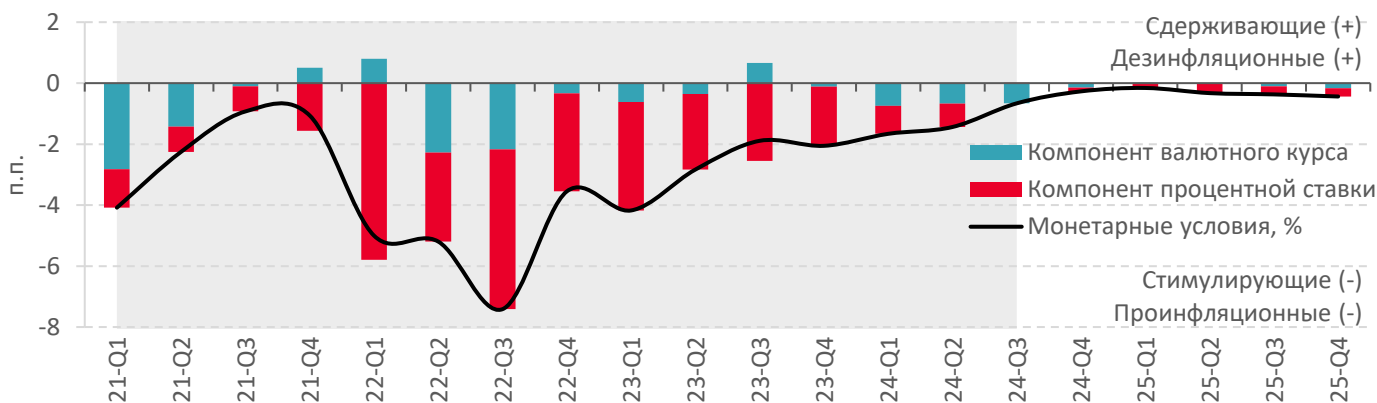


Монетарные условия стали нейтральными в III квартале 2024 года

Ставка межбанковского рынка практически не изменилась в сравнении с II кварталом и оставалась существенно ниже нейтрального уровня. Повышение Нацбанком нормы резервирования оказалось неэффективным в условиях фискального доминирования – эмиссии рублей через покупку Нацбанком гособлигаций. Процентные ставки по кредитам и вкладам населению и фирмам повысились в III квартале 2024 г. и достигли нейтральных уровней. Белорусский рубль несколько укрепился в терминах корзины валюты в среде значительного чистого предложения иностранной валюты на внутреннем рынке. Национальная валюта оставалась умеренно недооцененной.

Серьезный перегрев экономики и преобладание проинфляционных рисков требуют придания монетарной политике умеренной жесткости. Однако из-за институциональной слабости Нацбанка это маловероятно. Базовый сценарий предполагает поддержание близкого к нейтральному характера денежно-кредитных условий (рис 1), чего недостаточно для скорого возврата 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 оставалась мягкой в III квартале 2024 г.

В III квартале 2024 г. Нацбанк повысил ставку по кредиту овернайт на 0,5 п.п., при этом оставив неизменными ставки рефинансирования и по депозитам овернайт (рис 2.а). Для целей изъятия части (около Br0,4-0,5 млрд) избыточной ликвидности банковской системы на 2 п.п. был увеличен норматив резервирования по привлеченным средствам банков в иностранной валюте. Эта мера оказалась неэффективной из-за действий правительства и самого Нацбанка. Бюджетные расходы оставались значительными, а Нацбанк в III квартале приобрел Br1,3 млрд гособлигаций на вторичном рынке. Эти операции в сочетании с эмиссией рублей посредством покупки иностранной валюты Нацбанком на бирже (более Br2 млрд в III квартале 2024 г.) с лихвой компенсировали влияние повышения нормы резервирования на ликвидность банковской системы – она оставалась избыточной (рис 2.б). Так как аукционные операции регулирования ликвидности Нацбанком не проводились, ставка межбанковского рынка (МБК) сохранялась низкой и существенно не дотягивала до нейтрального уровня в реальном выражении (рис 2.в). Таким образом, **денежно-кредитная политика в III квартале 2024 г. оставалась стимулирующей, пусть и в значительно меньшем масштабе в сравнении с 2023 г. (рис 2.в).**

Рис 2. Динамика показателей денежно-кредитной политики

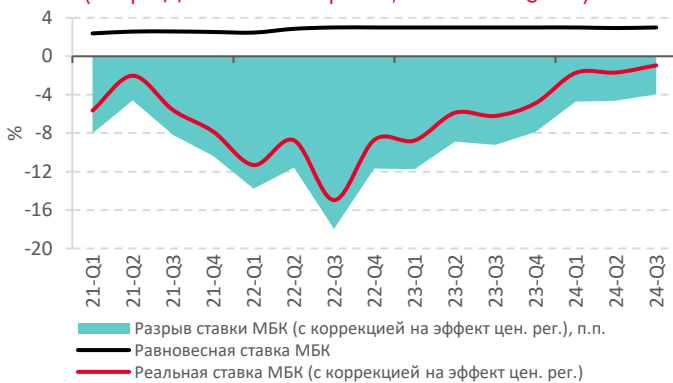
а) ставка рефинансирования и инфляция



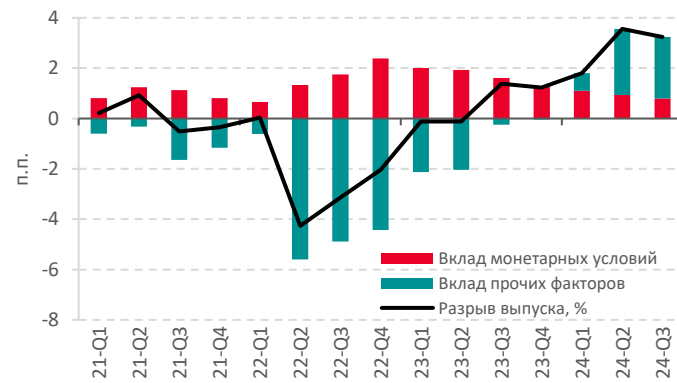
б) ликвидность банковской системы (в среднем за месяц)



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



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



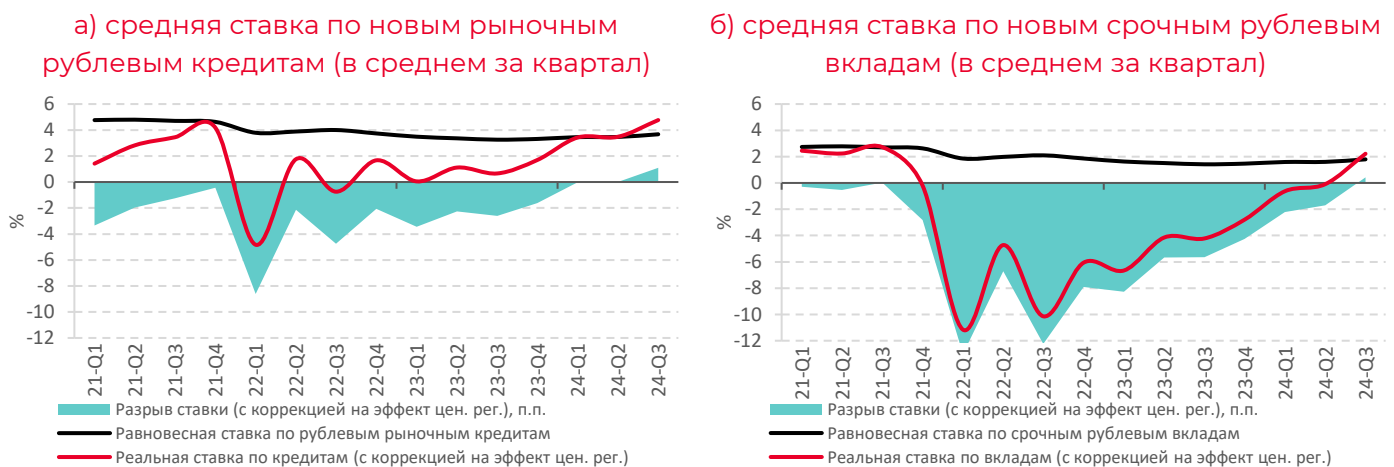
Источник: расчеты BEROC на основе данных Белстата, Нацбанка Беларуси, QPM BEROC.

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.ⁱⁱ

Процентные ставки по кредитам и вкладам в III квартале были близки к нейтральным

Средняя номинальная ставка по новым срочным рублевым вкладам в III квартале 2024 г. повысилась на 1,7 п.п. до 8,3%,ⁱⁱⁱ а по новым рыночным рублевым кредитам – на 0,7 п.п. до 10,8%.^{iv} Ставки по кредитам и депозитам увеличились и в реальном выражении, немного превысив нейтральные уровни (рис 3). Небольшой масштаб превышения равновесных значений указывает на нейтральный характер процентных ставок кредитно-депозитного рынка для экономической активности в III квартале 2024 г. Тем не менее, они по-прежнему не являлись ограничительными и обеспечивали благоприятные условия для фирм и населения в части удовлетворения высокого спроса на кредит. Сохранение низкой ставки межбанковского рынка с высокой вероятностью также поддерживала стимулирующие неценовые условия кредитования (требования к обеспечению, финансовому положению, спектр и сроки займов, др.).

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).

Наращивание Нацбанком покупки гособлигаций на вторичном рынке на фоне повышенных инфляционных рисков в среде перегрева экономики и ускорения роста цен в России де-факто указывает на фискальное доминирование в Беларуси

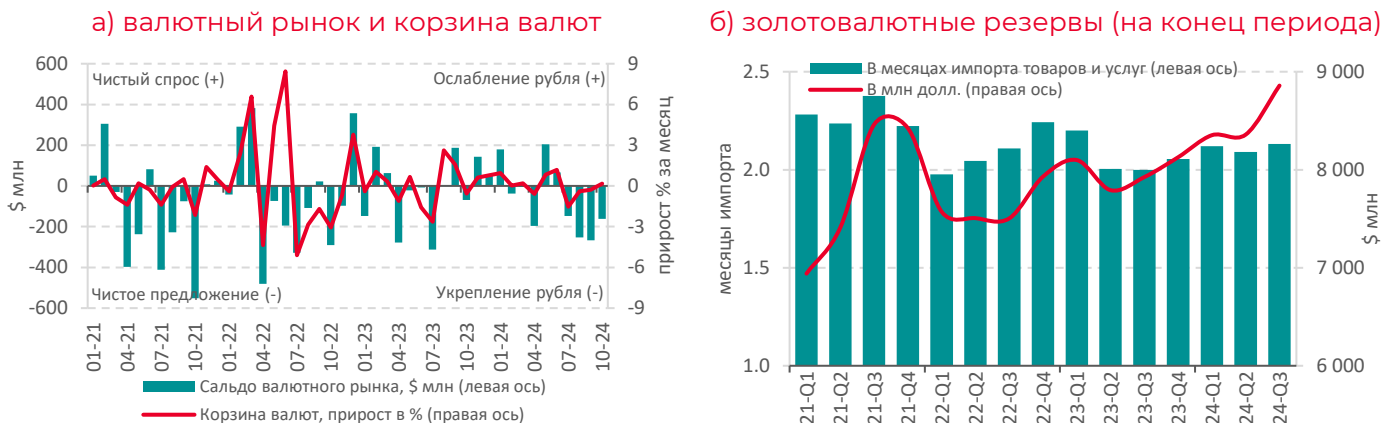
Монетарные условия по-прежнему поддерживали избыточный спрос в экономике, хоть их вклад в разрыв выпуска сократился в результате уменьшения денежно-кредитного стимула (рис 2.г). Одновременно продолжил расти вклад в разрыв выпуска со стороны бюджетных расходов и зарплат, в том числе из-за институциональной слабости Нацбанка, который не в состоянии ограничить эмиссию по бюджетному каналу. 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 около 10,5% г/г в сентябре, а не 6,0% г/г де-факто.^v

Оценки на базе QPM показывают, что даже при действующей системе ценового регулирования ставка МБК должна была находиться не вблизи 5%, а около 9,5% в III квартале 2024 г. для ограничения рисков для макроэкономической стабильности. Фискальное доминирование и рост бюджетных расходов уменьшают эффективность монетарной политики. Увеличиваются риски снижения ставок по кредитам и вкладам в краткосрочной перспективе из-за избытка ликвидности в банках, что в среднесрочном периоде может повысить вероятность жесткой посадки экономики.

2 Курсовая политика: меры, направленность, характер

Белорусский рубль укреплялся в III квартале 2024 г. в условиях существенного чистого предложения иностранной валюты на внутреннем рынке (рис 4.а)

Рис 4. Динамика корзины иностранных валют и золотовалютных резервов

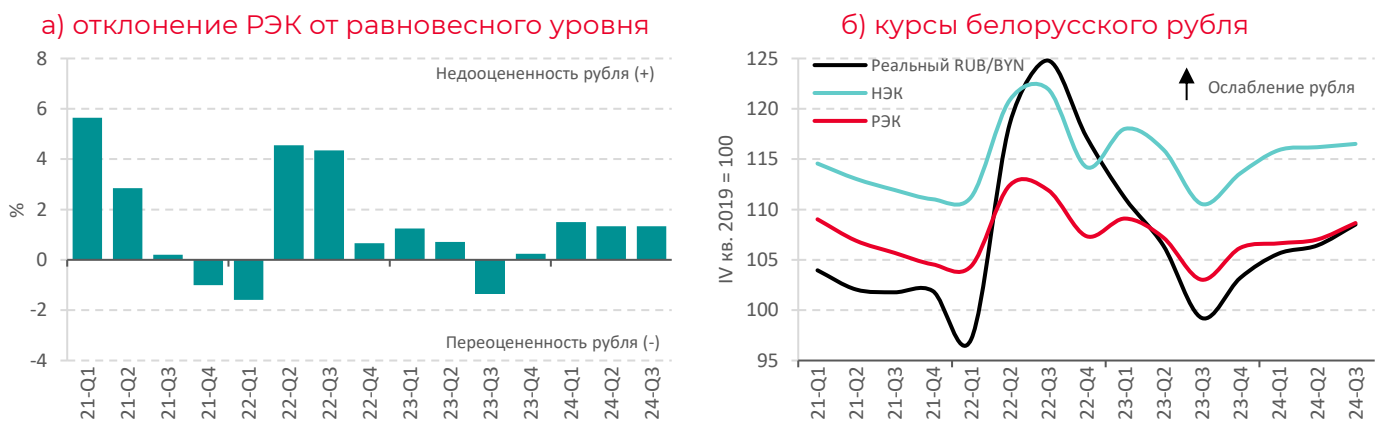


Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси.

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). С выходом новых данных динамика уточняется.

В среднем за III квартал 2024 г. стоимость корзины 3-х иностранных валют (российский рубль, доллар и юань) снизилась на 0,1% к значению II квартала 2024 г. (рис 4.а). Колебания курсов к отдельным иностранным валютам преимущественно определялись динамикой их кросс-курсов на внешних рынках: в среднем за III квартал 2024 г. белорусский рубль укрепился на 1,4% к доллару и ослаб на 0,4% к российскому рублю и китайскому юаню. При этом квартальное снижение стоимости национальной валюты к российскому рублю связано с заметным ослаблением белорусского рубля к российской валюте в июне, что подняло курс RUB/BYN в начале III квартала 2024 г. В августе-сентябре белорусский рубль заметно укрепился к российскому рублю в условиях чистого предложения на внутреннем валютном рынке. В терминах реального эффективного курса (РЭК) рубль потерял 1,5% стоимости в среднем за III квартал 2024 г. (рис 5.б). К этому привело ускорение инфляции в России при заметно более низком росте цен в Беларуси. **Национальная валюта оставалась недооцененной ≈1,3% к равновесному уровню РЭК в III квартале (рис 5.а).**

Рис 5. Эффективные курсы рубля и отклонение РЭК от равновесного уровня (на базе QPM)



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

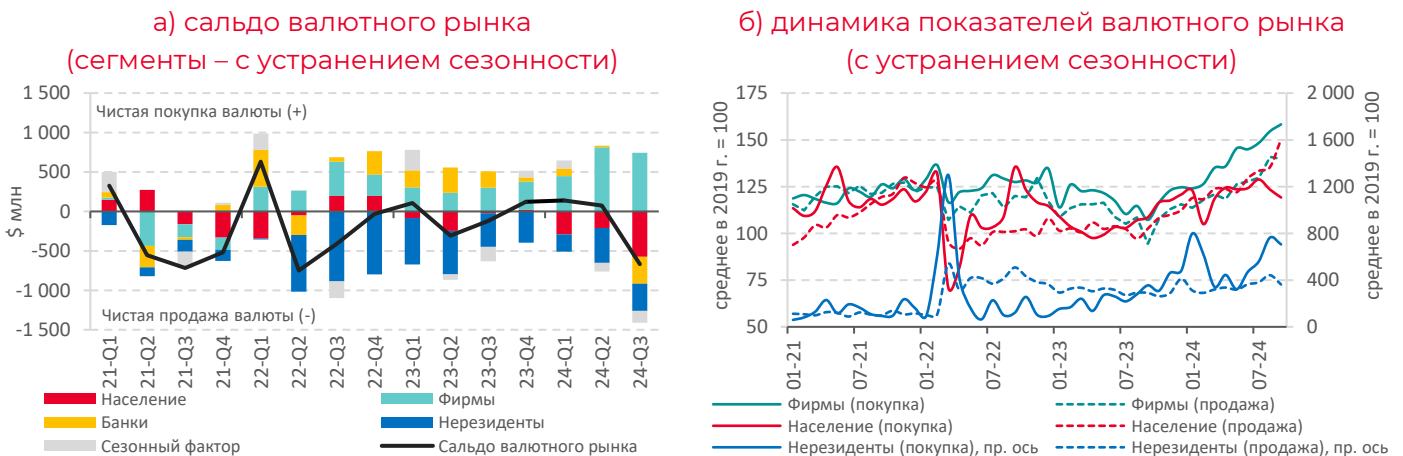
Примечание: НЭК и РЭК – соответственно номинальный и реальный эффективный курс белорусского рубля.

Чистое предложение иностранной валюты в III квартале 2024 г. стало рекордным за два года и составило \$668 млн (≈\$516 млн с устранением сезонности)

Нацбанк балансировал рынок и сглаживал волатильность курса интервенциями: покупка валюты с его стороны (сальдировано с операциями Минфина) в III квартале 2024 г. составила \$668 млн (рис 4.а). Значительное чистого предложения валюты связано с увеличением ее продажи населением и банками. Банки продали на чистой основе ≈\$0,3 млрд (с устранением сезонности) в III квартале 2024 г. (рис 6.а). Большой объем продажи валюты банками нетипичен и может указывать на разовые крупные сделки.

Население продало на чистой основе почти ≈\$0,6 млрд (с устранением сезонности) в июле – сентябре 2024 г. (рис 6.а). Это рекордный квартальный объем продаж за семь лет, а месячный объем в сентябре – максимальный более чем за 15 лет. Такое поведение населения в среде высокого роста доходов может быть связано с высоким спросом на недвижимость, притоком рублей на срочные вклады в условиях нейтральных процентных ставок, а также с уменьшением стимулов к сбережениям в иностранной валюте вследствие санкционных эффектов. Так, отношение прироста срочных рублевых вкладов населения (без наращенных процентов) к объему денежных доходов (с устранением сезонности) в III квартале 2024 г. было рекордным за девять лет. Также возможно, что увеличение ставок по кредитам на жилье в III квартале 2024 г. стимулировало население к большему использованию валютных накоплений при покупке квартир и, соответственно, повышению объемов продаж иностранной валюты (рис 6.б).

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.

Значительное чистое предложение валюты населением маскировало ухудшение состояния валютного рынка в части фирм в текущем году. Чистый спрос на иностранную валюту фирмами в III квартале 2024 г. оставался вблизи рекордного с 2010 г. объема предыдущего квартала и превысил \$0,7 млрд с устранением сезонности (рис 6.а). Если в 2022–2023 гг. покупка валюты предприятиями-резидентами перекрывалась ее продажей нерезидентами (вероятно, произошла перестройка цепочек поставок и механизмов их финансирования), то в текущем году полной компенсации уже не наблюдается. Нерезиденты продали на чистой основе (с устранением сезонности) ≈\$0,35 млрд. В результате суммарная чистая покупка валюты фирмами-резидентами и нерезидентами сохранилась около ≈\$0,4 млрд в III квартале 2024 г. (рис 6.а).

Частично рекордный спрос на валюту со стороны фирм может быть связан с разовыми покупками крупными предприятиями. Однако даже если «зачистить» эти операции, то чистый спрос на валюту фирм оставался вблизи рекордных с 2010 г. значений. И это является следствием обнуления профицита внешней торговли товарами и услугами, а также задержек с поступлением валютной выручки, которые могут быть следствием усложнения финансовых операций в санкционной среде.

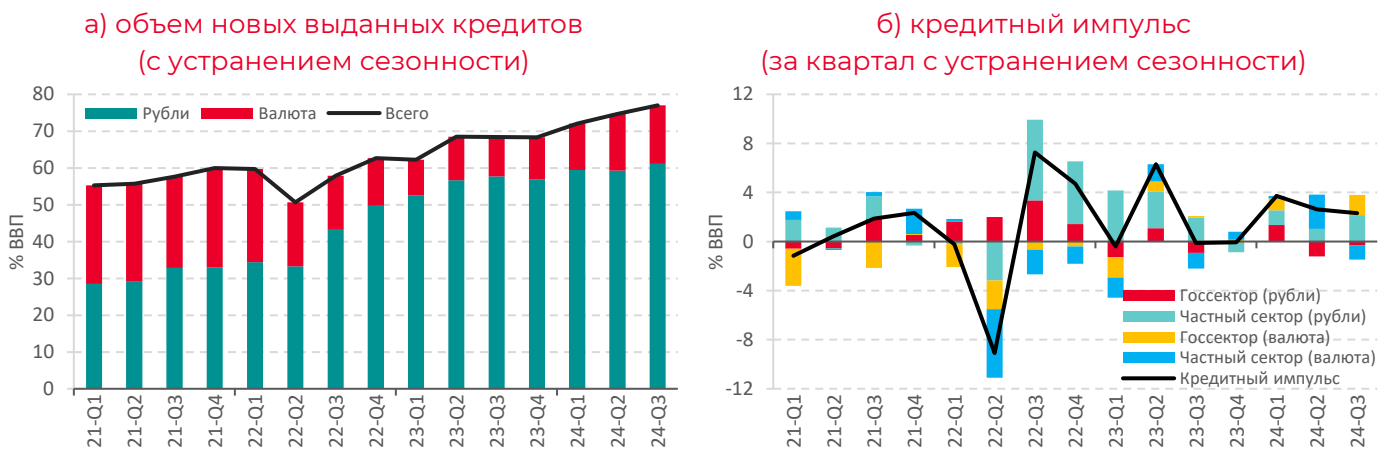
Золотовалютные резервы (ЗВР) выросли на \$0,5 млрд за III квартал 2024 г. – до \$8,86 млрд на 1 октября 2024 г.

Увеличение резервов связано с подорожанием золота на мировом рынке и ослаблением доллара к специальным правам заимствования (СДР): стоимость монетарного золота и СДР в составе ЗВР повысилась соответственно на \$517 и \$40 млн за III квартал 2024 г. Размер наиболее ликвидной составляющей резервов – активов в иностранных валютах – снизился на \$57 млн за III квартал 2024 г. В условиях существенного объема покупки валюты Нацбанком подобное сокращение указывает на вероятные платежи по погашению госдолга в III квартале, а также на высокую значимость российского рубля в валютных интервенциях. Достаточность резервов к началу IV квартала 2024 г. оставалась низкой: их размер относительно импорта товаров и услуг оценивается около 2,1 месяца (рис 4.6), а наиболее ликвидной составляющей в иностранных валютах – около 0,7 месяца.

3 Влияние монетарных условий на кредитно-депозитный рынок

Кредитование расширилось в III квартале 2024 г. и поддерживало перегрев экономики

Рис 7. Динамика новых выданных кредитов и кредитного импульса



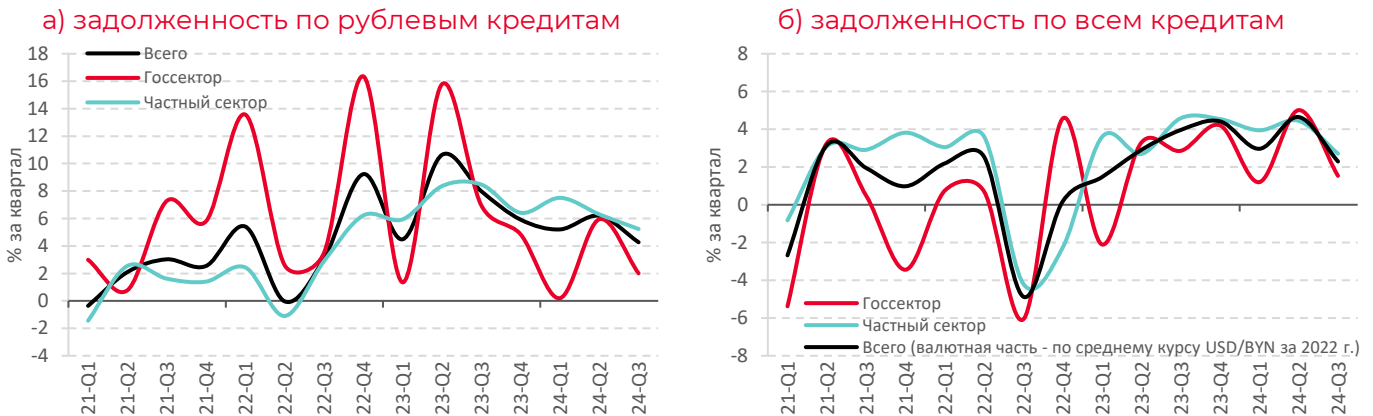
Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

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 Х13 в программе JDemetra+. С выходом новых данных динамика показателей уточняется.

Объем выданных кредитов на ~90% превысил средний уровень 2021 г., а относительно ВВП достиг пика в ~77% (рис 7.а). Кредитный импульс в III квартале 2024 г. немного снизился в сравнении с первой половиной года, но оставался значимо положительным (рис 7.б). Задолженность по кредитам также росла высокими темпами в III квартале, но медленнее в сравнении с предыдущим периодом (рис 8). Это связано с некоторым ослаблением динамики требований банков к организациям, в то время как прирост требований к населению остался около темпа II квартала (более 6% за квартал со снятой сезонностью).

Повышение процентных ставок могло несколько сдерживать кредитную активность. Однако, так как ставки не носили ограничительного характера, а неценовые условия заимствований, вероятно, оставались мягкими, то кредитование продолжило выступать значимым фактором стимулирования экономической активности и, учитывая рекордный объем выданных займов, поддерживало избыточный спрос в экономике.

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



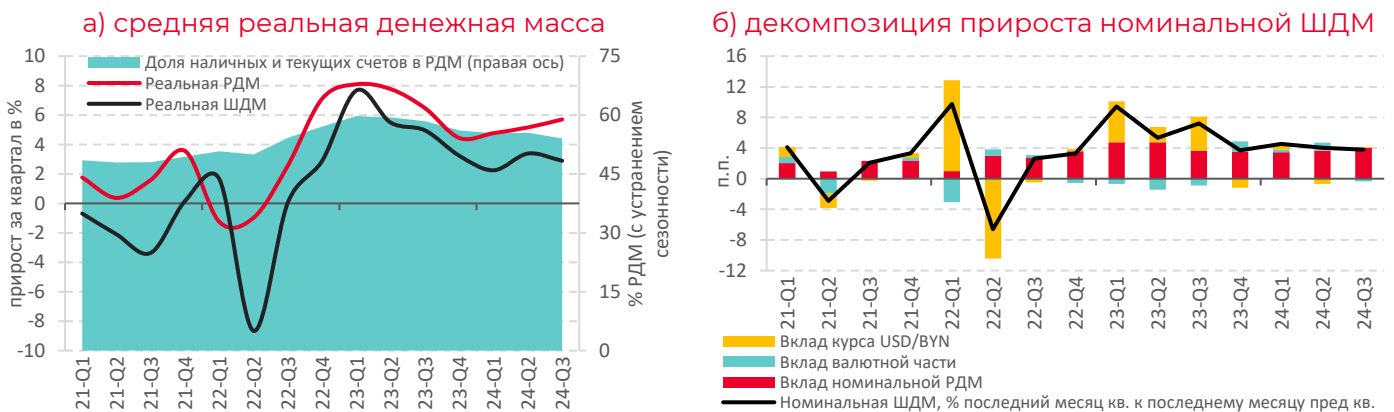
Источник: расчеты BEROC на основе данных Нацбанка Беларуси.

Примечание: с выходом новых данных динамика показателей уточняется.

Денежная масса продолжала расширяться темпами, опережающими рост ВВП

Широкая денежная масса (далее – ШДМ) увеличилась на $\approx 4,3\%$ за III квартал 2024 г. в номинальном выражении (среднее за III квартал 2024 г. к среднему за II квартал 2024 г.) или на $\approx 2,9\%$ в реальном (все показатели с устранением сезонности). Рост ШДМ продолжил обеспечиваться рублевой составляющей (рис 9.б), которая выросла на 7,2 и 5,7% соответственно за аналогичный период (рис 9.а). Увеличение кредита экономике выступало важнейшим источником роста денежной массы. Также значительный вклад внесло наращивание чистых иностранных активов банковской системы, в том числе в результате покупки иностранной валюты Нацбанком на бирже, зеркальным отражением которой стала нестерелизуемая эмиссия белорусских рублей.

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).

Прирост ШДМ в номинальном выражении в III квартале 2024 г. почти на 3 п.п. опередил прирост номинального ВВП (с устранением сезонности). Динамика денежной массы опережает прирост ВВП на протяжении восьми кварталов подряд, а ее объем в реальном выражении значительно превысил сбалансированный уровень. Вероятно, что повышенный спрос экономики на деньги в комбинации с меньшей отдачей в виде роста выпуска подчеркивает достигнутый предел экстенсивного роста экономики из-за производственных ограничений (дефицит работников, сложная логистика поставок, нехватка мощностей) и умеренной инвестиционной активности. Сохранение подчиненной по отношению к правительству позиции Нацбанка в таких условиях и не следование правилам при проведении монетарной политики снижает прочность экономики перед воздействием шоков.

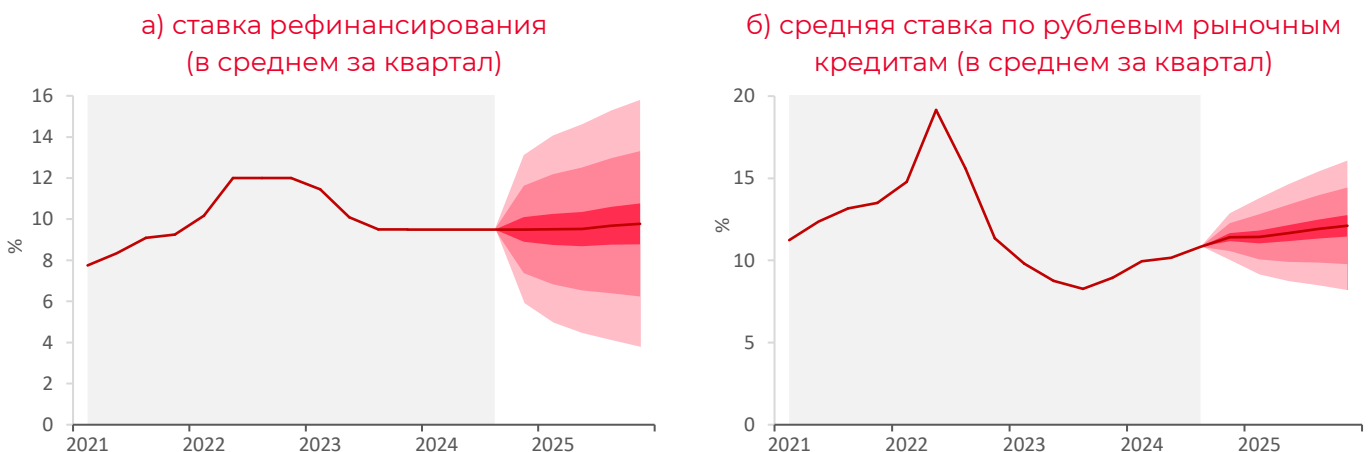
4 Краткосрочный прогноз монетарных условий

Процентные ставки по кредитам и вкладам останутся вблизи нейтральных уровней в IV квартале 2024 г. – 2025 г.

Накопленный инфляционный навес и масштаб перегрева экономики предполагают умеренное ужесточение денежно-кредитной политики как оптимальную стратегию действий. Однако Нацбанк лишен операционной и институциональной независимости – свобода маневра регулятора сильно ограничена, как и возможность самостоятельно устанавливать количественное значение цели монетарной политики.

Нацбанк, вероятно, будет задействовать косвенные инструменты (РВСР, фонд обязательных резервов, пруденциальные ограничители кредитной нагрузки) для поддержания процентных ставок по кредитам и вкладам вблизи их нейтральных уровней. При прогнозируемом повышении инфляции с 5,5–6,0% в 2024 г. до около 6–8% в 2025 г. этому соответствует увеличение средней процентной ставки по рыночным кредитам с $\approx 10,6\%$ в среднем в 2024 г. до $\approx 11,8\%$ в среднем в 2025 г. (рис 10.б). Ставка рефинансирования, при отсутствии сильных шоков, сохранится вблизи 9,5% в 2025 г. Нельзя исключать ее небольшого повышения после завершения электоральной кампании для недопущения смягчения денежно-кредитных условий при повышении инфляции (рис 10.а).

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.

Придание монетарной политике умеренной жесткости маловероятно из-за институциональной слабости Нацбанка. Фискальное стимулирование экономической активности, судя по бюджетным проектировкам, сохранится в будущем году, хоть и в меньшем размере в сравнении с 2023–2024 гг. В связи с этим, если в российской и/или мировой экономике не произойдет масштабных потрясений, то белорусская экономика будет медленно «остывать»: разрыв выпуска останется значимо положительным в 2025 г., но будет сокращаться вследствие уменьшения внутренних и внешних стимулов.

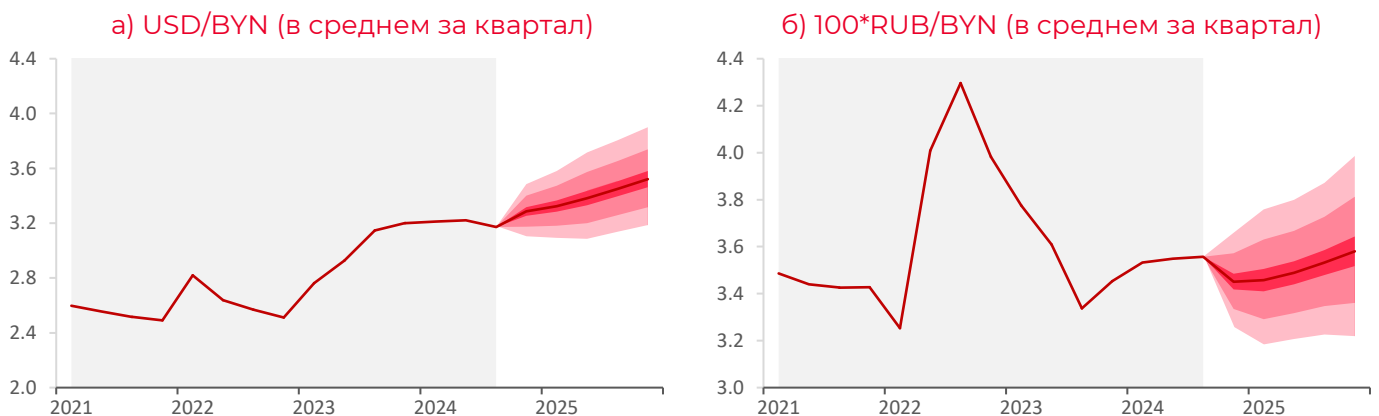
Базовый сценарий на 2024–2025 гг. – дефицит внешней торговли товарами и услугами 0–2% ВВП и ослабление белорусского рубля на 4–6% в терминах корзины валют

В 2025 г. внешние условия могут стать менее благоприятными для наращивания экспортных поставок белорусской продукции. В России ожидается замедление роста спроса в среде ужесточения денежно-кредитной политики, ограничения льготных ипотечных программ и планируемого российскими властями ослабления бюджетного стимула. Это окажет сдерживающее воздействие на спрос на белорусский экспорт. Достигнутый предел загрузки производственных мощностей в белорусской промышленности, недостаточно высокий объем инвестиций для их скорого расширения, а также инфраструктурные барьеры для увеличения поставок калийных удобрений и нефтепродуктов будут ограничивать перспективы экспорта со стороны его предложения.

Импорт в 2025 г. будет сохраняться повышенным. Наращивание в 2024 г. покупок гособлигаций Нацбанком на вторичном рынке в среде сильной динамики бюджетных доходов указывает на намерение сохранять стимулирующую бюджетную политику, как минимум, в первой половине 2025 г. В сочетании с нежесткой денежно-кредитной политикой это будет поддерживать стимулы к потреблению, в связи с чем его коррекция к сбалансированному состоянию может быть довольно медленной и инерционной.

В результате экономику в базовом сценарии, при отсутствии сильных шоков и жесткой посадки, ожидает медленное «остывание» и замедление прироста ВВП с $\approx 4,3\%$ в 2024 г. до $\approx 1,5\text{--}2,5\%$ в 2025 г. Этому будет соответствовать дефицит внешней торговли товарами и услугами в диапазоне 0–2% ВВП и умеренное давление на рубль, который может ослабнуть на 4–6% в терминах корзины валют за 2025 г. При нахождении курса USD/RUB вблизи 97 российских рублей за доллар курс USD/BYN составит 3,42 белорусского рубля за доллар в среднем за 2025 г. (рис 11.а). Курс 100*RUB/BYN в таком случае прогнозируется в размере 3,51 белорусского рубля за 100 российских рублей в среднем в 2025 г. (рис 11.б).

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.

Риски отклонения от базового прогноза велики из-за «хрупкости» перегретой экономики Беларуси и неопределенности внешних условий

Отсутствие правил при реализации монетарной политики снижает ее предсказуемость, особенно в условиях дискреционной бюджетной политики и отсутствия независимости Нацбанка. Нельзя исключать усиления бюджетных и квазибюджетных стимулов в 2025 г. в попытке властей добиться цели по приросту ВВП в 4,1%. Если Нацбанк не будет реагировать на такую политику соответствующим ужесточением денежно-кредитных условий, то положительный разрыв выпуска может достичь 6%. Это сильно увеличит вероятность жесткой посадки экономики в среднесрочном периоде – сильного экономического спада, сопряженного с потерей благосостояния граждан. Если же Нацбанк ужесточит политику при реализации подобного сценария, то негативные последствия напрямую ощутит частный бизнес из-за удорожания рыночного финансирования.

Прогнозируемая рассинхронизация монетарной политики в Беларуси и России – значительно более высокие процентные ставки в России в сравнении с Беларусью – будет нести риски для белорусского валютного рынка как в части поддержания повышенного внутреннего спроса и импорта на белорусском рынке, так и в части увеличения привлекательности вложений в активы, номинированные в российских рублях.

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

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 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 повысилась с 6,6% в среднем за II квартал 2024 г. до 8,3% за III квартал 2024 г., в том числе по вкладам фирм – с 6,2 до 7,9%, по вкладам населения – с 10,1 до 10,8%.

^{iv} Номинальная средняя ставка по новым рыночным кредитам банков в рублях повысилась с 10,2% в среднем за II квартал 2024 г. до 10,8% за III квартал 2024 г., в том числе по кредитам фирмам – с 10,2 до 10,9%, по кредитам населению – с 10,0 до 10,2%.

^v Подробнее о динамике, факторах и прогнозе инфляционных процессов в Беларуси см.: BEROC (2024) Обзор инфляции: III квартал 2024 г.

URL: <https://beroc.org/upload/medialibrary/cd7/cd7ddf2e9ac3fec4928ee533b3b97e13.pdf>.