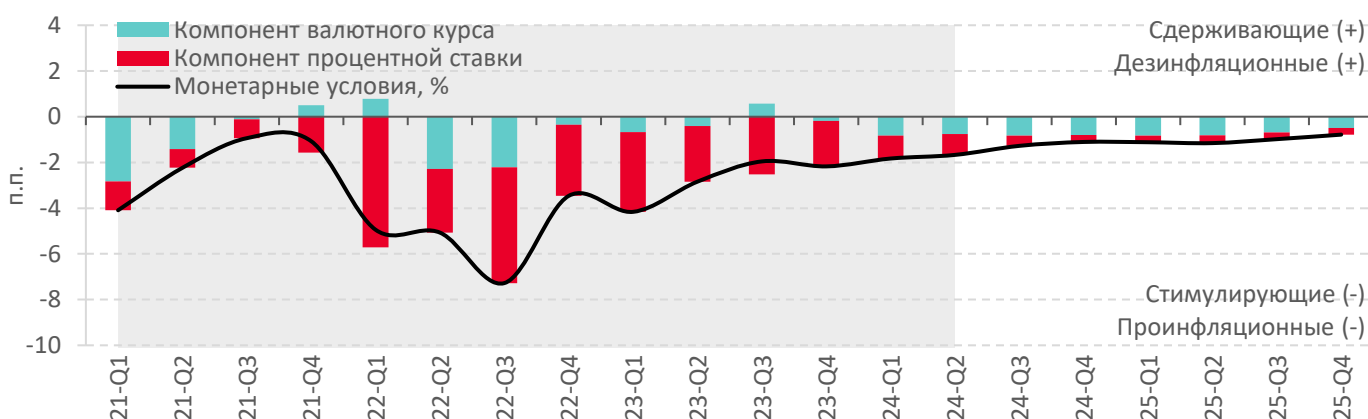


## **Монетарные условия оставались умеренно мягкими в II квартале 2024 г., а Нацбанк запаздывал с реакцией на инфляционные риски**

Реальные ставки по кредитам и вкладам почти не изменились в сравнении с I кварталом 2024 г. Ставки немного недотягивали до нейтральных уровней, что способствовало удовлетворению высокого спроса экономики на кредит и поддерживало избыточный спрос в экономике. Белорусский рубль сохранялся умеренно недооцененным, чему соответствовали небольшие проинфляционные эффекты.

Нацбанк лишь в июле крайне сдержанно и не вполне последовательно отреагировал на разрастание инфляционной угрозы, задействовав только вспомогательные инструменты. Принятые меры подтолкнули процентные ставки к повышению и позволят им выйти к нейтральным уровням к концу года (рис 1). Это позволит ослабить динамику кредитования и спроса, но нейтрального характера монетарных условий недостаточно для скорого возврата перегретой экономики к сбалансированному состоянию.

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

## Денежно-кредитная политика сохраняла стимулирующий характер в II квартале

Нацбанк не предпринимал активных действий в сфере монетарной политики в апреле – июне 2024 г.: ставка рефинансирования оставалась на уровне 9,5% (рис 2.а), а аукционные операции регулирования ликвидности банков не проводились. Банковская система продолжала функционировать в состоянии профицита ликвидности (рис 2.б). Его размер снизился в связи с продажей иностранной валюты Нацбанком и ростом наличных денег в обращении. Поддерживала избыток ликвидности эмиссия Нацбанком рублей через покупку гособлигаций на вторичном рынке в размере ≈Br0,6 млрд за II квартал 2024 г.

Ставка межбанковского рынка (МБК) в условиях профицита ликвидности и отсутствия аукционных операций Нацбанка колебалась вблизи нижней границы процентного коридора Нацбанка: в среднем за II квартал 2024 г. она составила 5,0% после 4,8% в I квартале 2024 г. (рис 2.б). Уровень ставки МБК в реальном выражении почти не изменился в апреле – июне и был ниже нейтрального значения. Таким образом, **денежно-кредитная политика в II квартале 2024 г. оставалась стимулирующей для экономической активности, но размер стимула сузился в сравнении с 2023 г. (рис 2.в).**

Рис 2. Динамика показателей денежно-кредитной политики

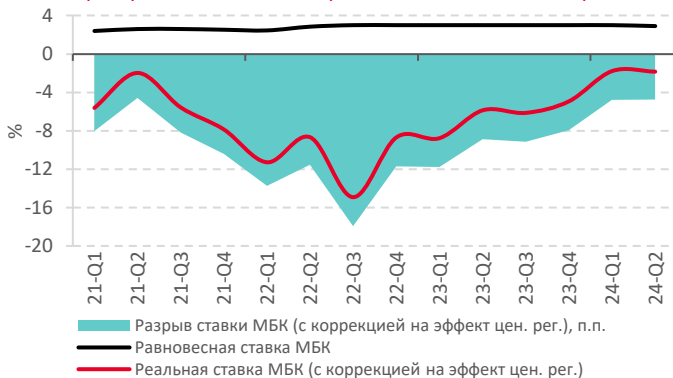
а) ставка рефинансирования и инфляция



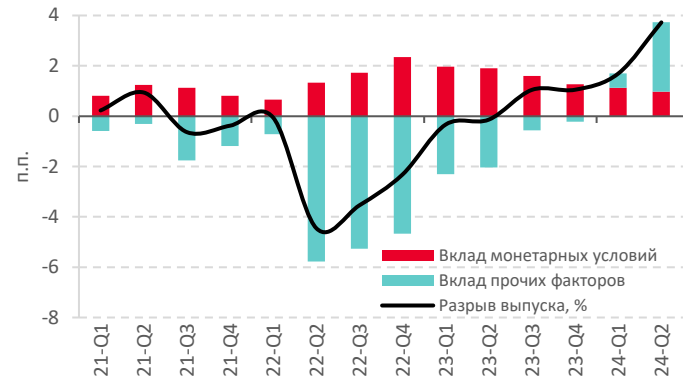
б) ликвидность банковской системы (в среднем за месяц)



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



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



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.<sup>ii</sup>

**Монетарная политика в II квартале 2024 г. оставалась запаздывающей и инертной в среде ограниченной свободы действий Нацбанка**

Оценки на базе QPM показывают, что даже при действующей системе ценового регулирования ставка МБК должна была находиться не вблизи 5%, а немного выше 9% в II квартале 2024 г. для ограничения рисков для макроэкономической стабильности. В результате мягкие монетарные условия по-прежнему поддерживали избыточный спрос в белорусской экономике. Однако их вклад в разрыв выпуска постепенно сокращался, а большую значимость приобретали наращивание бюджетных расходов, высокий рост заработных плат и сильный спрос в России (рис 2.г). В среде перегрева экономики и рынка труда инфляционное давление нарастало, а его трансформация в цены сдерживалась тотальным ценовым контролем. Без эффектов госрегулирования годовая инфляция сложилась бы в диапазоне 10–11% г/г в июне, а не 5,8% г/г де-факто.<sup>iii</sup>

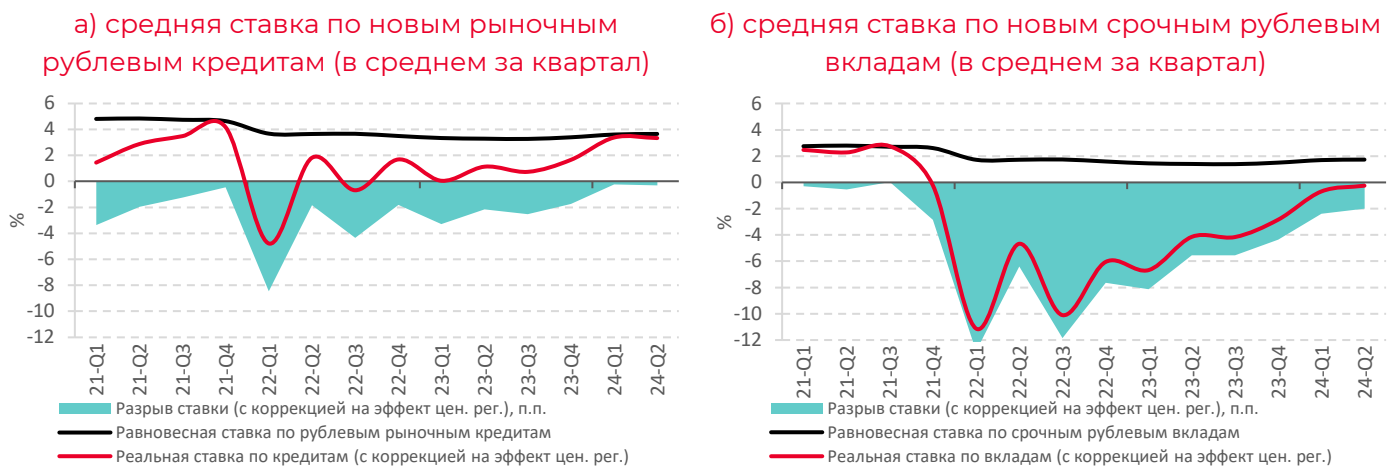
**Процентные ставки по рыночным кредитам в II квартале были близки к нейтральным**

Средняя номинальная ставка по новым рыночным рублевым кредитам в II квартале 2024 г. повысилась на 0,2 п.п. – до 10,2%.<sup>iv</sup> В реальном выражении ставка осталась вблизи уровня I квартала, что соответствует близкому к нейтральному характеру для экономической активности и инфляции (рис 3.а). Тем не менее, ставки по рыночным кредитам по-прежнему не являлись ограничительными. Это поддерживало благоприятные условия для фирм и населения в части удовлетворения высокого спроса на кредит.

**Процентные ставки по рублевым вкладам в II квартале в среднем оставались мягкими**

Средняя номинальная ставка по новым срочным рублевым вкладам в II квартале 2024 г. повысилась на 0,7 п.п. – до 6,6%.<sup>v</sup> В реальном выражении средняя ставка по вкладам оставалась ниже нейтрального уровня, что соответствует ее умеренной мягкости (рис 3.б). Низкая доходность сохранялась в сегменте депозитов фирм (6,2% в среднем в апреле – июне). Ставка по депозитам населения – 10,1% – находилась вблизи равновесного уровня. На это указывает чистая продажа валюты населением в среде высокого роста доходов, а также исторически высокая доля денежных доходов, направленных в срочные вклады, – около 0,9% в II квартале 2024 г. при 0,6% в среднем в 2018–2019 гг.

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



Источник: расчеты BEROC на базе QPM BEROC.

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).

**Лишь в начале III квартала 2024 г. Нацбанк с опозданием, крайне ограниченно и не вполне последовательно отреагировал на усилившиеся инфляционные риски**

С 17 июля ставка по кредиту овернайт повышена на 0,5 п.п. до 11%, а с 1 августа норматив резервирования по привлеченным средствам банков в иностранной валюте увеличен на 2 п.п. до 20%. Решения приняты 12 июля в пятницу, что не типично для Нацбанка и указывает на ситуативность монетарной политики. От объяснения необходимости именно таких действий Нацбанк воздержался, что подчеркивает низкое качество коммуникационной политики. Также с августа на  $\approx 0,5$  п.п. повышены расчетные величины стандартного риска (PBCP) по рыночным кредитам фирмам и населению, которые де-факто задают эффективную верхнюю границу процентных ставок.

**Повышение норматива резервирования позволит изъять около Br0,4–0,5 млрд избыточной ликвидности банковской системы**

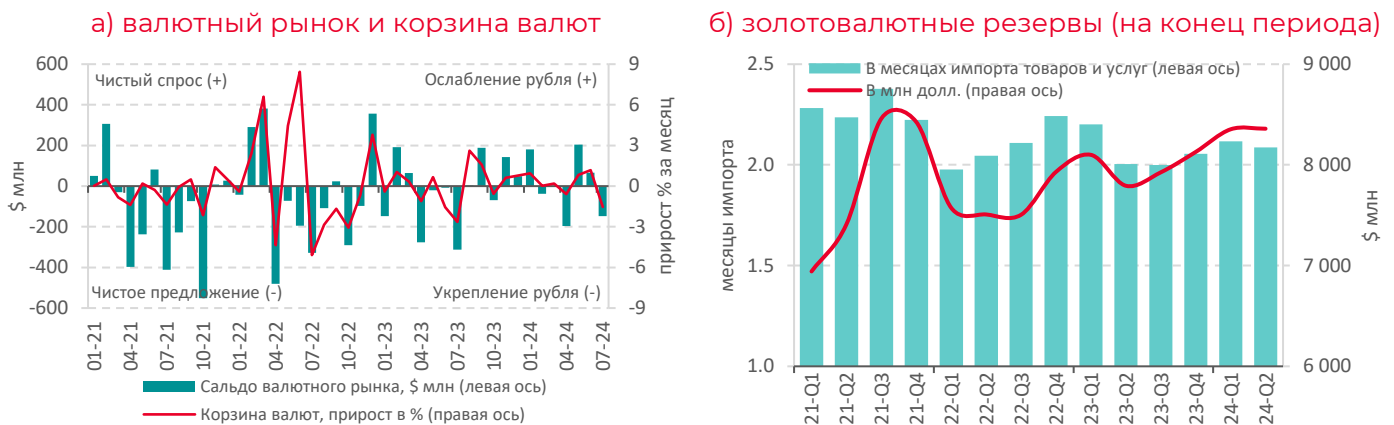
С учетом части свободных ресурсов, которая необходима банкам для бесперебойного функционирования, такой масштаб изъятия приведет практически к нейтрализации избыточной ликвидности с середины августа (при условии отсутствия позитивных внешних шоков). В сочетании с поднятием PBCP и ставки по кредиту овернайт это должно отразиться в увеличении средней ставки МБК и ставок по рыночным кредитам и вкладам.

**Повышение ставки по кредиту овернайт без увеличения ставки по депозитам овернайт указывает на сильное административное давление на Нацбанк в части последнего ориентира стоимости денег.** Диапазон ставок по постоянно доступным операциям регулирования ликвидности расширился до 4–11%. Если Нацбанк не будет осуществлять аукционные операции, то ставка МБК останется волатильной. Она будет находиться в диапазоне  $\approx 4$ –7% в первые две декады месяца (когда в системе будет избыток ликвидности), а в третьей декаде подниматься до  $\approx 7$ –11% (когда в системе будет дефицит).

**2 Курсовая политика: меры, направленность, характер**

**Белорусский рубль немного ослаб в II квартале 2024 г. в среде чистого спроса на иностранную валюту на внутреннем рынке (рис 4.а)**

Рис 4. Динамика корзины иностранных валют и золотовалютных резервов



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

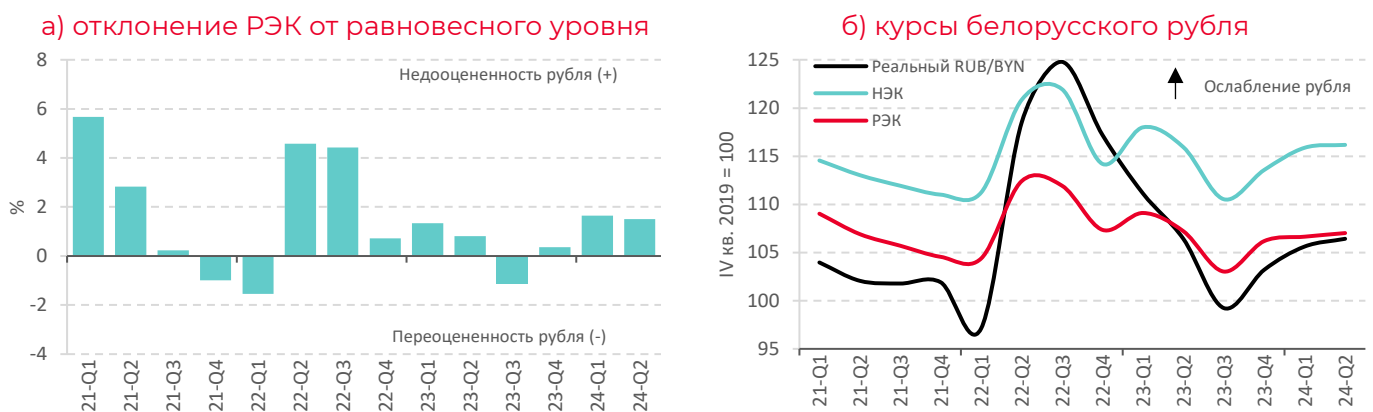
**Примечание:** на рисунке 4.а с января 2019 г. по июнь 2022 г. – корзина 3-х валют (доллар, евро и российский рубль), с июля по декабрь 2022 г. – корзина 4-х валют (доллар, евро, российский рубль и китайский юань), с января 2023 г. – корзина 3-х валют (доллар, российский рубль и китайский юань). Сезонное сглаживание осуществлено с использованием процедуры Х13 в JDemetra+. С выходом новых данных динамика уточняется.

В среднем за II квартал стоимость корзины 3-х иностранных валют (российский рубль, доллар и юань) повысилась на 0,3% к значению I квартала 2024 г. В терминах номинального эффективного курса рубль ослаб также на 0,3% за этот период (рис 5.б). Колебания курсов к отдельным иностранным валютам преимущественно определялись динамикой их кросс-курсов на внешних рынках: в среднем за II квартал 2024 г. белорусский рубль ослаб на 0,3% к доллару, на 0,4% к российскому рублю и укрепился на 0,5% к китайскому юаню.

### Ослабление белорусского рубля поддерживало его умеренно недооцененным

В терминах реального эффективного курса (РЭК) рубль потерял 0,4% стоимости в среднем за II квартал 2024 г. Национальная валюта оставалась недооцененной около 1,5% к равновесному уровню РЭК (рис 5.а). В результате курсовой фактор продолжил поддерживать ценовую конкурентоспособность белорусских производителей. Одновременно сохранялось небольшое проинфляционное воздействие валютного курса.

Рис 5. 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 практически не изменились за II квартал 2024 г. и составили \$8,36 млрд на 1 июля 2024 г.

Увеличение за II квартал стоимости золота на \$0,2 млрд вследствие его подорожания на мировом рынке компенсировано уменьшением резервных активов в иностранной валюте. Последнее связано с выплатами по госдолгу и продажей валюты Нацбанком. Достаточность резервов к началу III квартала 2024 г. оставалась низкой: их размер относительно импорта товаров и услуг сохранялся около 2,1 месяца (рис 4.б), а наиболее ликвидной составляющей в иностранных валютах – около 0,7 месяца.

### Чистый спрос на валютном рынке обусловил ослабление рубля в II квартале 2024 г.

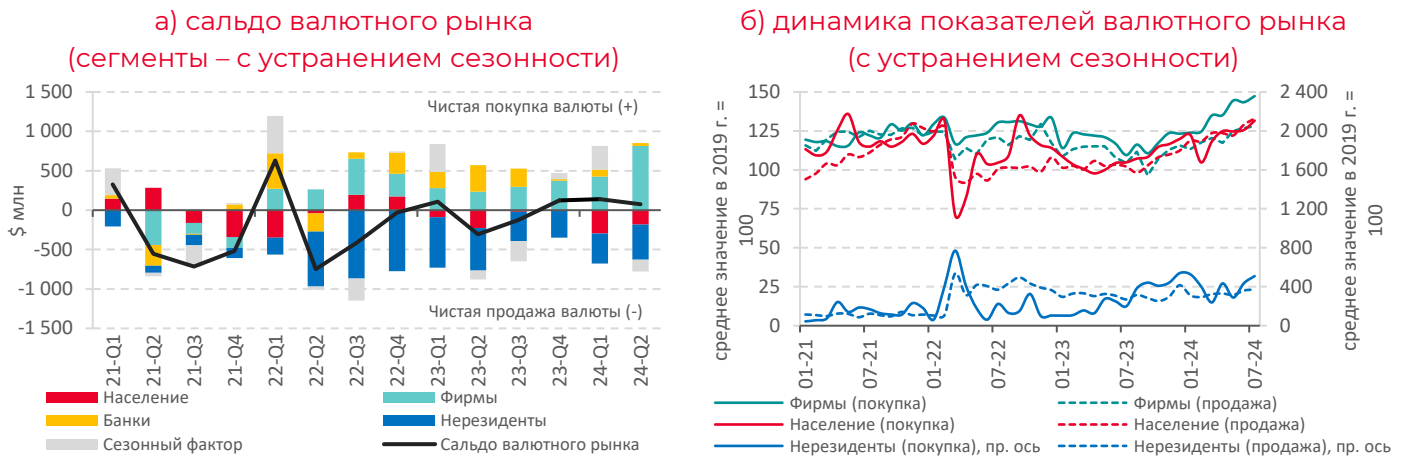
Чистый спрос составил \$74 млн в II квартале 2024 г., что с устранением влияния сезонного фактора соответствует ≈\$225 млн (рис 6.а). Нацбанк балансировал рынок и сглаживал волатильность курса интервенциями: продажа валюты с его стороны (сальдировано с операциями Минфина) в II квартале 2024 г. составила \$74 млн (рис 4.а).

Сильно увеличилась чистая покупка валюты фирмами-резидентами (с устранением сезонности) – с ≈\$0,4 млрд в I квартале до рекордного с 2010 г. объема в ≈\$0,8 млрд в II квартале 2024 г. (рис 6.а). Частично чистый спрос фирм компенсирован ростом чистой продажи валюты нерезидентами, что, вероятно, отражает изменившиеся после 2022 г. схемы оплаты внешнеэкономических операций. Тем не менее, суммарная чистая покупка валюты фирмами-резидентами и нерезидентами почти достигла ≈\$0,4 млрд (рис 6.а).

Такой сильный рост нетто-спроса фирм на валюту в среде близкого к нулевому сальдо внешней торговли товарами и услугами указывает на высокую вероятность разовых крупных покупок валюты большими предприятиями. Также на увеличение спроса на валюту мог повлиять рост внешней дебиторской задолженности предприятий (рис 6.б).

Поддержку валютному рынку продолжило оказывать население, которое продало \$0,18 млрд на чистой основе (с устранением сезонности) в II квартале 2024 г. (рис 6.а). Продажа валюты населением в среде сильного роста доходов может быть связана с возросшим спросом на недвижимость и сбережения в белорусских рублях. К этому, в том числе, привело повышение рисков вложений в иностранную валюту в условиях санкций.

Рис 6. Состояние внутреннего валютного рынка



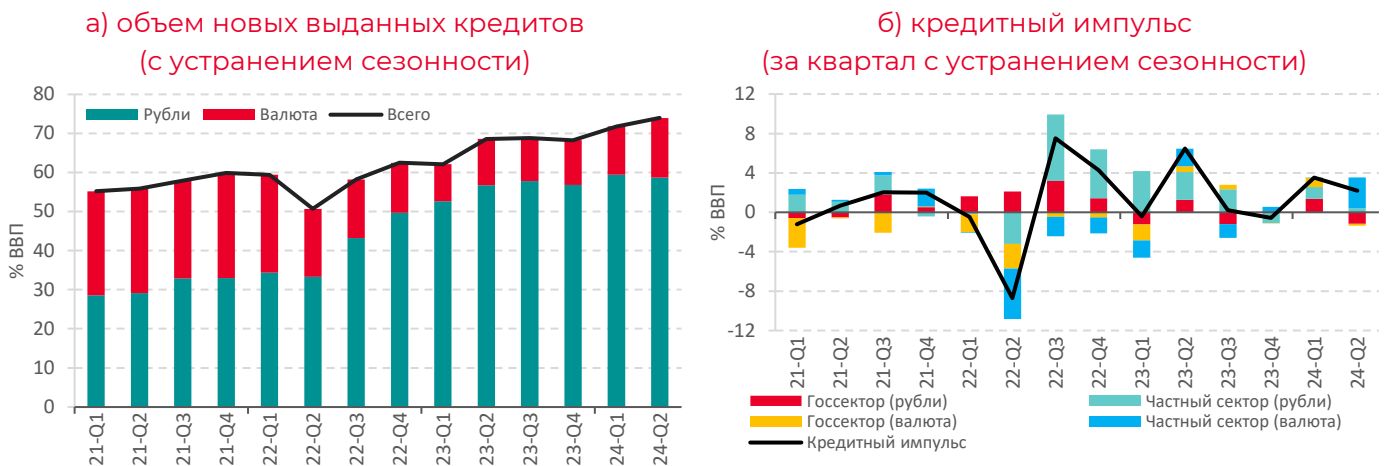
Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси.

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

Спрос на кредит в среде сильного спроса на продукцию фирм и высокой потребительской активности оставался повышенным в II квартале 2024 г.

Рис 7. Динамика новых выданных кредитов и кредитного импульса



Источник: расчеты BEROC 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 X13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей уточняется.

Объем выданных кредитов примерно на 82% превысил средний уровень 2021 г., а относительно ВВП достиг  $\approx 74\%$  (рис 7.а). Объем нового кредитования оставался вблизи многолетнего пика, главным образом за счет поддержания крайне высокого уровня рублевых заимствований (рис 7.а). Заметно выросли в II квартале 2024 г. и выдачи валютных кредитов (рис 7.б). Нельзя исключать, что это может быть связано с задержками с поступлением валютной выручки по внешнеторговым контрактам. Задолженность по кредитам также значительно увеличилась в II квартале 2024 г. Высокий рост отмечен и в государственном, и в частном секторе (рис 8).

**Неограничительный характер процентных ставок позволял фирмам и населению удовлетворять возросший спрос на кредит**, а расширение льготных программ заимствований для населения и сохранение директивного кредитования предприятий (для этих целей Нацбанк в II квартале приобрел  $\approx Br0,6$  млрд гособлигаций, эмитировав рубли) выступали дополнительными факторами поддержки кредитной активности. При этом сокращение складских запасов по отношению к выпуску, а также уменьшение в первом полугодии 2024 г. в сравнении с прошлым годом значимости бюджетных ресурсов и льготных кредитов в финансировании инвестиций дают основание полагать, что **рост кредитования в 2024 г. преимущественно связан именно с влиянием сложившихся экономических условий, а не с усилением эмиссионного финансирования.**

Рис 8. Динамика кредитных вложений банков (прирост за квартал с устранением сезонности)



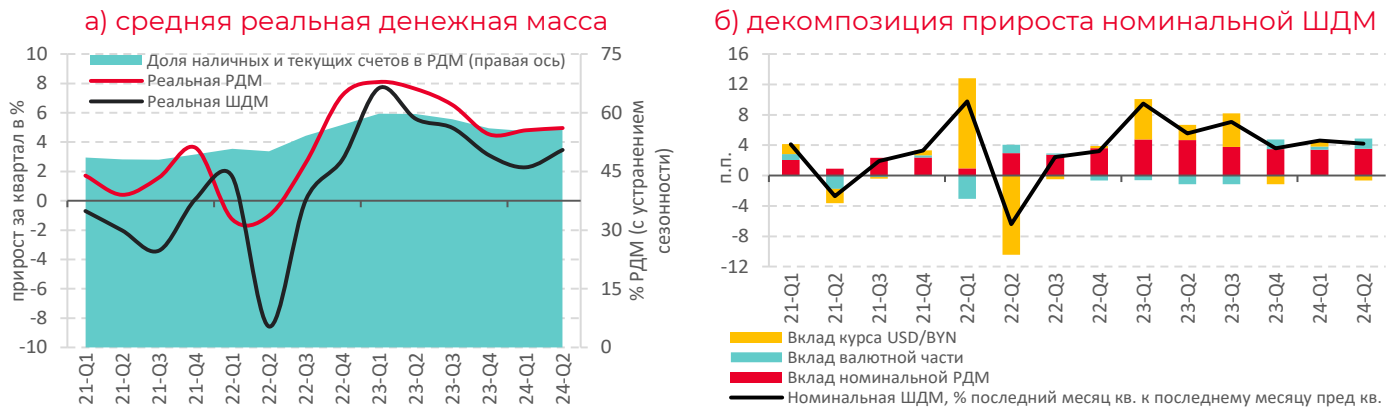
Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси.

Примечание: с выходом новых данных динамика показателей уточняется.

### Денежная масса росла высокими темпами в условиях сильного спроса на деньги

Широкая денежная масса (далее – ШДМ) увеличилась на  $\approx 4,8\%$  за II квартал 2024 г. в номинальном выражении (среднее за II квартал 2024 г. к среднему за I квартал 2024 г.) или на  $\approx 3,5\%$  в реальном (все показатели с устранением сезонности). Рост ШДМ обеспечен рублевой составляющей (рис 9.б), которая приросла соответственно на 6,3 и 5,0% за аналогичный период (рис 9.а). Увеличилась в II квартале 2024 г. и валютная часть денежной массы (рис 9.б), что коррелирует с ростом выдач валютных кредитов. Динамика ШДМ в номинальном выражении в II квартале 2024 г. примерно соответствовала динамике номинального ВВП. Так как ВВП сильно отклонился вверх от траектории сбалансированного роста (перегрев экономики усилился в II квартале), то такой рост денежной массы заметно опережал инфляционно-нейтральный темп. Следовательно, Нацбанк не следовал правилам при проведении монетарной политики, которая не соответствовала ни режиму монетарного таргетирования, ни таргетирования инфляции.

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



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

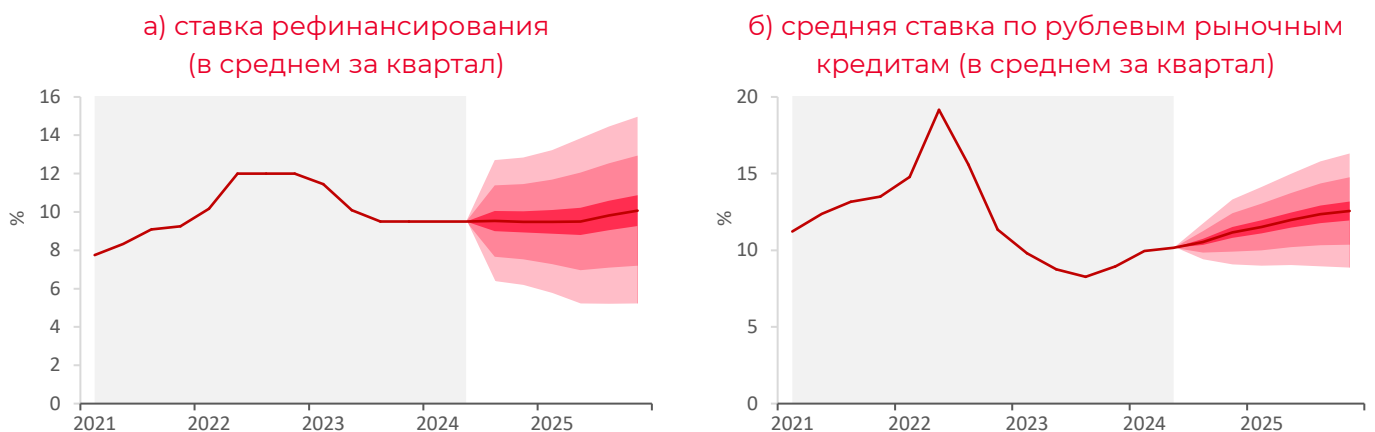
**Примечание:** ШДМ – широкая денежная масса. РДМ – рублевая денежная масса. С выходом новых данных динамика показателей уточняется. Реальный прирост денежной массы рассчитан путем дефлирования номинального прироста (среднее за квартал к среднему за предыдущий квартал) на изменение среднеквартального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

## 4 Краткосрочный прогноз монетарных условий

### Июльские меры Нацбанка будут способствовать сужению стимулирующих эффектов процентных ставок и их приближению к нейтральным уровням к концу текущего года

Средняя ставка МБК может сдвинуться с 4–6% в первом полугодии до ≈6–8% с августа-сентября в результате снижения избытка ликвидности банков. Средняя ставка по рублевым рыночным кредитам может подняться с ≈10 до ≈11–12% к концу года (рис 10.б), а по срочным вкладам – с ≈6,5 до ≈7,5–8,5%. Диапазон возможных отклонений от этих оценок является значительным из-за широкого коридора ставок Нацбанка, вероятного отсутствия аукционных операций и неопределенности внешних условий.

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.

Нельзя исключать и дополнительных мер Нацбанка в части увеличения РВСР, ограничителей кредитной нагрузки и, менее вероятно, ставок по депозитам и кредиту овернайт. Однако пока мало оснований полагать, что регулятор решится придать монетарной политике ограничительный характер в среде давления исполнительной власти. Следствием ограниченной свободы маневра Нацбанка станет сохранение ставки рефинансирования вблизи текущего уровня 9,5% во второй половине 2024 г. (рис 10.а).



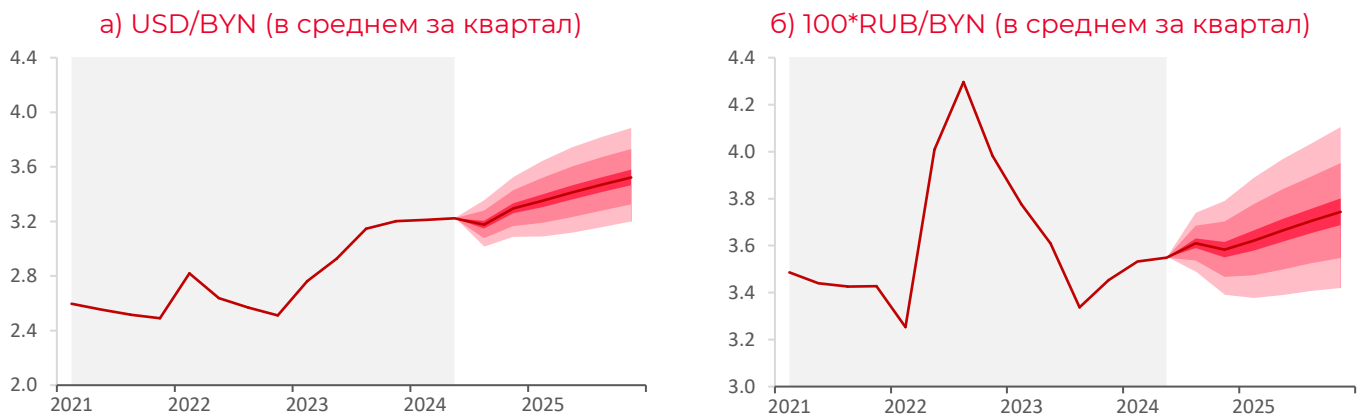
**Сужение монетарного стимула будет содействовать постепенному ослаблению темпов кредитования и внутреннего спроса.** Однако монетарные условия не станут жесткими (рис 1), что в сочетании с ростом расходов бюджета и сохранением нерыночного кредитования будет поддерживать избыточный спрос в экономике.

**Белорусский рубль может ослабнуть примерно на 4% за 2024 год в терминах корзины иностранных валют**

Избыточный спрос в экономике продолжит поддерживать высокий объем импорта. На поступления от экспорта сдерживающее воздействие будет оказывать ожидаемое ослабление динамики спроса в России, повысившаяся конкуренция на российском рынке, задержки с поступлениями валютной выручки в санкционной среде и достигнутые пределы загрузки производственных мощностей в промышленности. При отсутствии сильных шоков внешняя торговля товарами и услугами сложится с дефицитом около 0–1% ВВП в 2024 г. Такой размер дефицита соответствует умеренному давлению на курс белорусского рубля, которое может усилиться ближе к концу года. В результате рубль может ослабнуть примерно на 4% за 2024 г. в терминах корзины иностранных валют. Динамика курсов рубля к отдельным валютам будет зависеть от траектории кросс-курсов на внешних рынках. При нахождении курса USD/RUB вблизи 90 российских рублей за доллар курс USD/BYN составит 3,23 белорусского рубля за доллар в среднем за 2024 г. (рис 11.а). Курс 100\*RUB/BYN в таком случае прогнозируется в размере 3,57 белорусского рубля за 100 российских рублей в среднем в 2024 г. (рис 11.б).

**Новые существенные санкционные проявления и угроза разрывов логистических цепочек остаются факторами риска для курсовой динамики – их реализация приведет к неизбежности более значимого обесценения рубля, в том числе относительно российской валюты, 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

<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> Подробнее о динамике, факторах и прогнозе инфляционных процессов в Беларуси см.: BEROC (2024) Обзор инфляции: II квартал 2024 г.  
URL: <https://beroc.org/upload/medialibrary/5f7/5f7e12fdc5987590f66205ed718d017d.pdf>.

<sup>iv</sup> Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях повысилась с 10,0% в среднем за I квартал 2024 г. до 10,2% за II квартал 2024 г., в том числе по кредитам фирмам – с 9,9 до 10,2%, по кредитам населению – осталась на уровне 10,0%.

<sup>v</sup> Номинальная средняя ставка по новым срочным рублевым депозитам повысилась с 5,9% в среднем за I квартал 2024 г. до 6,6% за II квартал 2024 г., в том числе по вкладам фирм – с 5,4 до 6,2%, по вкладам населения – с 9,7 до 10,1%.