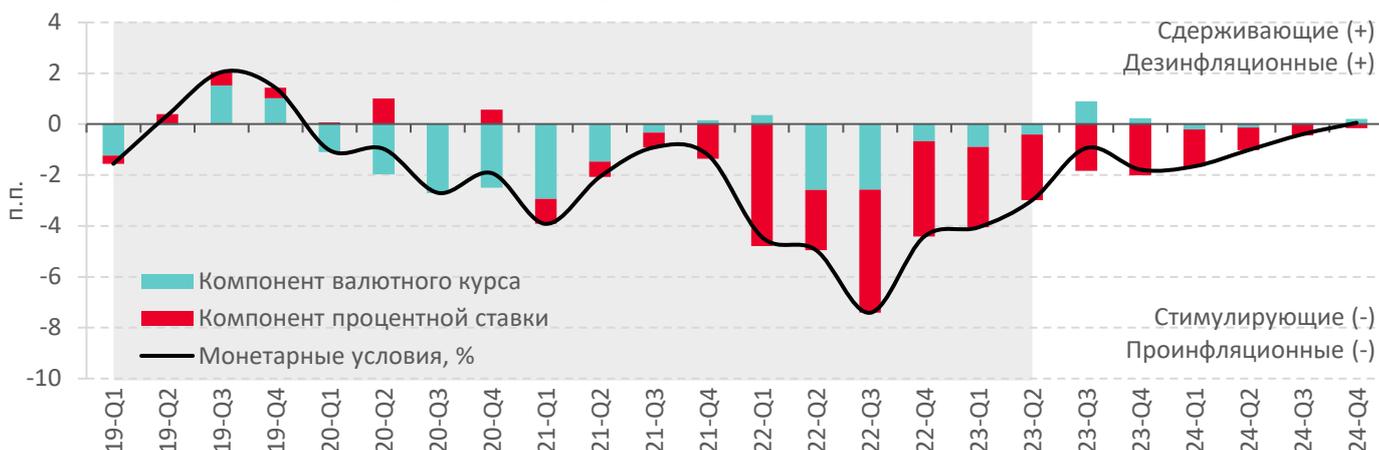


Мягкие монетарные условия становятся угрозой для ценовой и финансовой стабильности

Монетарные условия в II квартале 2023 г. оставались мягкими (рис 1). С одной стороны, недооцененность белорусского рубля нейтрализовалась, и в начале III квартала 2023 г. рубль был переоценен. Однако, с другой стороны, процентные ставки кредитно-депозитного рынка оставались гораздо ниже нейтральных уровней вследствие проведения Нацбанком экспансионистской денежно-кредитной политики. Монетарное стимулирование привело к формированию положительного разрыва выпуска в II квартале 2023 г. Проинфляционное давление внутреннего спроса усилилось, а его перенос в цены сдерживался тотальным ценовым контролем. Продолжительное сочетание ценового контроля и чрезмерно мягкой денежно-кредитной политики будет вести к накоплению инфляционного навеса. Это чревато большими издержками в форме ценового всплеска и резкого ужесточения монетарной политики в 2024 г.

Рис 1. Характер монетарных условий белорусской экономики



Источник: расчеты BEROC на базе квартальной модели прогнозирования (QPM) BEROC 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. Подробнее см. в WP BEROC no. 82 «Квартальная модель прогнозирования для Беларуси: методологические аспекты и практическое применение».

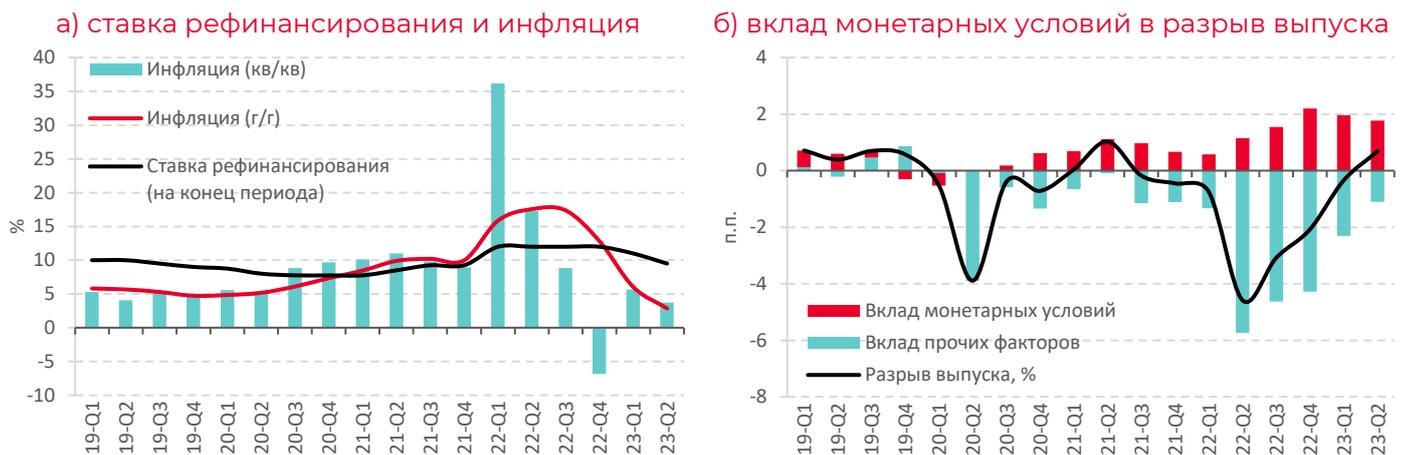
Ни BEROC, ни лица, его представляющие, не могут быть ответственными за использование информации, содержащейся в данном бюллетене. Несмотря на всю тщательность подготовки материала, ни BEROC, ни лица, его представляющие, не дают каких-либо гарантий и не принимают на себя какой-либо ответственности и обязательств в отношении точности, полноты и надежности информации, содержащейся в настоящем материале. BEROC не несет ответственности за потери и/или убытки любого рода, связанные с использованием информации, представленной в бюллетене.

1 Денежно-кредитная политика: меры, направленность, характер

Нацбанк поддерживал мягкую денежно-кредитную политику в II квартале 2023 г.

Нацбанк в II квартале трижды понижал ставку рефинансирования – один раз на 0,5 п.п. в апреле и дважды на 0,25 п.п., – доведя ее уровень до 9,5% к началу августа (рис 2.а). Рыночные инструменты регулирования ликвидности банковской системы Нацбанком не применялись. При этом Нацбанк активно эмитировал белорусские рубли через нестерилизуемые покупки иностранной валюты на внутреннем рынке. В таких условиях банковская система оставалась в состоянии существенного объема избыточной и не изымаемой Нацбанком ликвидности (рис 3.б).

Рис 2. Динамика показателей монетарной политики



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

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

Действия Нацбанка выглядят последовательными на фоне смещения им приоритета с ценовой стабильности на поддержку экономической активности, однако сохранение мягкой денежно-кредитной политики становится все более рискованным

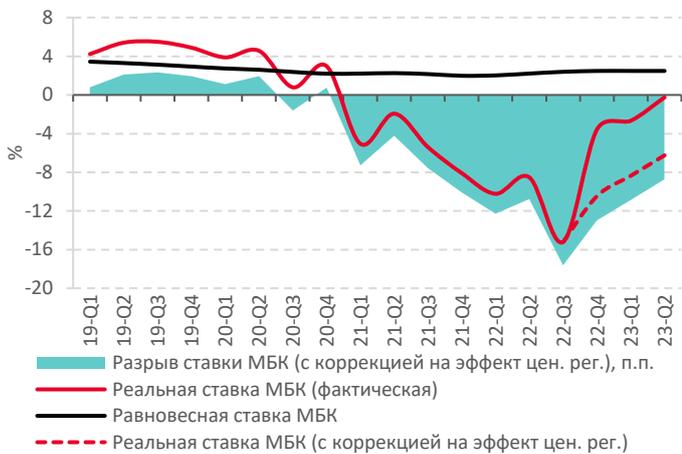
Монетарные условия стали одним из ключевых драйвером роста ВВП, который сопровождался формированием положительного разрыва выпуска (рис 2.б). Положительный разрыв выпуска сигнализирует о переходе экономики в фазу перегрева, масштаб которого пока является небольшим. Вместе с тем сохранение чрезмерно мягкой денежно-кредитной политики может привести к поддержанию или даже к увеличению положительного разрыва выпуска. Это будет усиливать проинфляционное давление, трансформация которого в ускоренный рост цен пока сдерживается тотальным ценовым контролем со стороны правительства. Также следует отметить, что Нацбанк самостоятельно вносит неопределенность и подрывает доверие к своей политике, например, посредством значительного уменьшения масштаба коммуникаций и публикуемых данных. Сюда же можно отнести повышение в конце прошлого года цели по инфляции на 2023 г. до 7–8%, которое было слабо обосновано, а явных инфляционных ориентиров для экономических агентов на среднесрочный период Нацбанк не предоставил.

Ставка однодневного межбанковского рынка в рублях (МБК) в среде не изымаемого избытка ликвидности оставалась экстремально низкой – вблизи 1% в апреле – июле

Уровень ставки МБК в реальном выражении оставался отрицательным – существенно ниже равновесного значения, оцененного на базе QPM (рис 3.а). Таким образом, процентная политика Нацбанка в II квартале сохраняла экстремально мягкий характер. Процентная политика становится про-циклической и повышает инфляционные риски.

Рис 3. Характер процентной политики Национального банка

а) реальная и равновесная ставка МБКⁱ
(в среднем за квартал)



б) ликвидность банковской системы
(в среднем за месяц)



Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC.

Примечание: здесь и далее реальные ставки рассчитываются путем корректировки номинальных ставок на ожидаемую годовую инфляцию в предстоящем квартале, рассчитанную в рамках QPM.

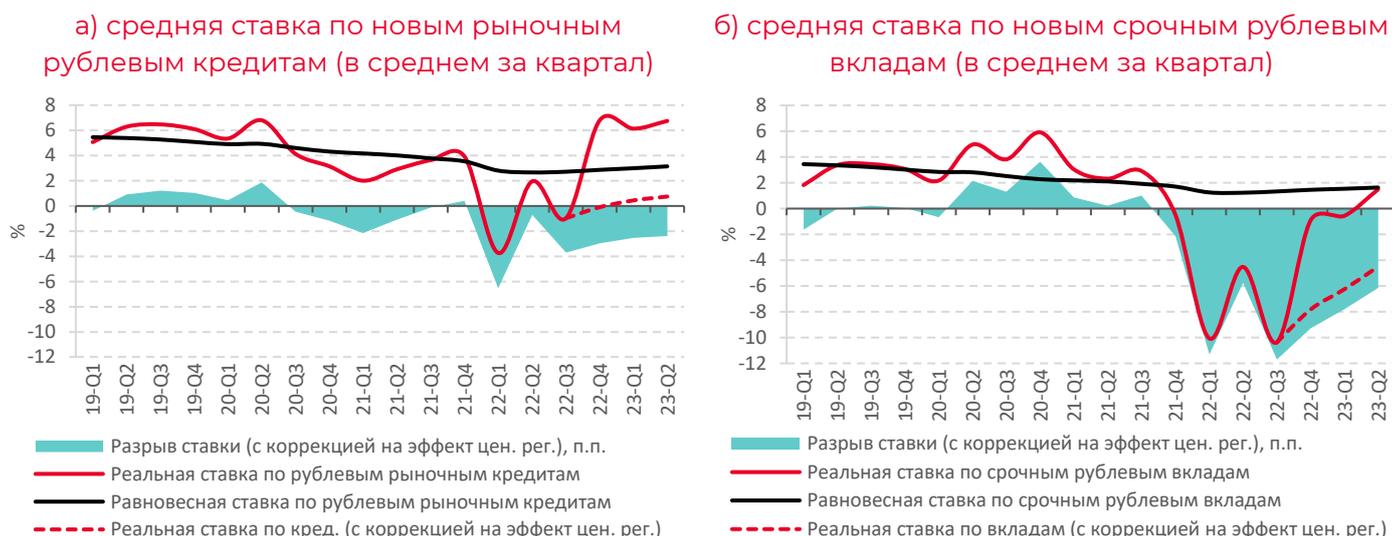
Процентные ставки по депозитам в белорусских рублях оставались существенно ниже равновесных (нейтральных) значений в среде масштабного профицита ликвидности в банковской системе

Процентные ставки по новым срочным рублевым вкладам в среднем повысились на 0,4 п.п. в II квартале 2023 г., но оставались вблизи исторически минимальных значений.ⁱⁱ Реальная средняя ставка по срочным рублевым вкладам в II квартале 2023 г. сохранялась ниже равновесного уровня, оцененного с помощью QPM (рис 4.б). Таким образом, ставки по вкладам не способствовали формированию дополнительных стимулов к сбережениям в национальной валюте.

Мягкая денежно-кредитная политика Нацбанка продолжила транслироваться в ставки по рублевым рыночным кредитам банков, которые вновь переписали минимальные значения

Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам в рублях понизилась на 1 п.п. в II квартале 2023 г. и в июне достигла нового исторического минимума – 8,5%.ⁱⁱⁱ В реальном выражении размер средней ставки по рублевым кредитам в II квартале 2023 г. оценивается ниже своего равновесного уровня, оцененного с помощью QPM (рис 4.а). Это означает, что со стороны ставок по кредитам наблюдалось стимулирующее воздействие на кредитную и в целом на экономическую активность в стране.

Рис 4. Характер реальных процентных ставок по рублевым кредитам и срочным депозитам банков



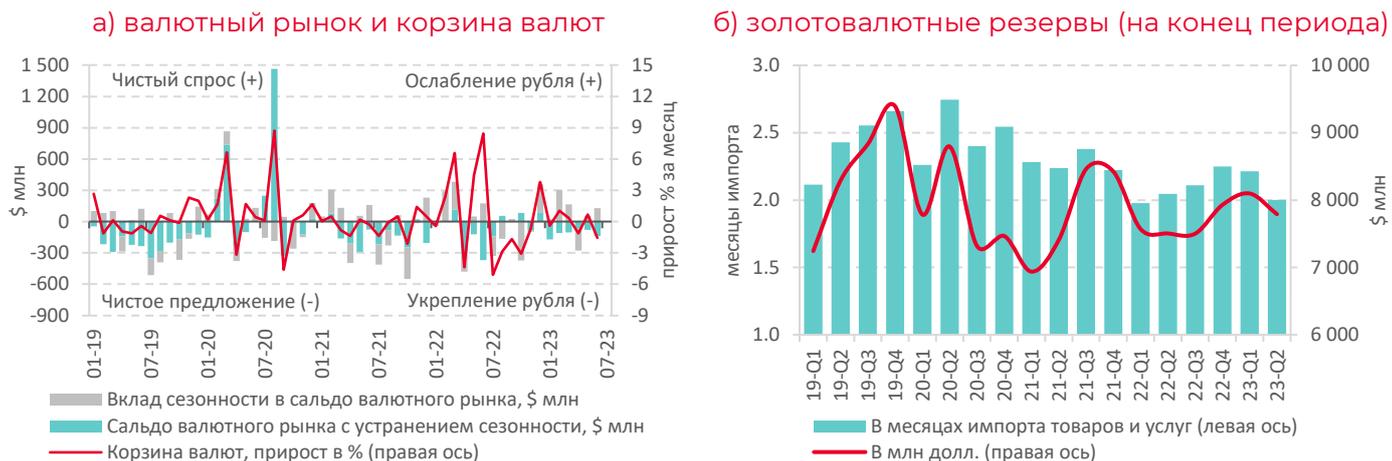
Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC.

Примечание: реальные процентные ставки на рисунках 4.а и 4.б рассчитаны на основе средних номинальных процентных ставок между организациями и населением (по данным Нацбанка) и ожидаемой годовой инфляцией в следующем квартале (на базе QPM).

2 Курсовая политика: меры, направленность, характер

Белорусский рубль в среднем укрепился в II квартале 2023 г. благодаря сохранению чистого предложения иностранной валюты на внутреннем рынке

Рис 5. Динамика корзины иностранных валют и золотовалютных резервов



Источник: расчеты BEROC 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). Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры Х13 в JDemetra+. С выходом новых данных динамика уточняется.

В среднем за II квартал 2023 г. стоимость корзины 3-х иностранных валют (российский рубль, доллар и юань) снизилась на 0,4% к I кварталу 2023 г. В терминах номинального эффективного курса белорусский рубль укрепился на 1,7% за этот период (рис 6.б). Укрепление рубля стало результатом формирования чистого предложения валюты на внутреннем рынке после сезонного чистого спроса в I квартале 2023 г. При этом снижение чистого предложения в мае-июне объясняется действием сезонного фактора (рис 5.а).

Колебания курсов к отдельным иностранным валютам преимущественно определялись динамикой их кросс-курсов на внешних рынках: в среднем за II квартал 2023 г. белорусский рубль ослаб на 6,5% к доллару, на 8% к евро и на 4% к юаню при укреплении на 4,3% к российскому рублю. Нацбанк сглаживал волатильность национальной валюты посредством валютных интервенций: покупка валюты с его стороны (вместе с Минфином) в II квартале 2023 г. составила \$307 млн.

Белорусский рубль мог уйти в область переоцененности к началу III квартала 2023 г.

В среднем в II квартале 2023 г. реальный эффективный курс белорусского рубля находился вблизи своего равновесного уровня, оцененного на базе QPM (рис 6.а). Однако, сильное укрепление белорусской валюты к российской в конце II квартала не успело в полной мере отразиться в среднеквартальном значении курса $100 \cdot \text{RUB}/\text{BYN}$. Результаты применения QPM показывают, что при нахождении курсов USD/BYN и $100 \cdot \text{RUB}/\text{BYN}$ в среднем по III кварталу 2023 г. на уровнях вблизи июльских значений белорусский рубль в терминах реального эффективного курса будет несколько переоцененным (рис 6.а). Переоцененность национальной валюты означает потерю белорусскими производителями конкурентных преимуществ за счет курсового фактора, что может оказывать сдерживающее влияние на чистый экспорт.

Рис 6. Эффективные курсы рубля и отклонение РЭК от равновесного уровня (на базе QPM)



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

Примечание: НЭК и РЭК – соответственно номинальный и реальный эффективный курс белорусского рубля.

Золотовалютные резервы (ЗВР) сократились в II квартале 2023 г.

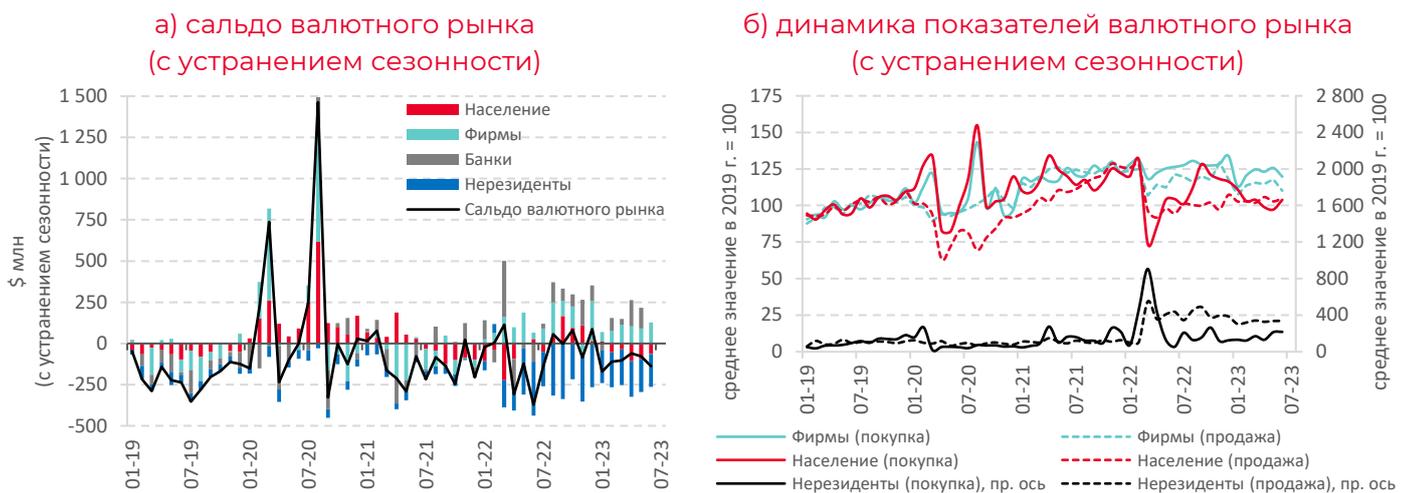
ЗВР снизились на \$307 млн за II квартал 2023 г. (рис 5.б). Снижение ЗВР в таком размере выглядит нетипично на фоне покупки Нацбанком (с Минфином) иностранной валюты в объеме эквивалентном \$307 млн и не может полностью объясняться колебаниями цены золота. Валютные обязательства Нацбанка перед органами госуправления за II квартал выросли на \$102,7 млн, следовательно, операции по долгам правительства не оказывали давления на ЗВР. Возможно, снижение ЗВР связано с наращиванием депозитов Нацбанка в белорусских банках в иностранной валюте более чем на \$180 млн за II квартал 2023 г. (на чистой основе – за вычетом изменения депозитов банков в Нацбанке). Нельзя исключать, что Нацбанк размещает часть валюты в белорусских банках (а не в зарубежных), чтобы сгладить потенциальное влияние сокращения ЗВР на инфляционные и девальвационные ожидания населения и бизнеса при возникновении кризисных явлений: использование валюты с таких депозитов для борьбы со спекулятивными атаками на валютный курс приведет к меньшему падению резервов, так как эти средства в них не учитывались.

С устранением влияния фактора сезонности на валютном рынке в II квартале 2023 г. сохранилось чистое предложение иностранной валюты

Ситуация на валютном рынке в II квартале не претерпела существенных изменений. Основным донором валюты оставались нерезиденты (рис 7.а), что может отражать действие схем оплаты импорта в Россию через Беларусь. Чистыми продавцами валюты (с устранением сезонного фактора) в II квартале 2023 г. были и физические лица. Объемы покупки валюты населением сохранялись пониженными и в апреле – июне находились вблизи показателей 2019 г. (рис 7.б), несмотря на наблюдавшееся повышение заработных плат и доходов. Возможно, на спрос на валюту со стороны населения сдерживающее воздействие оказывает усложнение зарубежного туризма и банковских операций с активами в долларах и евро. Объем продажи валюты населением в II квартале 2023 г. также оставался низким и находился вблизи показателей 2019 г. (рис 7.б). Вероятно, низкие ставки по вкладам в белорусских рублях и недостаточное доверие к национальной валюте не формируют дополнительных стимулов к трансформации сбережений в иностранной валюте в сбережения в белорусских рублях.

Устойчивый чистый спрос на иностранную валюту в II квартале 2023 г. сохранялся со стороны предприятий (рис 7.а). Основным фактором его поддержки оставалось изменение валюты обязательств фирм по банковским кредитам, сопровождавшееся покупками валюты для погашения валютной задолженности. Кроме того, профицит внешней торговли товарами и услугами (с устранением сезонности) в II квартале 2023 г. мог существенно сократиться или даже стать отрицательным (с устранением сезонности) на фоне угасания импульса к росту физических объемов экспортных поставок товаров, стагнации IT-сектора и ухудшения ценовых условий торговли.

Рис 7. Состояние внутреннего валютного рынка



Источник: расчеты BEROC 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.

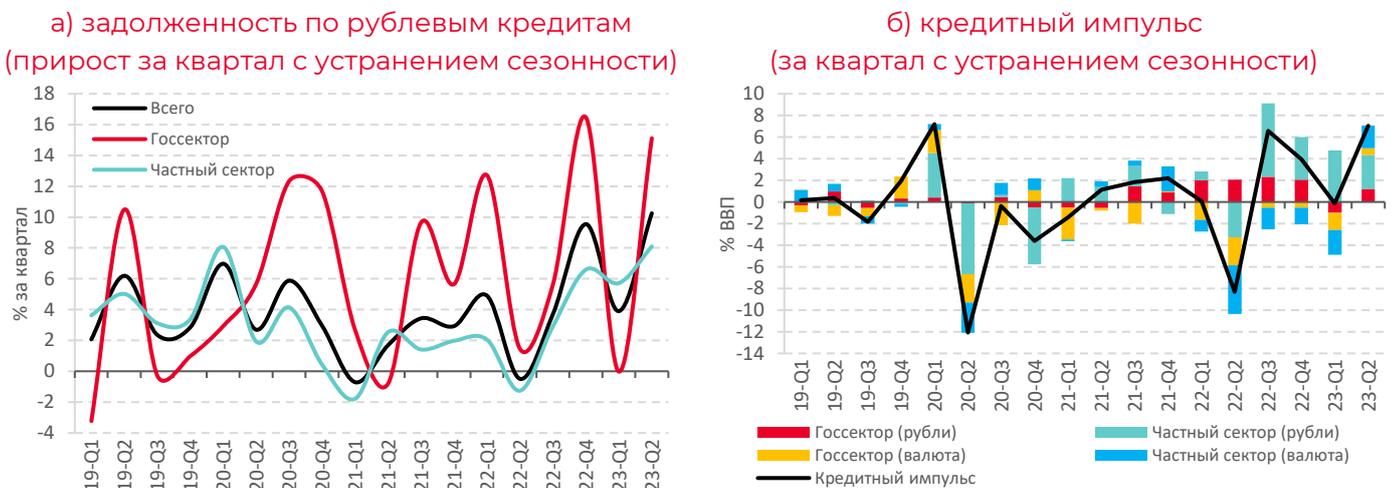
3 Влияние монетарных условий на кредитно-депозитный рынок

Кредитование в II квартале 2023 г. продолжило быстро расширяться в среде мягких монетарных условий

Низкие процентные ставки и, вероятно, повышение доступности кредитных ресурсов в целом на фоне адаптации экономики к санкционной среде поддерживали высокую кредитную активность в частном секторе. Так, выдачи рублевых кредитов заметно выросли в II квартале 2023 г. как в сегменте частного бизнеса, так и населения. Это отразилось в увеличении кредитного импульса, масштаб которого был значительным в сравнении с показателями последних лет (рис 8.б). Рублевая задолженность частного сектора по банковским кредитам существенно увеличилась в II квартале 2023 г. на фоне высокого кредитного импульса (рис 8.а). При этом частично рост задолженности в белорусских рублях объяснялся изменением валюты обязательств по кредитам из-за осложнения работы с долларами и евро как для фирм, так и для банков.

В сегменте госпредприятий кредитная активность резко возросла в II квартале 2023 г. (рис 8). Сегмент госпредприятий характеризуется в целом высокой волатильностью кредитной задолженности, что может отражать влияние на нее нерыночных инструментов.

Рис 8. Динамика кредитов и кредитного импульса



Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси.

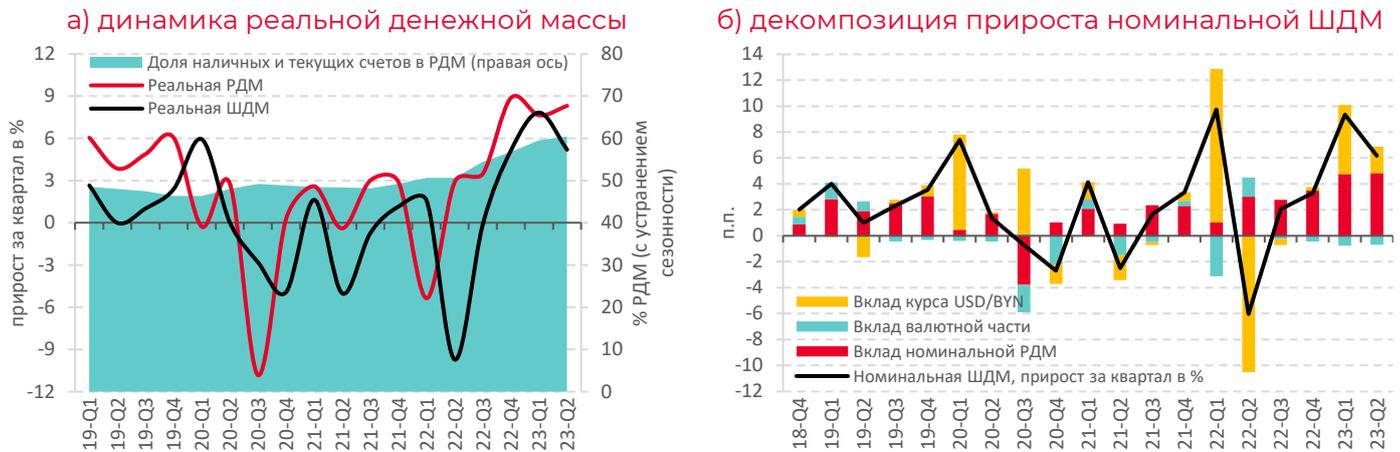
Примечание: кредитный импульс рассчитан следующим образом: $ci_t = 100 * \left(\frac{cr_t}{ngdp_t} - \frac{cr_{t-1}}{ngdp_{t-1}} \right)$, где ci_t – кредитный импульс в период t , cr_t – сезонно сглаженный объем вновь выданных кредитов в период t , $ngdp_t$ – сезонно сглаженный объем номинального ВВП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

Денежная масса в II квартале 2023 г. продолжала расти ускоренными темпами, а ее объем превышал инфляционно-нейтральный уровень

Широкая денежная масса (далее – ШДМ) увеличилась на ≈6,2% в июне 2023 г. к марту 2023 г. в номинальном выражении или на ≈5,2% в реальном (все показатели с устранением сезонности). В условиях высокой кредитной активности рост ШДМ преимущественно обеспечен увеличением объемов средств в рублях (рис 9.б): рублевая денежная масса (далее – РДМ) за II квартал 2023 г. прибавила ≈9,3% в номинальном выражении или ≈8,3% в реальном (рис 9.а). Вклад РДМ в квартальный рост ШДМ сохранился на уровне предыдущего квартала, и это максимальное значение, как минимум, с 2017 г.

Реальная денежная масса последние кварталы растет темпами, заметно превышающими инфляционно-нейтральные (которые соответствуют изменению потенциального ВВП и равновесной скорости обращения денег). Следствием этого может стать накопление инфляционного навеса, сформированного под влиянием чрезмерно мягкой денежно-кредитной политики, противоречащей заявленному Нацбанком режиму монетарного таргетирования.

Рис 9. Динамика средней денежной массы (с устранением сезонности)



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

Примечание: ШДМ – широкая денежная масса. РДМ – рублевая денежная масса. Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры X13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей уточняется. Реальный прирост денежной массы рассчитан путем дефлирования номинального прироста (последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала) на изменение индекса потребительских цен за квартал (с устранением сезонности).

Бурное наращивание наличных и текущих счетов – основная составляющая сильного роста рублевой денежной массы

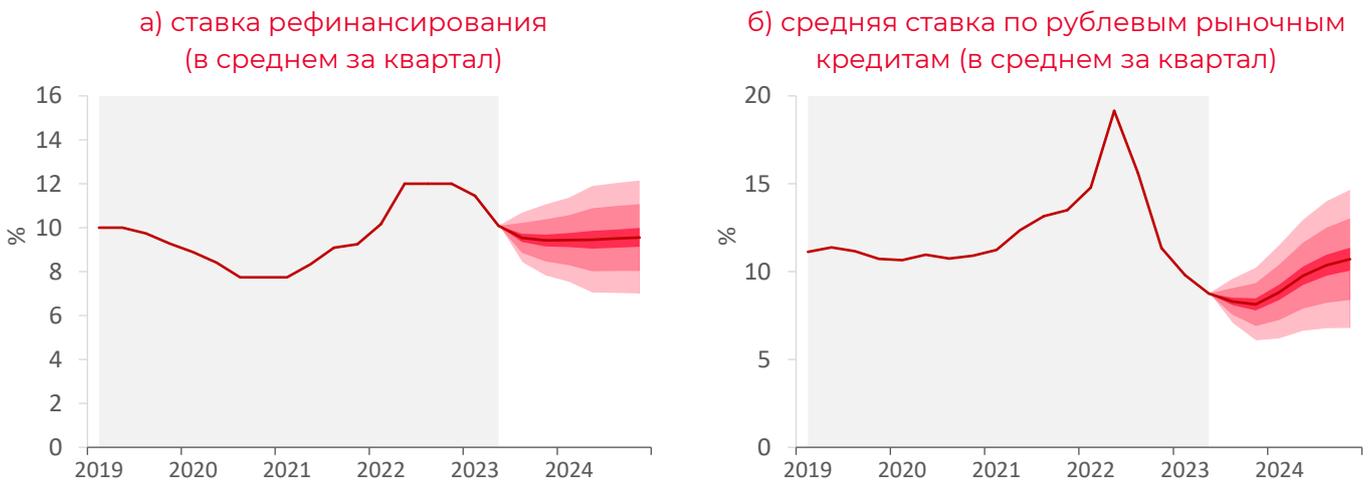
Наличные деньги и средства на текущих счетах увеличились за II квартал 2023 г. на ≈11% в номинальном выражении или на ≈10% в реальном. В результате (с устранением сезонности) доля наличных и текущих счетов в РДМ в июне достигла максимального значения с января 2003 г. – более 60% (рис 9.а). Существенное повышение удельного веса наличных и средств на текущих счетах в РДМ сигнализирует о том, что размер процентных ставок по рублевым активам был низким относительно их нейтральных уровней. В сочетании с недостаточным доверием к Нацбанку такое положение дел не формирует дополнительных стимулов к активному наращиванию долгосрочных организованных сбережений в национальной валюте. Преобладание «горячих» денег в рублевой денежной массе делает ее менее устойчивой перед шоками, что может усиливать инфляционные и девальвационные последствия кризисных явлений.

4 Краткосрочный прогноз монетарных условий

Сохранение мягких монетарных условий во второй половине текущего года выглядит опасным, однако признаков ужесточения политики Нацбанка пока не наблюдается

Поддержание мягкой монетарной политики в среде растущего инфляционного давления со стороны внутреннего спроса и рынка труда, вероятно, будет связано с сохраняющимся давлением правительства на Нацбанк в попытках обеспечить выполнение высоких плановых показателей роста ВВП и инвестиций в 2023 г. Кроме того, в среде тотального ценового контроля годовая инфляция может снизиться к 2% или даже несколько ниже в сентябре и начнет быстро ускоряться только с октября.^{iv} Фактическая динамика инфляции может стать формальным аргументом для Нацбанка для поддержания мягкой денежно-кредитной политики и ставки рефинансирования около 9–9,5% в 2023 г. (рис 10.а). Вероятно, что на сильное снижение (или даже просто на снижение) ставки Нацбанк не пойдет из-за угрозы значимого ускорения инфляции в 2024 г.

Рис 10. Прогноз процентных ставок (на базе QPM)



Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC.

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

Процентные ставки кредитно-депозитного рынка останутся низкими в 2023 году

В базовом сценарии предполагается, что Нацбанк начнет постепенно возвращаться к активному регулированию ликвидности банков только ближе к концу 2023 г. – в начале 2024 г. Это будет означать сохранение ставки МБК на низких уровнях (при условии отсутствия сильных шоков) и процентных ставок по кредитам и вкладам в рублях вблизи своих исторически минимальных значений в текущем году (рис 10.б). В 2024 г. возможно постепенное сужение стимулирующего эффекта процентных ставок и постепенный переход Нацбанка к нейтральной денежно-кредитной политике при интенсификации инфляционных рисков (рис 1). Это предполагает повышение ставки МБК в диапазон 9–11% в течение 2024 г. и увеличение ставок по вкладам и кредитам (рис 10.б).

Продолжительное применение тотального ценового контроля в сочетании с мягкой денежно-кредитной политикой будет вести к наращиванию дисбалансов в экономике

В условиях перегретых внутреннего спроса и рынка труда затягивание выхода из жесткого госрегулирования будет ассоциироваться со все большими потенциальными издержками в виде инфляционного всплеска и резкого ужесточения монетарной политики в будущем.

Описанный выше базовый сценарий предполагает, что постепенное ужесточение монетарной политики с конца 2023 – начала 2024 г. с выходом к нейтральному состоянию в течение 2024 г. позволит ограничить прирост потребительских цен 7–10% по итогам 2024 г. Если же цель Нацбанка по инфляции на 2024 г. (которая не объявлена) находится вблизи 5–6%, то к ужесточению монетарной политики следует переходить уже в III квартале 2023 г. Это связано с тем, что между принятием решений в области монетарной политики и эффектами этих решений на экономическую активность и инфляцию проходит от нескольких кварталов до года. Затягивание с принятием решений будет повышать масштаб требуемой резкой корректировки в 2024 г.

Ухудшение состояния внешней торговли и низкие процентные ставки по рублевым активам формируют условия для ослабления белорусского рубля

Чистый экспорт имеет предпосылки к ухудшению во второй половине года. С одной стороны, стимулирование внутреннего спроса ведет к высокому спросу на импорт. С другой стороны, ценовые условия внешней торговли ухудшились из-за снижения мировых цен на сырьевые товары, экспортируемые Беларусью, а экспортеры теряют поддержку из-за переоцененности белорусского рубля к российскому, высокой конкуренции на российском рынке и в целом ожидаемого замедления роста российской экономики. В результате белорусский рубль может несколько ослабнуть к концу текущего года (рис 11). При прогнозируемой динамике курса переоцененность белорусского рубля уменьшится к концу года (рис 1).

Девальвационные риски для курсовой динамики сохраняются из-за неопределенности новых проявлений санкционных ограничений, а также вероятности более масштабного, чем предполагается в базовом сценарии, стимулирования внутреннего спроса в Беларуси. Кроме того, на динамику курсов белорусского рубля к отдельным валютам существенное влияние будет оказывать динамика курса российского рубля к доллару, где нельзя исключать повышенной волатильности. В свою очередь, при сохранении настроенных логистических цепочек и высокого спроса на российском рынке, белорусский рубль может сложиться более крепким в текущем году, чем предполагает базовый сценарий.

Рис 11. Прогноз курсов белорусского рубля (на базе QPM)



Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC.

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

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](#). QPM, использованная при подготовке настоящего материала, разработана экспертами BEROС. См.: [«Квартальная модель прогнозирования для Беларуси: методологические аспекты и практическое применение»](#).

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 Для корректного оценивания отклонения реальных процентных ставок от своих равновесных (нейтральных) уровней в QPM были внесены экспертные суждения в IV квартале 2022 г., I и II 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 Номинальная средняя ставка по новым срочным рублевым депозитам повысилась с 3,1% в среднем за I квартал 2023 г. до 3,5% за II квартал 2023 г., в том числе по вкладам фирм – с 1,9 до 2,5%, по вкладам населения – снизилась с 8,8 до 8,4%.

ⁱⁱⁱ Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях снизилась с 9,8% в среднем за I квартал 2023 г. до 8,8% за II квартал 2023 г., в том числе по кредитам фирмам – с 9,6 до 8,5%, по кредитам населению – с 11,4 до 10,6%.

^{iv} Подробнее см.: [Обзор инфляции: II квартал 2023 г.](#) (BEROC, 2023).