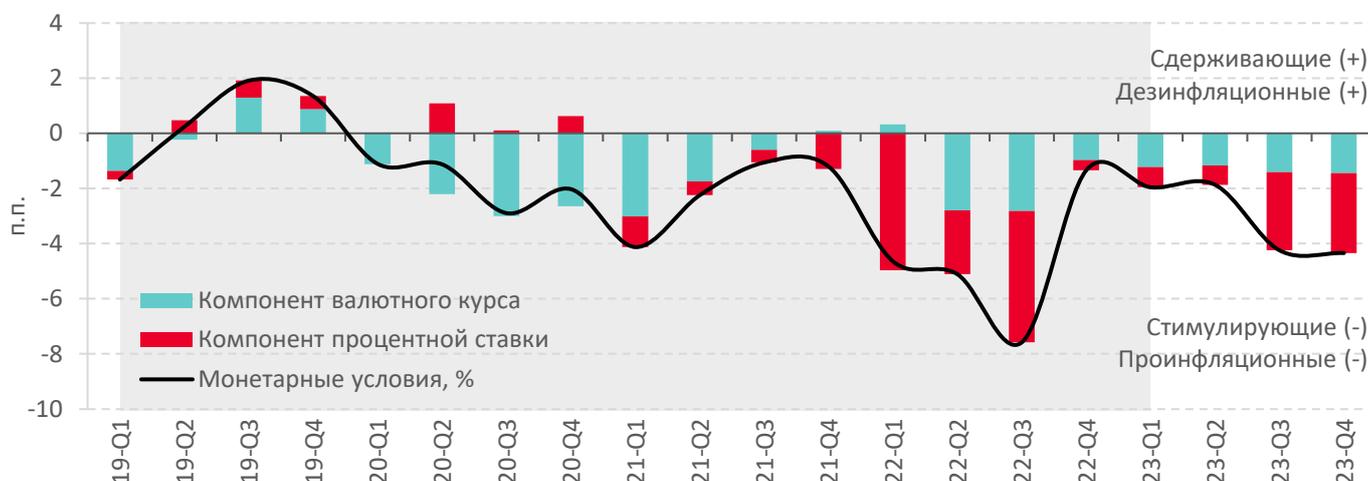


Мягкие монетарные условия усиливают инфляционные риски

Монетарные условия в I квартале 2023 г. оставались стимулирующими экономическую активность и проинфляционными (рис 1). Процентные ставки по рублевым кредитам и вкладам вновь переписали исторические минимумы в условиях реализации Нацбанком экстремально мягкой денежно-кредитной политики. Следствием экспансионистской монетарной политики стал быстрый рост денежной массы, сопряженный с «опасным» изменением ее структуры: наличные деньги и средства на текущих счетах достигли рекордной за 20 лет доли в рублевой денежной массе. Белорусский рубль в I квартале 2023 г. оставался недооцененным, однако поддержка белорусских производителей со стороны курса ослабла в сравнении с прошлым годом. При отсутствии значимых шоков монетарные условия останутся мягкими в оставшейся части 2023 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 экономическую активность и проинфляционный характер. Мы используем один из возможных способов оценки монетарных условий, результаты которого критическим образом зависят от выбранного нами типа макроэкономической модели (QPM), ее структуры и калибровки параметров. Мы осознаем ограничения применяемого нами 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.

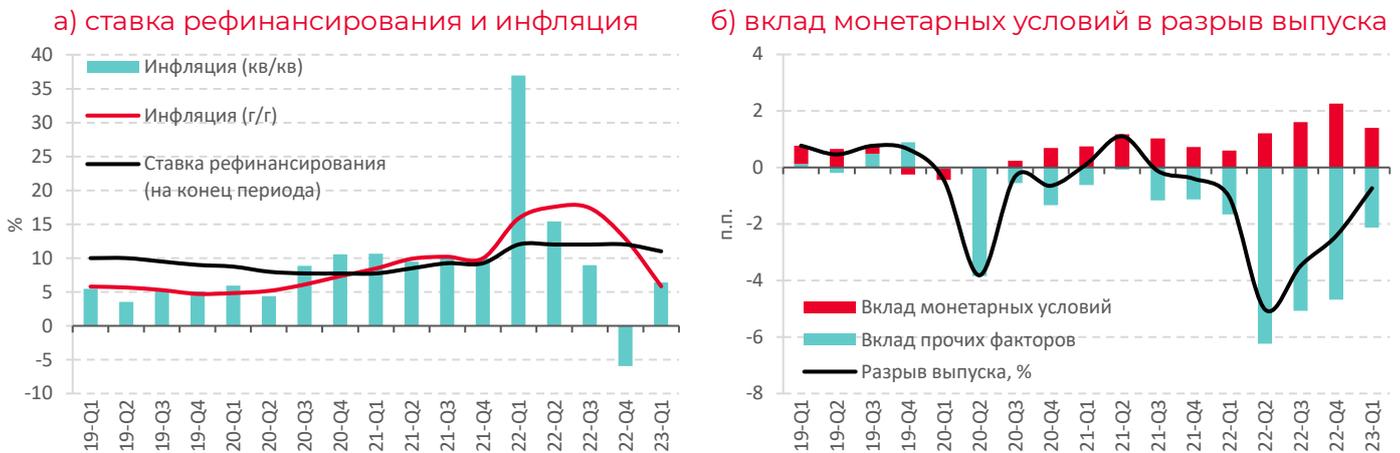
1 Денежно-кредитная политика: меры, направленность, характер

Монетарная политика в I квартале 2023 г. сохраняла направленность на поддержку экономической активности без оглядки на инфляционные риски

Нацбанк с начала текущего года четырежды снижал ставку рефинансирования на 0,5 п.п., доведя ее уровень до 10% по состоянию на начало мая 2023 г. (рис 2.а). Сохранился подход Нацбанка к регулированию ликвидности – аукционные и постоянно доступные операции были под запретом и не осуществлялись. В результате банковская система продолжала функционировать в условиях существенного объема избыточной и не изымаемой Нацбанком ликвидности (рис 3.б).

Действия Нацбанка выглядят последовательно в рамках выбранной им стратегии поведения: максимальное задействование монетарных стимулов для раскручивания внутреннего спроса (рис 2.б) при высокой толерантности к инфляционным последствиям такой политики. Вместе с тем чрезмерная мягкость монетарной политики повышает уязвимость белорусской экономики для макроэкономических шоков.

Рис 2. Динамика показателей монетарной политики



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

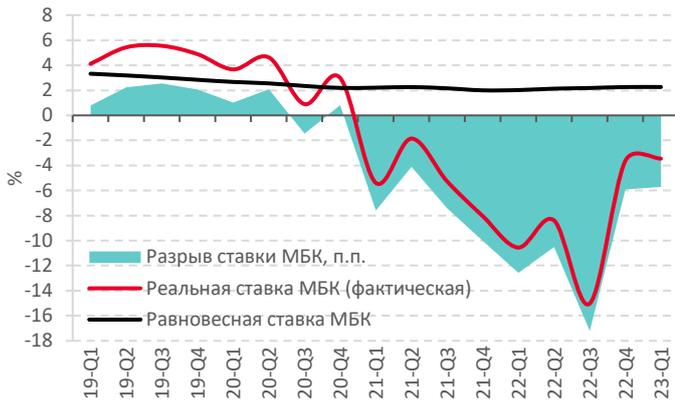
Примечание: здесь и далее г/г – темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу соответствующего квартала предыдущего года; кв/кв – аннуализированный темп прироста последний месяц квартала к последнему месяцу предыдущего квартала с устранением сезонности. Сезонное сглаживание осуществлено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

Решение проблемы избыточной ликвидности без вмешательства Нацбанка затруднительно в краткосрочной перспективе

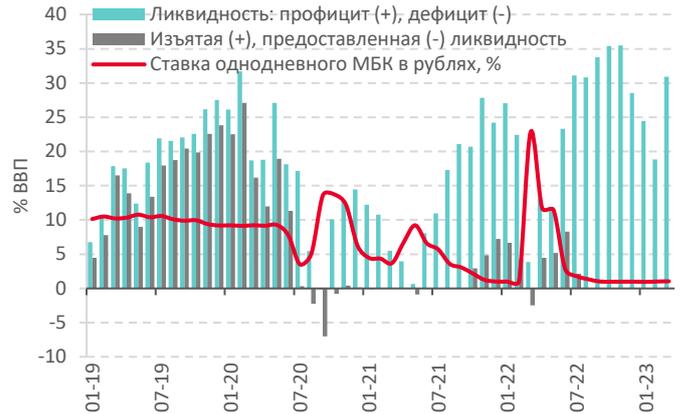
В условиях масштабного объема избыточной и не изымаемой Нацбанком ликвидности процентная ставка рублевого межбанковского рынка (далее – ставка МБК) за I квартал 2023 г. составила 0,99%, оставшись вблизи исторического минимума предыдущего квартала (рис 3.б). Уровень ставки МБК в реальном выражении сохранился глубоко отрицательным – существенно ниже равновесного значения, оцененного на базе QPM (рис 3.а). Это указывает на экстремальную мягкость процентной политики Нацбанка. Мягкая политика выглядит логичным выбором в среде трансформации белорусской экономики из-за изменившихся условий функционирования. Однако экстремальная мягкость процентной политики Нацбанка подвергает экономику повышенным рискам высокой инфляции и сильной волатильности при воздействии новых серьезных шоков.

Рис 3. Характер процентной политики Национального банка

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



б) ликвидность банковской системы
(в среднем за месяц)



Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC для Беларуси.

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 – ниже нейтрального уровня

Процентные ставки по новым срочным рублевым вкладам в среднем снизились на 0,5 п.п. в I квартале 2023 г., достигнув нового исторического минимума.¹ Доходность рублевых вкладов оставалась низкой в условиях большого объема «лишних» денег в банковской системе: у банков по-прежнему отсутствуют стимулы предлагать высокую доходность для привлечения денежных ресурсов. Реальная средняя ставка по срочным рублевым вкладам в I квартале 2023 г. сохранялась отрицательной – ниже равновесного уровня, оцененного с помощью QPM (рис 4.б). Это сигнализирует о том, что уровень процентных ставок не стимулирует сберегательные процессы в белорусских рублях.

На предельно низком уровне менее 2% в I квартале 2023 г. оставались ставки по вкладам организаций. В отличие от населения фирмы вынуждены размещать денежные ресурсы в банках, а необходимость поддержания оборотных средств и усложнение вывода капитала за границу могут снижать чувствительность их поведения к изменению процентных ставок и курсов валют в сравнении с физическими лицами. Тем не менее, средние ставки по срочным рублевым вкладам населения также снизились на фоне избытка ликвидности.

Доступность кредитных ресурсов повысилась

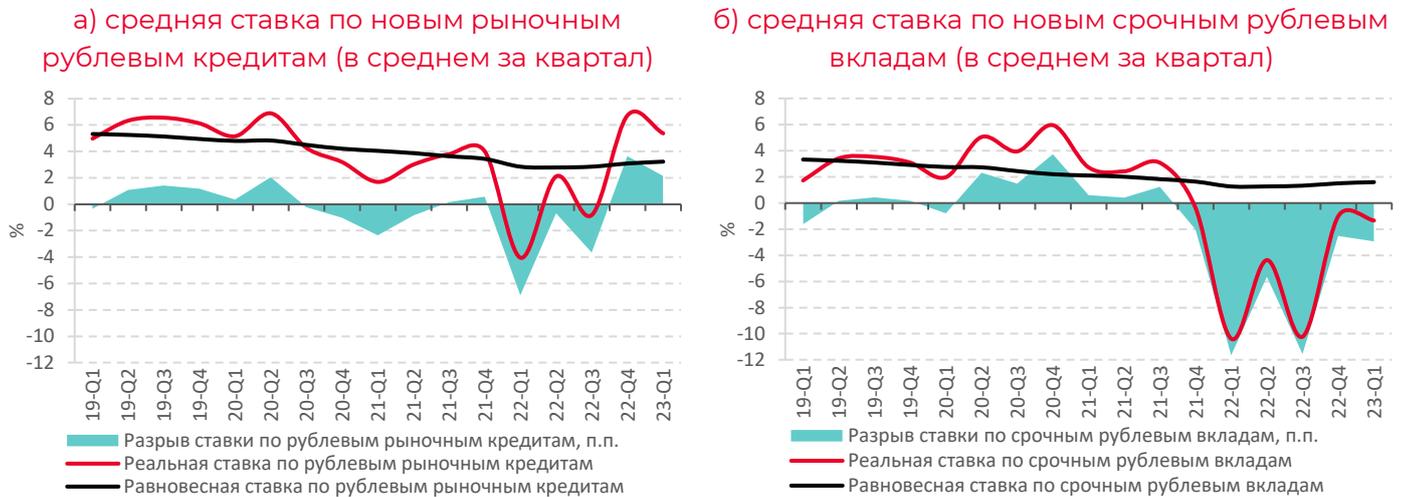
Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам в рублях понизилась на 1,5 п.п. в I квартале 2023 г. и в марте вновь переписала минимальное значение за весь период наблюдений – 9,4%.² Большой объем избыточной ликвидности подталкивает банки к понижению стоимости кредитных ресурсов, но может также мотивировать их к смягчению неценовых условий кредитования (например, требований к обеспечению и финансовому положению заемщиков, расширению спектра кредитных продуктов, удлинению сроков кредита и др.).

¹ Номинальная средняя ставка по новым срочным рублевым депозитам снизилась с 3,6% в среднем за IV квартал 2022 г. до 3,1% за I квартал 2023 г., в том числе населению – с 9,9 до 8,8%, организациям – осталась 1,9%.

² Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях снизилась с 11,3% в среднем за IV квартал 2022 г. до 9,8% за I квартал 2023 г., в том числе населению – с 12,2 до 11,4%, организациям – с 11,2 до 9,6%.

Несмотря на исторически минимальный уровень номинальной средней ставки по кредитам, оценки на базе QPM показывают, что реальная ставка в среднем превышала нейтральный уровень в I квартале 2023 г. (рис 4.а). На оценке реальной ставки продолжило сказываться административное снижение цен в IV квартале 2022 г., приведшее к сильному снижению рациональных инфляционных ожиданий, используемых при расчете реальных ставок в модели. Вполне вероятно, что в среде преобладания инфляционных рисков на среднесрочном горизонте и исторически низких номинальных ставок, ценовые условия рублевого кредитования были стимулирующими внутренний спрос в I квартале 2023 г.

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



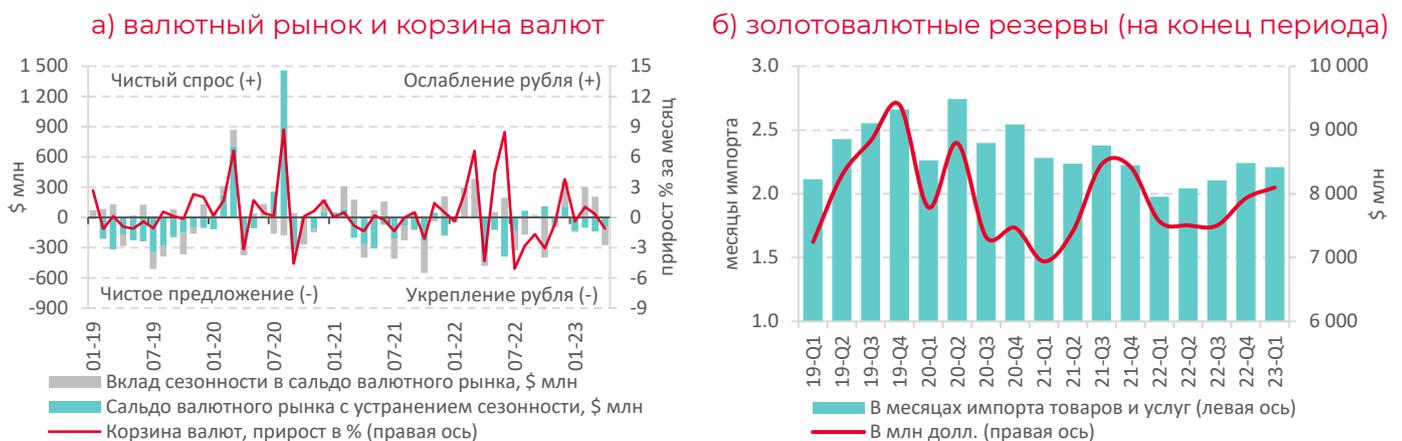
Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC для Беларуси.

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 умеренно ослаб в I квартале 2023 г.

Рис 5. Динамика корзины иностранных валют и золотовалютных резервов



Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси.

Примечание: на рисунке 5.а с января 2018 г. по июнь 2022 г. – корзина 3-х валют (доллар, евро и российский рубль), с июля 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 программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей в предыдущих периодах уточняется.

В среднем за I квартал 2023 г. стоимость корзины 3-х иностранных валют (российский рубль, доллар и юань) возросла на 0,9% в сравнении с уровнем IV квартала 2022 г. В терминах номинального эффективного курса белорусский рубль ослаб на 3,3% за аналогичный период (рис 6.б). Ослабление рубля стало результатом сезонного чистого спроса на валюту на внутреннем рынке (рис 5.а). Колебания курсов к отдельным иностранным валютам определялись динамикой их кросс-курсов на внешних рынках: в среднем за I квартал 2023 г. белорусский рубль ослаб на 10% к доллару, на 16,4% к евро и на 14,8% к юаню при укреплении на 5,4% к российскому рублю. Нацбанк сглаживал волатильность национальной валюты посредством валютных интервенций: продажа валюты с его стороны (вместе с Минфином) в I квартале 2023 г. составила \$108 млн.

Белорусский рубль в I квартале 2023 г. оставался несколько недооцененным

В среднем в I квартале 2023 г. реальный эффективный курс белорусского рубля примерно на 2,4% превышал свой равновесный уровень, оцененный на базе QPM (рис 6.а). Такой масштаб недооцененности национальной валюты в целом указывает на то, что ее стоимость относительно валют стран – основных торговых партнеров находилась вблизи равновесия. В отличие от прошлого года, когда передевальвированность белорусского рубля (прежде всего к российскому рублю) стимулировала экспортные поставки, в начале текущего года этот позитивный эффект заметно ослаб. В то же время уменьшилось в сравнении с 2022 г. и косвенное проинфляционное влияние валютного курса.

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



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

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

Золотовалютные резервы не снизились в I квартале 2023 г. благодаря схеме погашения еврооблигаций в белорусских рублях

Несмотря на продажу валюты Нацбанком, золотовалютные резервы выросли на \$169 млн за I квартал 2023 г. (рис 5.б). Можно выделить три причины такой динамики резервов. Во-первых, интервенции Нацбанка могли в значительном объеме осуществляться в российских рублях, который не входит в резервную корзину. Во-вторых, золото на мировом рынке подорожало почти на 8% за I квартал 2023 г., что могло способствовать увеличению резервов на ~\$250 млн. В-третьих, предложенная белорусским правительством схема погашения долларовых еврооблигаций через спецсчет в Беларусбанке в белорусских рублях в I квартале не оказала давления на золотовалютные резервы.

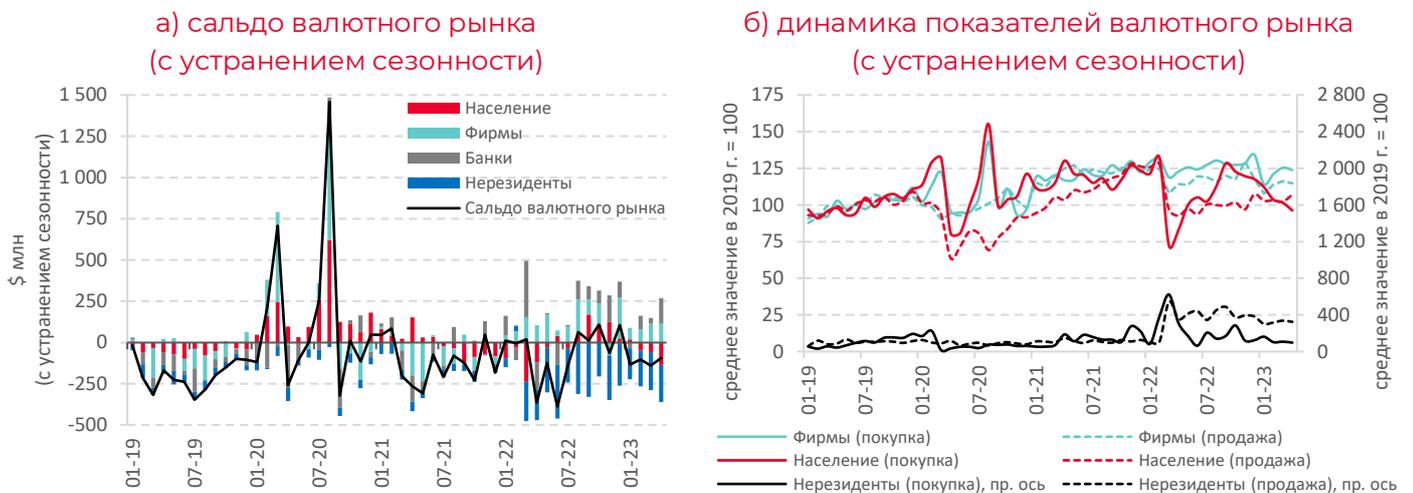
Так, обязательства Нацбанка перед правительством в иностранной валюте снизились на \$741 млн в феврале. Однако, Минфин получил денежные средства не в иностранной валюте, а в белорусских рублях, которые были зачислены на счет в Беларусбанке и далее размещены Беларусбанком на счетах по учету обязательных резервов в Нацбанке. По сути, была осуществлена стерилизованная эмиссия, которая приведет к давлению на курс и резервы тогда, когда инвесторы предъявят спрос и получат доступ к этим ресурсам.

С устранением влияния фактора сезонности на валютном рынке в I квартале 2023 г. имело место чистое предложение иностранной валюты, сохранившееся и в апреле

Основным донором валюты оставались нерезиденты (рис 7.а). Как отмечалось нами ранее, это может быть связано со схемами оплаты параллельного импорта в Россию через Беларусь. Вполне возможно, что такие схемы также ведут к повышенному спросу на валюту со стороны фирм-резидентов, которые в I квартале 2023 г. сохраняли статус главного чистого покупателя на рынке (рис 7.а). Так, в результате быстрого роста импорта товаров с осени 2022 г. и ухудшения торговли услугами профицит внешней торговли товарами и услугами (с устранением сезонности) в I квартале 2023 г. оказался минимальным с IV квартала 2019 г. Фактором чистого спроса на валюту со стороны фирм-резидентов также является активное погашение ими валютной задолженности.

Население в I квартале 2023 г. выступило чистым продавцом иностранной валюты (рис 7.а). Формирование чистого предложения со стороны населения связано с низким спросом на валюту, размер которого опустился к уровням трехлетней давности (рис 7.б). При этом продажа валюты физическими лицами в начале текущего года также оставалась низкой (рис 7.б). Такая динамика валютных операций населения может указывать на потери благосостояния и повышенную неопределенность. Кроме того, значимым образом на спрос на валюту могла повлиять релокация IT-специалистов, а также уменьшение искажающего воздействия на спрос со стороны спекулятивных схем с использованием зарубежных платежных систем.³

Рис 7. Состояние внутреннего валютного рынка



Источник: расчеты BEROC 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.

³ См.: Обзор монетарной среды. III квартал 2022 г. (BEROC, 2022).

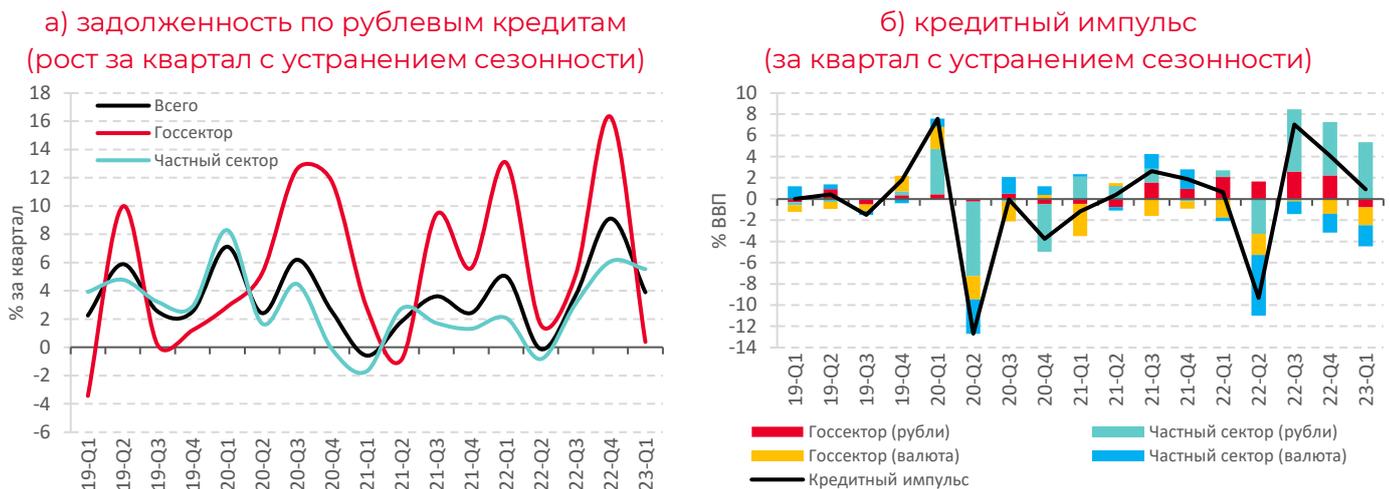
3 Влияние монетарных условий на кредитно-депозитный рынок

Кредитный импульс оставался положительным в I квартале 2023 г., а в частном секторе – существенным

Низкие процентные ставки и смягчение неценовых условий кредитования способствовали поддержанию высокой кредитной активности в частном секторе: выдачи рублевых кредитов продолжили расти в начале года (рис 8.б). Как и в предыдущем году, увеличение заимствований в рублях частично обеспечено замещением фирмами валютных обязательств из-за усложнения работы банков и предприятий с долларами и евро в условиях санкций. Активно росло и кредитование населения, при том и в потребительском, и в жилищном сегменте. Помимо снижения ставок на активность физических лиц могло повлиять восстановление роста заработных плат и постепенный отход от шока, вызванного российской агрессией в отношении Украины. Задолженность по рублевым кредитам частного сектора также увеличилась в I квартале 2023 г., однако в меньшей степени в сравнении с выдачами кредитом (рис 8.а). Это означает, что новые кредиты в значительной мере использовались для погашения имевшихся обязательств, вероятно, в рамках реструктуризации долга на фоне низких ставок по новым кредитам.

В сегменте госпредприятий кредитная активность ослабла в I квартале 2023 г. (рис 8.б). Вероятно, такая динамика во многом носит коррекционный характер после рекордного всплеска кредитования в конце прошлого года (рис 8.а). Нельзя также исключать того, что заметное восстановление промышленного производства способствовало улучшению ситуации с оборотными средствами госпредприятий и временно снизило потребность в краткосрочном кредитовании.

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 I квартале 2023 г. росла ускоренными темпами, преимущественно за счет активной составляющей

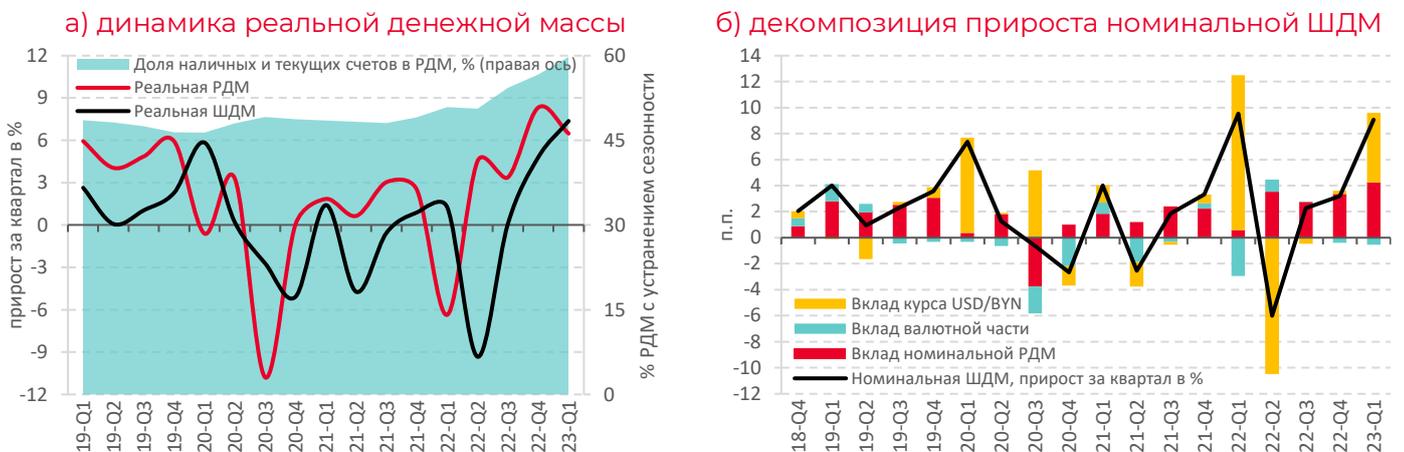
Широкая денежная масса (далее – ШДМ) увеличилась на $\approx 9,1\%$ в марте 2023 г. к декабрю 2022 г. в номинальном выражении или на $\approx 7,4\%$ в реальном (все показатели с устранением сезонности). За последние десять лет более быстрый реальный рост ШДМ за квартал наблюдался только в 2015 г., когда он полностью объяснялся переоценкой валютной составляющей из-за девальвации белорусского рубля. В начале 2023 г. помимо эффекта переоценки существенный вклад в увеличение ШДМ продолжал вносить быстрый рост объемов средств в рублях (рис 9.б): рублевая денежная масса (далее – РДМ) за I квартал 2023 г. прибавила $\approx 8,2\%$ в номинальном выражении или $\approx 6,5\%$ в реальном (рис 9.а).

В условиях предельно низких процентных ставок рост рублевой денежной массы обеспечивается бурным наращиванием «горячих» денег – структура денежной массы становится все более «хрупкой» для воздействия шоков

Наличные деньги и средства на текущих счетах увеличились за I квартал 2023 г. на $\approx 14\%$ в номинальном выражении или на $\approx 12,2\%$ в реальном. В результате (с устранением сезонности) доля наличных и текущих счетов в РДМ по итогам марта достигла максимального значения за последние 20 лет – $59,7\%$ (рис 9.а). Сопоставимый удельный вес «горячих» денег в структуре РДМ последний раз был отмечен в I квартале 2003 г., когда уровень развития цифровых финансовых технологий был гораздо ниже сегодняшних.

Если мягкие монетарные условия продолжат поддерживать повышенный рост денежной массы, сопряженный с высокой долей активной составляющей в ее структуре, инфляционные риски значимо возрастут во второй половине 2023 г. Низкие процентные ставки и масштабный избыток ликвидности в банках формируют предпосылки к «взвинчиванию» внутреннего спроса сверх его равновесного уровня и не способствуют формированию стимулов к долгосрочным сбережениям. При этом преобладание «горячих» денег в рублевой денежной массе делает ее менее устойчивой перед шоками.

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



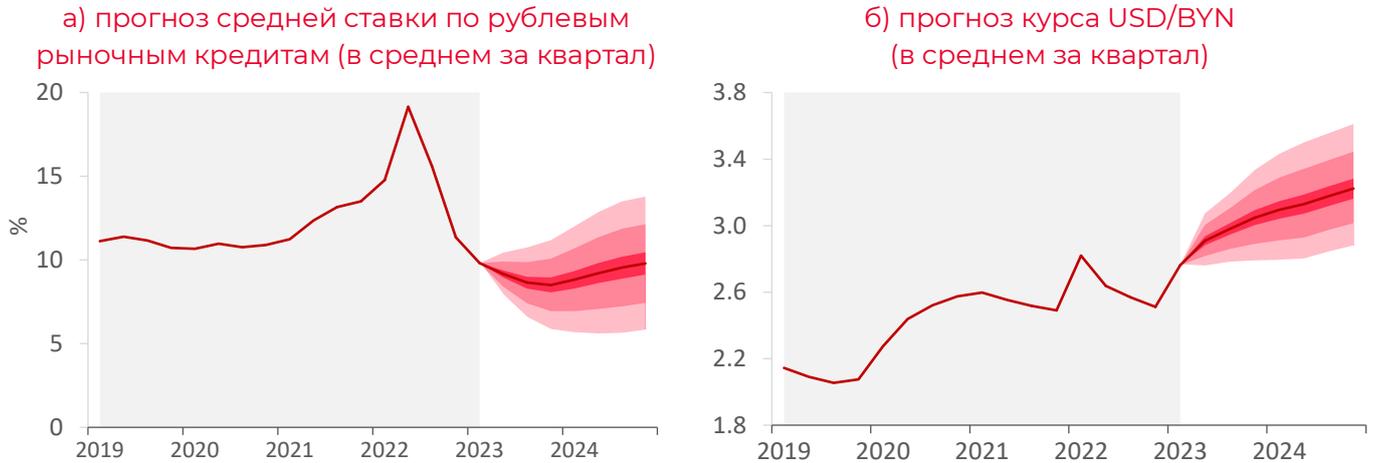
Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси и Белстата.

Примечание: ШДМ – широкая денежная масса. РДМ – рублевая денежная масса. Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры Х13 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.

4 Краткосрочный прогноз монетарных условий

Монетарные условия в текущем году сохранят стимулирующий характер при условии отсутствия новых серьезных шоков

Рис 10. Прогноз процентных ставок и валютного курса (на базе QPM)



Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC для Беларуси.

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

В базовом сценарии предполагается сохранение Нацбанком ограничений на операции регулирования ликвидности в 2023 г., в том числе по ее изъятию.⁴ Смягчение ограничений возможно ближе к концу 2023 г. при актуализации инфляционных рисков. Денежная эмиссия будет осуществляться в объемах, которые не вызовут существенной разбалансировки спроса и предложения в экономике. Т. е., актуальный риск масштабного наращивания необеспеченной эмиссии в попытке достичь планового показателя роста ВВП не реализуется в полной мере.

При реализации базового сценария монетарные условия останутся мягкими в 2023 г. (рис 1). При условии отсутствия новых существенных шоков Нацбанк продолжит понижать ставку рефинансирования для усиления внутреннего спроса. К концу года она может сложиться на уровне вблизи 9%, но нельзя исключать и более резкого понижения. Ставка МБК на протяжении большей части 2023 г. продолжит оставаться низкой в условиях структурного профицита ликвидности банковской системы, не изымаемой Нацбанком.

Средняя ставка по новым рублевым рыночным кредитам прогнозируется ≈9% в 2023 г. (рис 10.а): значимое понижение маловероятно в среде преобладания проинфляционных рисков. Поддержка кредитной активности со стороны низких ставок будет ограниченной в условиях высокой неопределенности в экономике. Средняя ставка по новым срочным рублевым вкладам ожидается в размере 3–4% в 2023 г., во многом за счет экстремально низкой доходности по депозитам организаций. В результате реальная средняя процентная ставка по вкладам останется отрицательной, что выразится в сохранении высокой доли наличных денег и средств на текущих счетах в структуре рублевой денежной массы. Вероятность более масштабного, чем заложено в базовый сценарий, смягчения монетарной политики и наращивания объемов нерыночного кредитования являются рисками для прогноза.

⁴ Предпосылки базового сценария см.: [Макропрогноз для Беларуси 2023–2024](#) (BEROC, 2023).

Белорусский рубль может оставаться несколько недооцененным в 2023 году

В терминах номинального эффективного курса ожидается ослабление рубля на $\approx 6\%$ за 2023 г. (IV квартала 2023 г. к IV кварталу 2022 г.) вследствие сокращения профицита внешней торговли и поддержания низких процентных ставок по активам, номинированным в белорусских рублях. Динамика курсов белорусского рубля к отдельным валютам во многом будет определяться изменением их кросс-курсов на мировом рынке. При нахождении курса USD/RUB вблизи 80 российских рублей за доллар курс USD/BYN может составить 2,92 белорусского рубля за доллар в среднем за 2023 г. (рис 10.6). Курс $100 \cdot \text{RUB}/\text{BYN}$ в таком случае прогнозируется в размере 3,74 белорусского рубля за 100 российских рублей в среднем в 2023 г. Девальвационные риски для курсовой динамики сохраняются из-за неопределенности новых проявлений санкционных ограничений, а также вероятности избыточного смягчения денежно-кредитной политики в Беларуси. В свою очередь, при сохранении настроенных логистических цепочек и более быстром, чем ожидается в базовом сценарии, восстановлении экспорта калийных удобрений белорусский рубль может сложиться более крепким в текущем году.

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.