 3,1 месяца импорта товаров и услуг – резервы впервые за многие годы преодолели пороговую отметку в 3 месяца импорта (рис 5.б). Достаточность ЗВР относительно комплексного индикатора риск-факторов оттока валюты (ARA-метрика с учетом ограничений на потоки капитала) оценивается гораздо выше 100% на начало IV квартала 2025 г. Это означает, что у Нацбанка имеется запас прочности для сглаживания эффектов сильных негативных шоков в случае их возникновения.

3 Влияние монетарных условий на кредитно-депозитный рынок

Объем нового кредитования сохранялся значительным в III квартале 2025 г., но не увеличивался относительно ВВП

Объем выданных кредитов по отношению к ВВП оставался вблизи уровней предыдущих кварталов – около 73%, – что гораздо выше довоенных значений – в среднем около 61% ВВП в 2017–2021 гг. (рис 8.а). Кредитный импульс оценивается отрицательным в III квартале 2025 г. из-за сокращения выдач валютных кредитов (рис 8.б). В рублевом сегменте импульс сохранился слабо положительным благодаря росту кредитования госсектора. Последнее может отражать эффекты квазифискальной поддержки: правительство вносит гособлигации в уставный капитал госбанков с последующим их выкупом Нацбанком и направлением банками ресурсов на кредитование госпредприятий. Рублевый кредитный импульс в сегменте населения и частного бизнеса оценивается околонулевым в III квартале 2025 г. (рис 8.б).

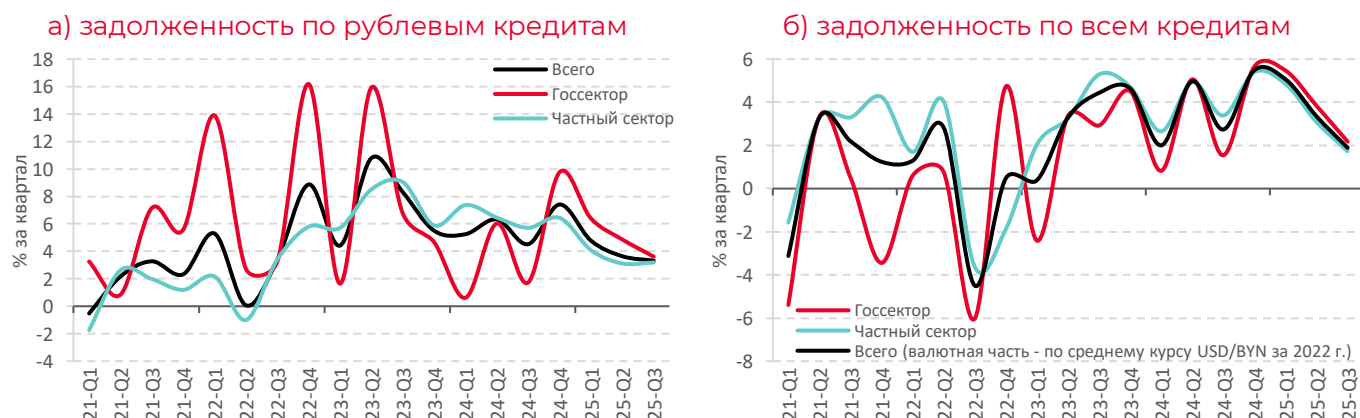
Рис 8. Динамика новых выданных кредитов и кредитного импульса



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 продолжил замедляться в III квартале 2025 г. (рис 9)

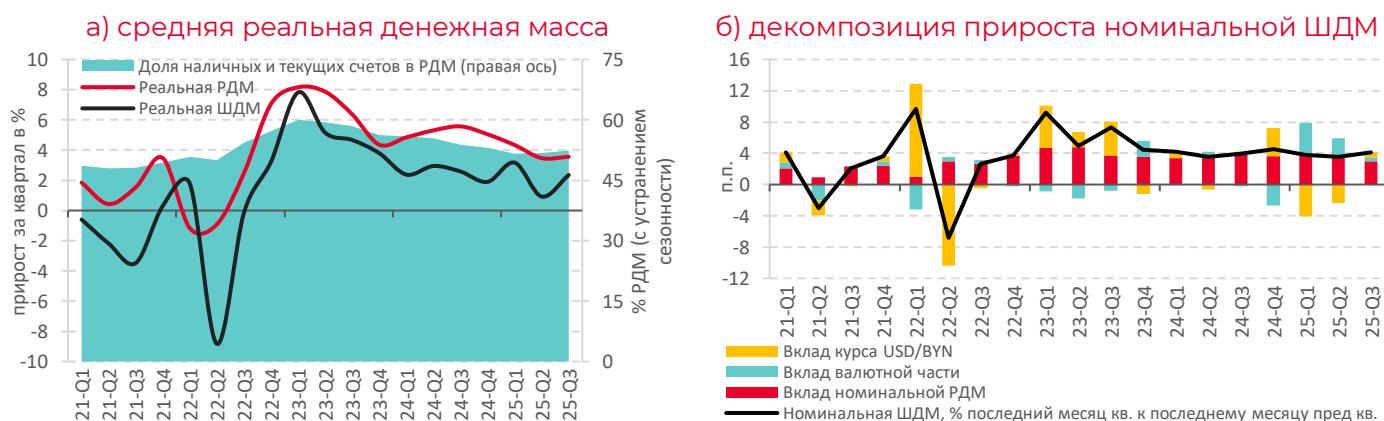
Ослабление кредитной активности отражает процесс замедления роста экономики, а также сдержанные перспективы спроса на российском и белорусском рынках. Стремление Нацбанка стимулировать инвестиционное кредитование посредством административного давления на банки и манипулирования РВСР имело ограниченные эффекты на динамику кредитного портфеля в силу малого объема таких кредитов и неопределенности бизнес-среды. В свою очередь, директивные лимиты Нацбанка по росту розничного кредитования оказались результативными: кредитование населения росло медленными темпами в II–III кварталах 2025 г.

Денежная масса росла высокими темпами в III квартале 2025 г.

Широкая денежная масса (ШДМ) выросла на $\approx 4,1\%$ в среднем за III квартал 2025 г. к среднему за II квартал 2025 г. в номинальном выражении или на $\approx 2,3\%$ в реальном (с устранением сезонности; [рис 10.а](#)). Курсовой фактор, который обусловил замедление прироста ШДМ в II квартале 2025 г. стал нейтральным в III квартале 2025 г., что отразилось в ускорении динамики денежной массы ([рис 10.б](#)). Без учета эффекта курсовой переоценки валютной составляющей прирост номинальной ШДМ оценивается около $4,6\%$ в III квартале к II кварталу 2025 г. после увеличения на $6,8\%$ в предыдущем периоде. Темп расширения денежного предложения (без курсовой переоценки) в III квартале эквивалентен $19,6\%$ в аннуализированном виде, что являются крайне высоким значением на фоне годового прироста реального ВВП на $0,8\%$ г/г в III квартале 2025 г.

Рост ШДМ обеспечивался рублевой составляющей ([рис 10.б](#)). Рублевая денежная масса (РДМ) выросла на $\approx 5,3\%$ в среднем за III квартал 2025 г. к среднему за II квартал 2025 г. в номинальном выражении или на $\approx 3,6\%$ в реальном (с устранением сезонности; [рис 10.а](#)). Номинальный темп роста рублевой денежной массы несколько замедлился в сравнении с предыдущим кварталом вследствие ослабления кредитной активности ([рис 10.б](#)). В то же время ее реальный прирост почти не изменился на фоне снижения инфляции ([рис 10.а](#)).

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).

Значительное опережение ростом денежной массы роста ВВП сигнализирует о безусловности монетарного характера инфляционных процессов в белорусской экономике

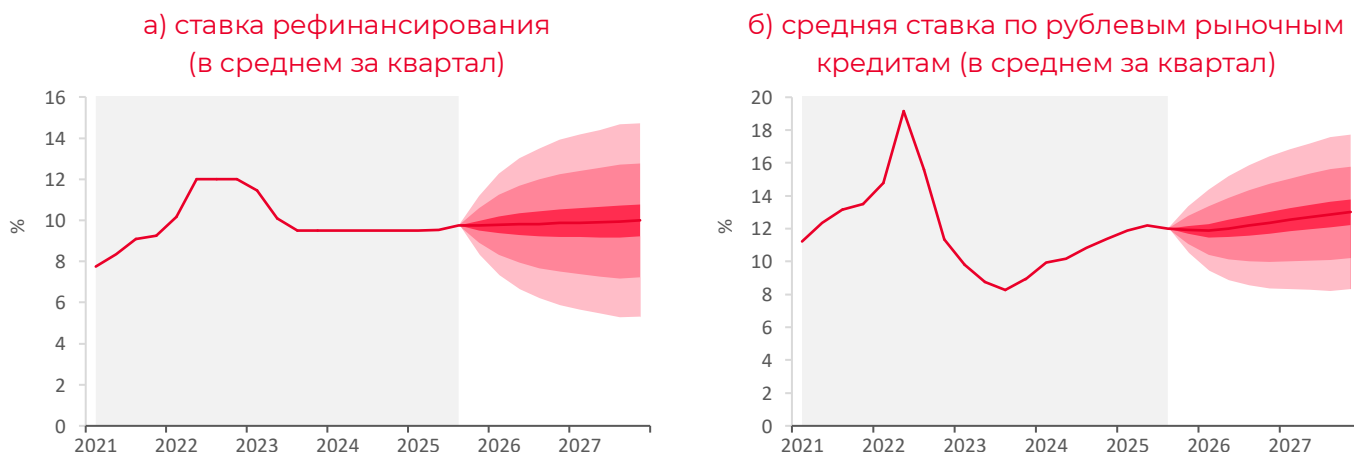
Средняя широкая денежная масса в III квартале 2025 г. превосходила уровень годовой давности на 16,5% г/г при приросте реального ВВП на 0,8% г/г за этот период. Разница в темпах прироста – это, по большей части, инфляционная составляющая. Так, дефлятор ВВП, более широкий индикатор инфляционных процессов нежели индекс потребительских цен, оценивается около 13% г/г в III квартале 2025 г. Шоки предложения, которые часто называют немонетарными факторами инфляции, не приведут к повышению общего уровня цен в экономике на продолжительном временном горизонте, если экономические власти в ответ на эти шоки не увеличат объем денежного предложения. Если же денежное предложение растет быстрее производственного потенциала экономики и генерирует дополнительный спрос, то общий уровень цен будет повышаться. Высокие темпы расширения денежной массы в Беларуси подчеркивают неограничительный характер денежно-кредитных условий и проинфляционный характер квазібюджетных операций (покупка Нацбанком гособлигаций правительства).

4 Краткосрочный прогноз монетарных условий

Монетарные условия не будут ограничительными для экономической активности и инфляции в 2026 г., прежде всего со стороны процентных ставок (рис 1)

Ставка рефинансирования прогнозируется вблизи текущего уровня 9,75% в IV квартале 2025 г. – 2026 г. (рис 11.а). Планируемое властями дефицитное исполнение бюджета и вероятное сохранение квазифискальных операций будут поддерживать избыточную ликвидность в банковской системе. Подчиненное положение Нацбанка перед исполнительной властью воспрепятствует значимому повышению ставки по депозитам овернайт, которая используется в механизмах нерыночного кредитования. В таких условиях ставка МБК останется пониженной относительно ставки рефинансирования и ожидается вблизи 5–7% в среднем в 2026 г. При прогнозируемой инфляции 7–8% г/г ставка МБК сохранится отрицательной в реальном выражении – гораздо ниже своего нейтрального уровня.

Рис 11. Прогноз процентных ставок (на базе QPM)



Источник: расчеты на базе QPM.

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

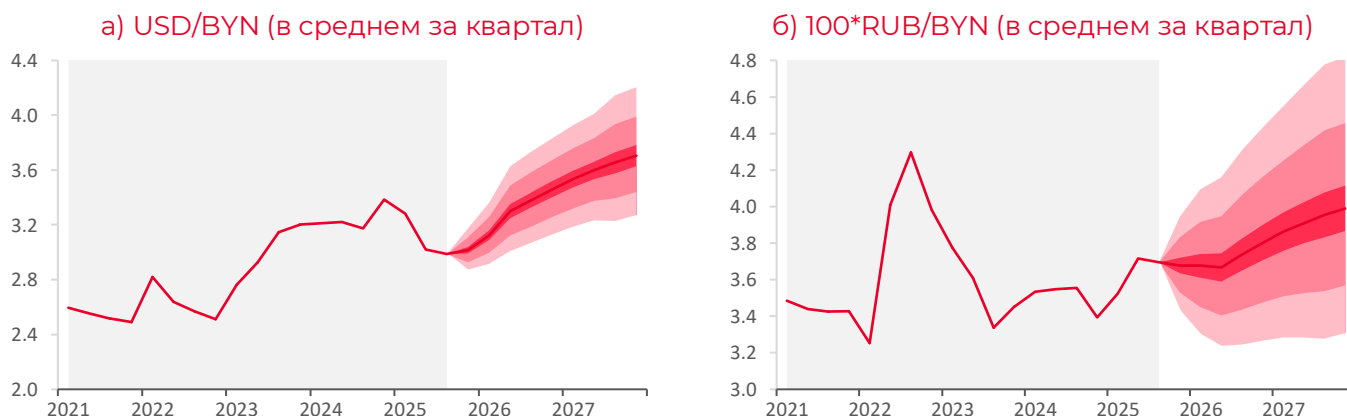
Средняя ставка по кредитам останется вблизи 12% в 2026 г. (рис 11.6), а по новым срочным депозитам – около 8%

В реальном выражении ставка по кредитам ожидается близкой к нейтральному уровню, в то время как по вкладам – ниже своей равновесной траектории. В итоге совокупное влияние процентных ставок на экономическую активность ожидается слабо стимулирующим в 2026 г. (рис 1). Вместе с тем влияние процентных ставок на динамику рыночного кредитования прогнозируется сдержанным. Кредитная активность будет ограничиваться директивными рестрикциями Нацбанка на рост розничного кредитного портфеля коммерческих банков, а также ослабшими перспективами и высокой неопределенностью динамики спроса в России и Беларуси. В результате рост внутреннего спроса замедлится в будущем году. Экономика будет постепенно возвращаться к сбалансированному состоянию после перегрева – прирост ВВП прогнозируется в диапазоне 0,5–1,5% в 2026 г.

Непредсказуемая монетарная политика остается существенным фактором неопределенности для макроэкономического прогноза будущего года

Волюнтаристский характер монетарной политики Нацбанка порождает риски значимых и неожиданных изменений ее курса. Нельзя исключать, что на фоне замедления инфляции Нацбанк вновь усилит денежно-кредитные стимулы для содействия росту ВВП в 2026 г. В таком случае инфляционное давление возрастет и повысятся шансы увеличения темпов роста цен сверх прогнозируемых в базовом сценарии 7–8% г/г. При этом высока вероятность, что при устойчивом отдалении инфляции от 7% г/г ценовой контроль может быть вновь ужесточен.

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.

Дефицит внешней торговли товарами и услугами ожидается вблизи 2% ВВП в 2026 г.

Экономическая политика властей не станет жесткой, так как целевой показатель прироста ВВП на 2026 г. в 2,8% превышает потенциал экономики, и с высокой вероятностью она останется толерантной к повышенной инфляции в районе 7–8%. Это будет поддерживать повышенный относительно производственного потенциала уровень внутреннего спроса, что формирует условия для сохранения высокого импорта. Тем не менее, масштаб избыточного спроса будет сокращаться в среде отсутствия фискального и монетарного пространства для его существенного стимулирования и под влиянием ослабших перспектив российской экономики. Последнее будет вести к сдержанной динамике экспорта белорусской продукции.

Ожидаемый в 2026 г. масштаб внешнеторгового дисбаланса не является критическим и может финансироваться без существенного давления на курс белорусского рубля

С учетом ожидаемой более высокой инфляции в Беларуси в сравнении с Россией белорусский рубль ослабнет на 4–8% за 2026 г. в терминах корзины иностранных валют. При движении курса USD/RUB к уровням 85–90 российских рублей за доллар курс USD/BYN составит 2,95–3,15 белорусского рубля за доллар к концу 2025 г. и 3,3–3,5 к концу 2026 г. (рис 12.а). Курс RUB/BYN в таком случае прогнозируется вблизи 3,55–3,70 белорусского рубля за 100 российских рублей к концу 2025 г. и 3,6–3,9 к концу 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.

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

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

ⁱⁱⁱ Номинальная средняя ставка по новым срочным рублевым депозитам снизилась с 9,9% в среднем за II квартал 2025 г. до 6,6% за III квартал 2025 г., в том числе по вкладам фирм – с 9,6 до 6,0%, по вкладам населения – с 12,6 до 12,4%.

^{iv} Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях снизилась с 12,2% в среднем за II квартал 2025 г. до 12,0% за III квартал 2025 г., в том числе по кредитам фирмам – с 12,3 до 12,1%, по кредитам населению – возросла с 11,1 до 11,2%.