



## ВОЗМОЖНОСТИ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ В ПРОТИВОДЕЙСТВИИ ЭКОНОМИЧЕСКИМ ШОКАМ В БЕЛАРУСИ

Дмитрий Крук\*

### Резюме

В данной работе рассматриваются возможности монетарной политики Беларуси в условиях воздействия внешних шоков и формирования новых рисков для национальной экономики. С одной стороны, кризис обнажил существенные структурные диспропорции в национальной экономике: перманентный дефицит счета текущих операций платежного баланса, зависимость макроэкономической динамики от ряда ключевых отраслей, высокая финансовая и реальная долларизация, низкая капитализация и недостаточная развитость финансовой системы, и пр. С другой стороны, в первые периоды кризиса (2008-2009 гг.) белорусская экономика за счет активного использования, как косвенных мер стимулирования, так и директивных, смогла продемонстрировать одни из наиболее привлекательных макроэкономических результатов в регионе. Во многом, благоприятные результаты 2009 г. объяснялись как раз таки дополнительным накоплением структурных диспропорций, а не их устранением, что в большинстве случаев свойственно кризисному периоду. Ситуация в 2010 году существенно изменилась. Во-первых, дно кризиса оказалось пройденным, а потому целесообразность активного применения стимулирующих мер политики оказалась под вопросом. Во-вторых, существенно повысилась приоритетность политических целей в отношении показателей макроэкономической динамики. В-третьих, в 2010 г. на национальную экономику оказали воздействие ряд новых шоков. Результатом всех указанных факторов стало формирование ряда новых вызовов и угроз для национальной экономики, как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде.

Данная публикация выходит в рамках проекта «Аналитическая поддержка монетарной политики, направленной на обеспечение макроэкономической стабилизации как необходимого условия для проведения рыночных реформ в Беларуси», реализуемого CASE Belarus. Совместное финансирование этого проекта осуществляется в рамках программы польской помощи для заграницы Министерства иностранных дел Республики Польша в 2010 г. ([www.polskapomoc.gov.pl](http://www.polskapomoc.gov.pl)).



ПОЛЬСКАЯ ПОМОЩЬ

Данная публикация представляет исключительно мнение автора, которое может не совпадать с официальной позицией Министерства иностранных дел Республики Польша и CASE Belarus.

---

\* Дмитрий Крук – экономист Исследовательского центра ИПИМ, e-mail: [kruk@research.by](mailto:kruk@research.by).

## Содержание

1. Введение.....	3
2. Макроэкономическая динамика – 2010.....	3
2.1. Сценарий экономической политики в 2010 году.....	3
2.2. Инструменты экономической политики в 2010 году.....	5
2.3. Механизмы поддержания кредитного бума в национальной экономике.....	7
2.4. Накопление рисков и качественных искажений.....	13
3. Сценарии развития белорусской экономики.....	16
3.1. Устранение макроэкономических диспропорций.....	16
3.2. Поиск новых источников роста.....	18
4. Заключение.....	20

### Рабочий материал Исследовательского центра ИПМ



ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
ЦЕНТР ИПМ  
исследования • прогнозы • мониторинг



Polish aid

ул. Захарова, 50 Б, 220088, Минск, Беларусь  
тел./факс +375 17 210 0105  
веб-сайт: <http://research.by/>, e-mail: [research@research.by](mailto:research@research.by)

Sienkiewicza 12, 00-010 Warsaw, Poland  
тел. +48 22 828 60 69  
e-mail: [case.belarus@case-research.eu](mailto:case.belarus@case-research.eu)

© 2010 Исследовательский центр ИПМ  
© 2010 CASE Belarus

## **1. Введение**

Последствия глобального кризиса для белорусской экономики до сих пор трудно оценить однозначно. С одной стороны, кризис обнажил существенные структурные диспропорции в национальной экономике: перманентный дефицит счета текущих операций платежного баланса, зависимость макроэкономической динамики от ряда ключевых отраслей, высокая финансовая и реальная долларизация, низкая капитализация и недостаточная развитость финансовой системы, и пр. С другой стороны, в первые периоды кризиса (2008-2009 гг.) белорусская экономика за счет активного использования, как косвенных мер стимулирования, так и директивных, смогла продемонстрировать одни из наиболее привлекательных макроэкономических результатов в регионе. Во многом, благоприятные результаты 2009 г. объяснялись как раз таки дополнительным накоплением структурных диспропорций, а не их устранением, что в большинстве случаев свойственно кризисному периоду.

Ситуация в 2010 году существенно изменилась. Во-первых, дно кризиса оказалось пройденным, а потому целесообразность активного применения стимулирующих мер политики оказалась под вопросом. Во-вторых, существенно повысилась приоритетность политических целей в отношении показателей макроэкономической динамики. В-третьих, в 2010 г. на национальную экономику оказали воздействие ряд новых шоков. Результатом всех указанных факторов стало формирование ряда новых вызовов и угроз для национальной экономики, как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде. Целью данной работы является выявление соответствующих рисков в национальной экономике и формулирования возможных сценариев экономической и структурной политики на фоне данных рисков.

Данная работа имеет следующую структуру. Во втором разделе рассматривается макроэкономическая динамика в 2010 году. В этом контексте анализируется роль экономической политики, в том числе имевшая де-факто корректировка сценария ее реализации. Кроме того, в данном разделе рассматриваются «болевы точки» белорусской экономики, значимые с позиции ее развития в долгосрочной и краткосрочной перспективе. Третий раздел посвящен возможным сценариям ликвидации последствий нарушения макроэкономического баланса в краткосрочном периоде, а также возможным мерам структурной политики. В четвертом разделе представлены основные выводы.

## **2. Макроэкономическая динамика – 2010**

### **2.1. Сценарий экономической политики в 2010 году**

Официальные целевые показатели на предвыборный 2010 г. были представлены экономическими властями в декабре 2009 г. и включали довольно высокие показатели по темпу роста ВВП (11-13% г/г) и реальных денежных доходов домашних хозяйств (14-15% г/г). Вместе с тем, ключевым компонентом совокупного спроса, который должен был обеспечить существенное ускорение роста ВВП, представлялись инвестиции в основной капитал, рост которых был запланирован в диапазоне 21-25% г/г. В тот момент сценарий экономической политики на 2010 г. подразумевал политику экспансию схожую с 2009 годом. Стоит отметить, что в начале 2010 года белорусская экономика вышла из циклической рецессии, и с этой позиции, объяснить необходимость экспансионистской политики было достаточно затруднительно. Уже в тот момент были очевидны потенциальные «точки нарушения» макроэкономического равновесия вследствие стимулирующей политики: ухудшение результатов внешней торговли, формирование и рост дефицита на внутреннем валютном рынке, давление на обменный курс, инфляционное давление. Безусловно, правительство в полной мере осознавало наличие соответствующих рисков, а потому пыталось найти некий компромисс между политической целью стимулирования роста и необходимостью минимизировать макроэкономическую дестабилизацию. В этой ситуации выбор инвестиций в основной капитал в качестве приоритетного элемента совокупного

спроса стал в некоторой степени таким компромиссом. Основные идеи правительственного сценария макроэкономической динамики заключались в следующем. Во-первых, рост на основе инвестиций потенциально мог бы стать предпосылкой для долгосрочного роста производительности, и, тем самым, способствовать разрешению ряда структурных проблем национальной экономики. Другими словами, накопленные диспропорции за счет искусственного стимулирования спроса предполагалось нейтрализовать в дальнейшем за счет более высоких темпов роста, обусловленного фундаментальными причинами. Во-вторых, обеспечение роста инвестиций виделось наиболее реалистичным, поскольку государство сохраняет в своем распоряжении прямые инструменты воздействия на инвестиционную активность предприятий: бюджетное финансирование, стимулирование банковского кредитования, и пр. В-третьих, такой сценарий подразумевал ограничение накопления диспропорций на макроуровне, главным образом, дополнительного дефицита торгового баланса за счет снижения эластичности импорта по внутреннему спросу. Например, за счет рычагов воздействия на инвестиционную деятельность нефинансовых предприятий государство может рассматривать в качестве приоритетных для финансирования те инвестиционные проекты, в рамках которых минимизированы затраты на импортные инвестиционные товары. Кроме того, влияние разогрева инвестиционной активности предприятий на цены, как правило, слабее, нежели влияние, например, потребительской активности. Поэтому в рамках такого сценария подразумевалось сохранение контроля над инфляцией. Наконец, сценарий инвестиционного роста рассматривал иностранные инвестиции в качестве основного источника финансирования инвестиций в основной капитал, что по определению должно было содействовать большой стабильности на внутреннем валютном рынке.

Вносить существенные корректировки в такой сценарий пришлось уже в начале года. Первые корректировки были обусловлены так называемым нефтяным шоком, то есть изменением Россией условий поставки нефти в Беларусь. Это автоматически ухудшило белорусский торговый баланс (по нашим оценкам, по сравнению с механизмом 2009 года, соответствующая упущенная экспортная выручка составляет около USD 2 млрд или около 3.5% от ВВП 2010 года). Кроме того, нефтяной шок обусловил сокращение доходов бюджета, которые, по оценкам Министерства финансов, составляют также около USD 2 млрд в годовом исчислении. В этой ситуации необходимо было либо обеспечить рост поступлений по другим доходным статьям бюджета, либо сократить ряд расходных статей, либо же согласиться с более высоким дефицитом бюджета. На практике, в той или иной степени, были использованы все данные опции, но доминирующим стало увеличение бюджетного дефицита относительно изначально запланированного уровня. Осенью Министерство финансов признало необходимость увеличения планового дефицита бюджета, при этом, оценки уровня дефицита до сих пор колеблются от 2 до 3% от ВВП (изначальный проект консолидированного бюджета предполагал дефицит в размере 1.5% от ВВП). В любом случае, для Беларуси существенный дефицит бюджета является новой ситуацией, так как в предыдущие пять лет в фискальной сфере традиционно обеспечивался либо профицит, либо сальдо близкое к нулю. Другими словами, это означает, что правительство во многом утратило поле для маневра в фискальной сфере, сократив возможности использования данного инструмента для противодействия неблагоприятным шокам.

Впоследствии оказалась несостоятельной еще одна предпосылка сценария инвестиционного роста – привлечение дополнительного объема иностранных инвестиций, главным образом, в виде прямых инвестиций. Изначальный план властей подразумевал, что инвестиции в основной капитал вырастут на 23-25% г/г. Для финансирования такого прироста за счет иностранных источников необходимым представлялось привлечение около USD 4 млрд, которые бы пошли на финансирование инвестиций в основной капитал. В этом контексте, правительство рассматривало привлечение китайских инвестиций как одно из главных направлений решения поставленной задачи. Соглашения с потенциальными китайскими инвесторам и банками предполагают возможность привлечения до USD 15 млрд

китайских ресурсов на осуществление инвестиционных проектов в различные сектора национальной экономики. Однако, вплоть до настоящего момента, лишь незначительная часть из этих средств была де-факто предоставлена для осуществления инвестиционных проектов белорусских предприятий. Основной причиной такой ситуации представляется различные подходы сторон к механизму предоставления средств. Как показано выше, Беларусь нуждается в привлечении несвязанных средств, предпочтительно в форме прямых инвестиций в приоритетные отрасли, которые могут стать «точками роста» для всей экономики. В свою очередь, китайская сторона рассматривает предоставление ресурсов, прежде всего, как инструмент продвижения своего экспорта. Поэтому они предпочитают предоставлять эти средства в виде связанных кредитов, предполагающих приобретение китайских товаров, а в ряде случаев, и использование китайской рабочей силы. В результате, за первое полугодие 2010 г. ожидаемого скачка в притоке прямых иностранных инвестиций не произошло. Соответственно, по итогам 10 месяцев функционирования экономики сохраняется существенный разрыв между запланированным ростом инвестиций в основной капитал и фактическим показателем.

## 2.2. Инструменты экономической политики в 2010 году

Данные по системе национальных счетов за второй квартал 2010 г. свидетельствуют о весьма важной тенденции в структуре совокупного спроса – основным его компонентом, обеспечивающим рост в текущем году, становится потребление домашних хозяйств, а не валовое накопление капитала (см. Табл.1).

**Таблица 1. Вклад компонентов совокупного спроса в прирост ВВП, процентных пунктов**

	2007	2008	2009	2009				2010	
				1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.
<b>ВВП, % г/г</b>	<b>8.6</b>	<b>10.2</b>	<b>0.2</b>	<b>1.1</b>	<b>-0.4</b>	<b>-1.1</b>	<b>1.7</b>	<b>4.0</b>	<b>8.9</b>
<i>Расходы на конечное потребление домашних хозяйств</i>	7.0	9.1	-0.2	2.9	-0.8	-1.8	0.3	2.9	8.2
<i>государственных учреждений, некоммерческих организаций, обслуживающих домашние хозяйства</i>	7.1	9.1	0.2	3.1	-0.3	-1.4	0.1	2.7	8.1
<i>государственных учреждений, некоммерческих организаций, обслуживающих домашние хозяйства</i>	-0.1	0.1	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	0.1	0.2	0.1
<i>государственных учреждений, некоммерческих организаций, обслуживающих домашние хозяйства</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0
<i>Валовое накопление основного капитала</i>	5.6	10.3	-0.2	3.9	3.3	-2.2	-4.6	-1.9	4.4
<i>изменение запасов</i>	5.2	8.1	2.9	6.7	6.8	3.2	-3.7	-1.1	4.8
<i>изменение запасов</i>	0.4	2.3	-3.1	-2.7	-3.5	-5.4	-0.8	-0.8	-0.4
<b>Внутренний спрос</b>	<b>12.6</b>	<b>19.5</b>	<b>-0.2</b>	<b>6.9</b>	<b>2.5</b>	<b>-4.0</b>	<b>-4.2</b>	<b>1.0</b>	<b>12.7</b>
<b>Чистый экспорт товаров и услуг</b>	<b>-1.5</b>	<b>-9.4</b>	<b>1.0</b>	<b>-5.8</b>	<b>-2.5</b>	<b>4.1</b>	<b>7.6</b>	<b>3.2</b>	<b>-2.9</b>
<b>Статистическое расхождение</b>	<b>-2.5</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.9</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.4</b>	<b>-1.2</b>	<b>-1.7</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.9</b>

Источник: Собственные расчеты на базе данных Белстата.

Потребление домашних хозяйств продемонстрировало резкий рост в первом полугодии, несмотря на то, в наибольшей мере инструменты по увеличению доходов населения были использованы лишь в конце года. В первом полугодии 2010 г. тарифная ставка первого разряда была повышена дважды, однако величина ее изменения, принимая во внимание, что последний раз она повышалась во второй половине 2008 г., была относительно небольшой – 16.8%. Поэтому темпы роста заработной платы в первом полугодии были относительно умеренными (по сравнению с величинами, запланированными в официальном прогнозе на год в целом) – 8.1% г/г. Реальные денежные доходы населения, которые помимо заработной платы включают также другие виды доходов (трансферты, доходы от собственности и пр.) росли в первом полугодии практически таким же темпом – 8.0% г/г. При таких показателях роста доходов, потребление домашних хозяйств в первом полугодии выросло на 9.6% г/г. Если рассматривать отдельно второй квартал текущего года, то разрыв между темпами роста реальных денежных доходов (11.0% г/г) и потреблением домашних хозяйств (14.6% г/г) в еще большей мере очевиден.

Разрыв между темпами роста доходов и потребления свидетельствует о чрезвычайно важной тенденции в национальной экономике – на фоне ожиданий существенного роста доходов в конце года стала расти склонность населения к потреблению. Объяснения этой

тенденции могут быть разные. С одной стороны, можно говорить о потребительском оптимизме и позитивных ожиданиях, что стимулирует потребительскую активность домашних хозяйств. С другой стороны, увеличение склонности к потреблению может быть и следствием негативных ожиданий – ожиданий роста цен и потери покупательной способности в будущем, что стимулирует населения увеличивать потребление сегодня.

Тенденция опережающего роста потребления над темпами роста доходов стала постепенно затухать в третьем квартале на фоне реализации ожиданий по росту доходов (за третий квартал реальные денежные доходы выросли на 19.1% г/г, тогда как за второй на 11.0% г/г). Однако существенный рост потребительской активности сохранялся, и, прежде всего, на рынке непродовольственных товаров. Например, за третий квартал розничный товарооборот вырос на 18.4% г/г (16.4% г/г во втором квартале), а по непродовольственным товарам он вырос на 21.6% г/г (18.5% г/г во втором квартале).

Вне зависимости от того, что является движущей силой растущей склонности к потреблению, можно предполагать, что соответствующие позитивные и негативные ожидания будут лишь усиливаться по мере стимулируемого правительством роста доходов населения<sup>†</sup> в конце года. Соответственно, весьма вероятно, что основной характеристикой 2010 года в целом станет «перемещение центра экономической активности на потребительский рынок». Однако динамика потребления в последующие периоды не столь однозначна и во многом будет зависеть от того, что является движущей силой потребительской активности в настоящее время.

На фоне проблем с привлечением иностранных инвестиций правительство пыталось стимулировать инвестиционную активность идентично механизму 2009 года – посредством предоставления монетарных стимулов. В результате, кредиты предоставленные банками стали доминирующим источником финансирования инвестиций в основной капитал (см. Табл.2).

**Таблица 2. Вклад источников финансирования в прирост инвестиций за январь-сентябрь 2010 г.**

	Прирост, %	Вклад в прирост*
<b>Инвестиции в основной капитал, в т.ч.</b>	<b>9.5</b>	<b>9.5</b>
средства консолидированного бюджета	-7.0	-1.5
собственные средства организаций	1.6	0.6
заемные средства других организаций	-3.0	0.0
иностранные источники (без кредитов иностранных банков)	-8.1	-0.1
кредиты банков:	27.4	7.3
собственные средства населения	12.1	1.0
внебюджетные фонды	-33.3	-0.1
прочие источники	72.2	2.3

\* Вклад в прирост в процентных пунктах. На прочие источники отнесен рост за счет изменений в структуре.

Источник: Белстат.

Такую ситуацию следует скорее характеризовать не столько как целенаправленное предоставление монетарных стимулов, а скорее как их предоставление на фоне недостатка притока иностранных инвестиций. В этих условиях банковская система вновь рассматривается как инструмент «разогрева экономики». Инструменты, посредством которых обеспечивалась такая роль банковской системы можно разделить на директивные и косвенные. Среди первых по-прежнему доминирующая роль принадлежит практике предоставления директивных кредитов. Вместе с тем, обеспечивая приток ресурсов для банков, предоставляющих директивные кредиты, а также пытаясь обеспечить рост

<sup>†</sup> В случае, если в основе роста потребительской активности находятся негативные ожидания, то это должно выразиться в существенном снижении склонности к потреблению после периодов бурного роста доходов.

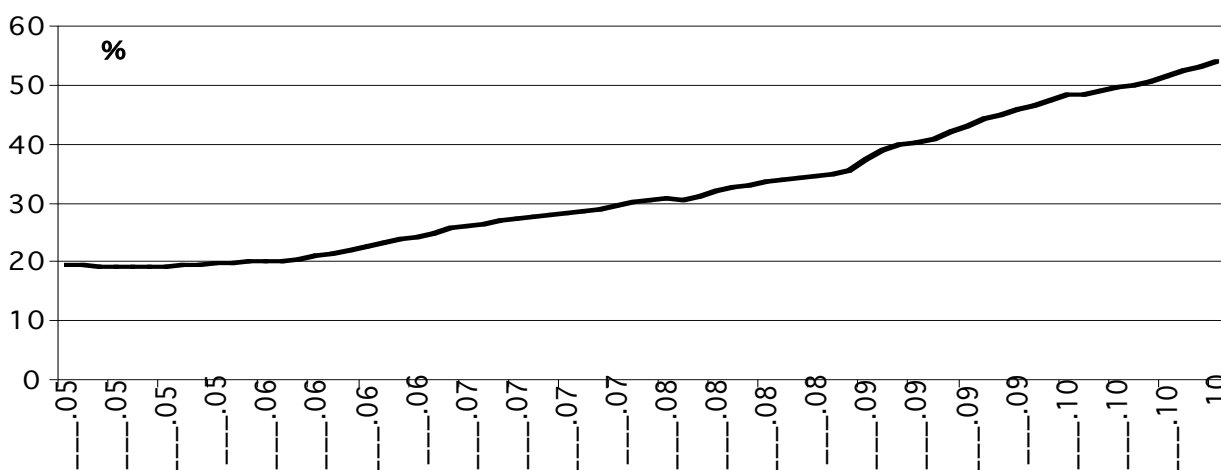
кредитования и другими банками, Национальный банк активно рефинансировал коммерческие банки. Эти массированные вливания ликвидности де-факто стали основным источником средств для коммерческих банков при кредитовании нефинансовых предприятий, так как другие источники пассивов росли гораздо более умеренными темпами.

### 2.3. Механизмы поддержания кредитного бума в национальной экономике

На протяжении последних лет белорусские банки наращивают объемы своих кредитных портфелей весьма стремительными темпами. В мировой практике Беларусь в этом отношении отнюдь не является уникальным случаем: быстрый рост кредитования имел место неоднократно во многих развитых и развивающихся странах. Для того, чтобы сравнивать между собой банковские системы различных стран с точки зрения динамики их кредитного портфеля довольно часто используется категория кредитного бума. В экономических исследованиях имеет место ряд подходов к тому, какого рода кредитная динамика может быть охарактеризована как кредитный бум. Наиболее простым подходом является определение кредитного бума как периода, в течение которого произошло увеличение соотношения банковских кредитов и ВВП на 10 и более процентных пунктов<sup>‡</sup>.

Исходя из этого определения, можно говорить о том, что по сравнению с предыдущими периодами, ориентировочно в середине 2006 г., в Беларуси начался кредитный бум (см. рис.1).

**Рисунок 1. Соотношение требований банков к экономике и ВВП (в номинальном выражении), %.**



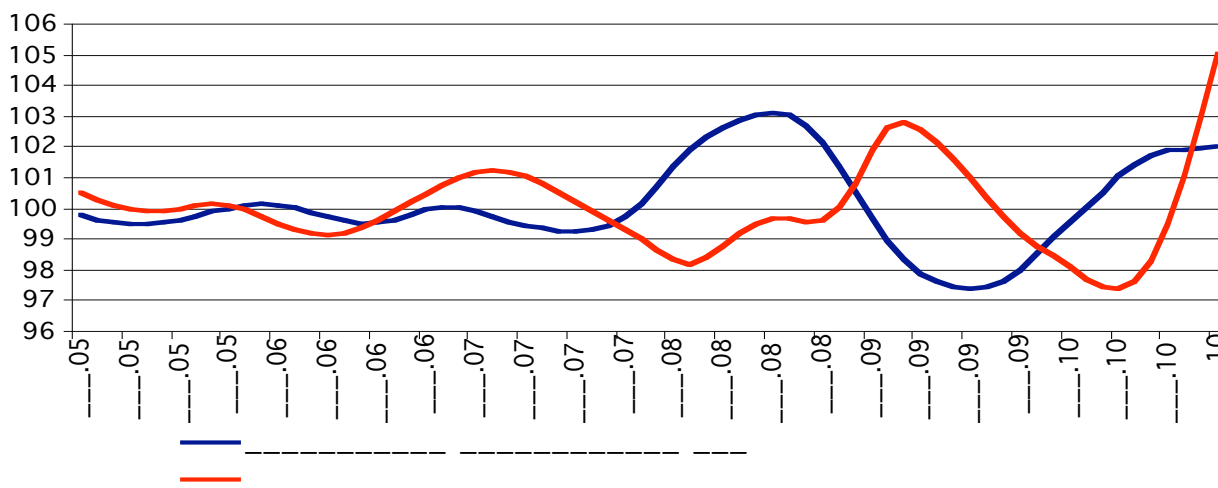
Примечание: Величина требований к экономике рассчитана как средняя за месяц и сопоставляется с объемом ВВП за 12 месяцев.  
Источник: Собственные расчеты на базе данных Национального банка и Белстата.

Среди причин кредитных бумов, как правило, выделяют: изменение в фазе бизнес-цикла (переход в стадию экспансии), обусловленное благоприятным шоком; либерализация изначально слабой финансовой системы; приток капитала, обусловленный внешними факторами; шоковое изменение уровня национального богатства и доходов, обусловленное, например, структурными реформами. В той или иной степени, белорусский кредитный бум можно связать со всеми вышеуказанными причинами. Например, в период 2007-2008 гг. важными факторами кредитного бума стали приток капитала в белорусскую банковскую систему (займы от нерезидентов) и экономическая экспансия, обусловленные благоприятной внешней средой. В некоторой мере в течение всего периода играли свою роль факторы повышения уровня доходов и национального богатства, что было связано с высокими темпами роста в докризисный период, а также либерализация регулирования белорусской банковской системы. Однако даже на интуитивном уровне объяснение белорусского

<sup>‡</sup> Возможны более узкие определения, зависящие от продолжительности рассматриваемого периода и других параметров.

кредитного бума исключительно этим перечнем причин представляется сомнительными. Этот кредитный бум имел довольно устойчивый характер, не столь существенно реагируя на изменения указанных факторов. Например, в 2009 г. несмотря на нахождение экономики в фазе рецессии, соотношение объема выданных кредитов и ВВП увеличилось на рекордные 12%. В целом за рассматриваемый период прослеживается отрицательная корреляция между циклической динамикой ВВП и кредитного портфеля банков (см. рис.2).

Рисунок 2. Циклическая составляющая ВВП и требований банков к экономике.



Примечание: Циклическая составляющая требований банков к экономике рассчитана на базе ряда, в котором в качестве значения за месяц рассматривается величина требований на 1-ое числа следующего месяца. Значение каждой циклической составляющей равно 100 соответствует долгосрочному равновесному уровню.

Источник: Собственные расчеты на базе данных Национального банка и Белстата.

Увеличение циклической составляющей требований банков в экономике в целом за период сочетается со снижением циклической составляющей ВВП. Такая взаимосвязь отражает важную роль директивных кредитов в банковской системе, которые используются экономическими властями как инструмент для стимулирования роста ВВП. Другим словами, вместо стандартной взаимосвязи, когда ускорение роста кредитования способствует ускорению роста ВВП, и, наоборот, в Беларуси наблюдается обратная взаимосвязь между этими показателями. Таким образом, в качестве одной из важнейших причин кредитного бума в Беларуси следует выделить специфическую причину – широкое использование механизма директивного кредитования. Директивное кредитование, с точки зрения экономических властей, призвано стимулировать рост экономической активности.

С одной стороны, кредитный бум можно охарактеризовать как процесс, обусловленный повышением спроса на национальную валюту в экономике и свидетельствующий о качественном улучшении функционирования национальной банковской системы. В таком случае, следует говорить о том, что повышение эффективности банковской системы и увеличение ее масштабов способствует более эффективному распределению ресурсов в национальной экономике, и, тем самым, содействует экономическому росту. С другой стороны, в мировой практике довольно часто имела место ситуация, когда быстрое наращивание банковских активов являлось предвестником финансового кризиса. Возможное наличие такой причинно-следственной взаимосвязи легко объяснимо на интуитивном уровне: желание финансовых посредников увеличить свою прибыль приводит к снижению качества оценки заемщиков и готовности принимать на себя большие риски, обусловленные предоставлением ресурсов заемщиком с невысокой кредитоспособностью.

Разделяя кредитные бумы на типы в зависимости от их воздействия на последующее развитие финансовой системы, как правило, выделяют хорошие и плохие бумы, в зависимости от того, следуют ли за ними финансовые кризисы или нет. На сегодняшний день нет полноценного консенсуса в отношении причин плохих бумов, механизмов, посредством которых они обуславливают финансовые кризисы, а также рекомендаций относительно мер экономической политики по предотвращению таких бумов. В этом



направлении можно выделить лишь ряд описательных характеристик, свойственных плохим кредитным бумагам: величины плохих бумов больше, чем хороших; они делятся дольше; им присуща более высокая инфляция; они чаще имеют место в относительно закрытых экономиках; они сопровождаются меньшими темпами роста, большим дефицитом текущего счета, а также более слабым банковским регулированием и надзором по сравнению с хорошими бумагами (Dell'Aticcia (2006)).

В случае Беларуси есть основания предполагать, что поскольку кредитный бум носит во многом искусственный характер (связанный с директивными кредитами), то это автоматически будет способствовать накоплению банками диспропорций в период кредитного бума, что может обусловить последующие негативные последствия для банковской системы. Причинно-следственные связи в данном случае выглядят следующим образом: а) экономические власти, пытаясь стимулировать экономику, активизируют механизм директивного кредитования, б). банки вынуждены принимать на себя избыточные риски, связанные с относительно низкой кредитоспособностью заемщиков в рамках системы директивного кредитования, а также, связанные с ростом неопределенности в условиях неблагоприятной макросреды (фазы рецессии). Такие последствия кредитного бума довольно отчетливо проявились в 2009 г., когда рост кредитования достигался преимущественно за счет наращивания кредитных портфелей государственных банков. В результате, по оценке Национального банка общий уровень подверженности белорусской банковской системы рискам (в наибольшей мере, кредитному, валютному и риску ликвидности) существенно возрос<sup>§</sup>. Кроме того, о накоплении системных диспропорций в белорусской банковской системе свидетельствует также возросшая в 2009 г. чувствительность банковского сектора к ухудшению качества активов и оттоку средств нерезидентов, что показывают стресс-тесты НБРБ<sup>\*\*</sup>.

Эти последствия можно резюмировать как накопление системного риска в белорусской банковской системе, обусловленного искусственным кредитным бумом. Формально, об этом свидетельствует также прямая взаимосвязь между циклическими компонентами требований банков к экономике и их проблемными активами (см. рис.3). То есть, искусственный характер кредитного бума в белорусской экономике предопределяет, что ускорение роста кредитования приводит к ускорению роста проблемной задолженности. Такие механизмы обуславливали выделение белорусской банковской системы в качестве одного из уязвимых звеньев белорусской экономики, например, в ряде отчетов международных рейтинговых агентств<sup>††</sup>.

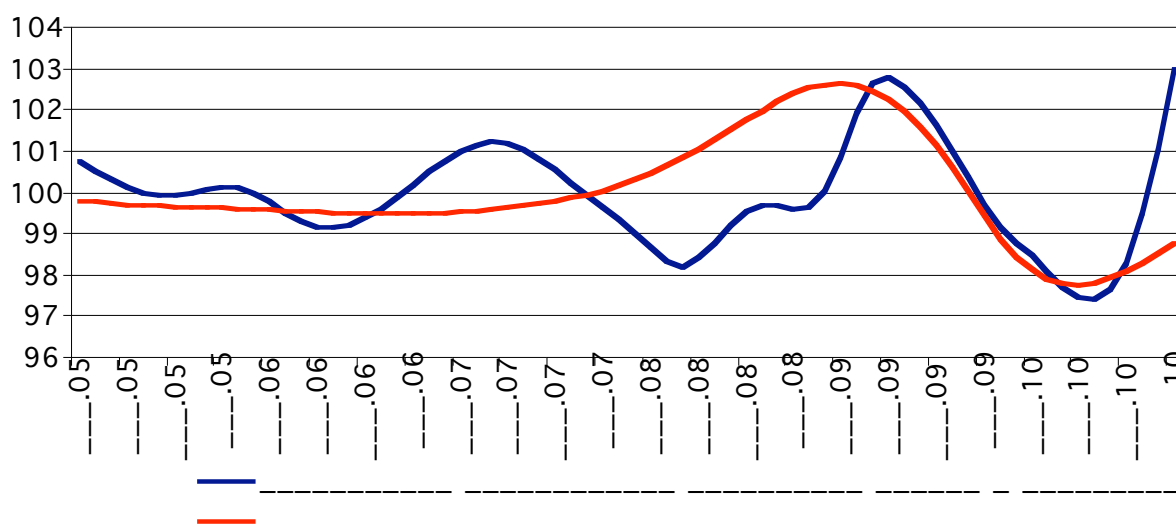
---

<sup>§</sup> См. НБРБ (2010). «Доклад о финансовой стабильности-2009».

<sup>\*\*</sup> Там же.

<sup>††</sup> Доминирование такого механизма в белорусской банковской системе подчеркивается в отчете рейтингового агентства Moody's (Moody's Investors Service (2010)), который составлен на основе данных за 2009 год. Схожим механизмом объяснялась высокая оценка потенциального уровня проблемных активов в белорусской банковской системе в отчете Standard&Poor's (Standard&Poor's (2009)).

Рисунок 3. Циклическая составляющая требований банков к экономике и проблемных активов банков.



Примечание: Циклическая составляющие рассчитаны на базе рядов, в которых в качестве значения за месяц рассматривается величина требований на 1-ое числа следующего месяца. Значение каждой циклической составляющей равно 100 соответствует долгосрочному равновесному уровню.

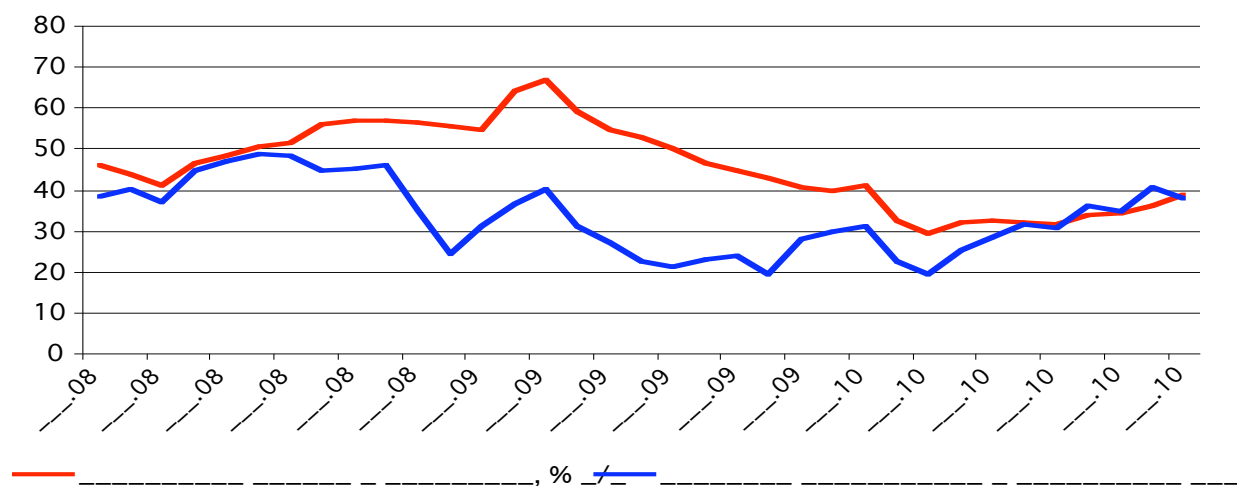
Источник: Собственные расчеты на базе данных Национального банка и Белстата.

Банковская статистика за 2010 г. свидетельствует о том, что агрегированный уровень рисков в белорусской банковской системе, по крайней мере, до октября текущего года снижался. Среди благоприятных тенденций текущего года, которые отражаются в статистике, следует выделить:

1. Снижение риска ликвидности. В 2009 г. банковская система в целом испытывала проблемы с ликвидностью, а наиболее крупные государственные банки демонстрировали перманентное несоответствие нормативу, установленному НБРБ по краткосрочной ликвидности. В 2010 г., как в целом по банковской системе, так и в крупных государственных банках ситуация с ликвидностью нормализовалась.
2. Снижение уровня кредитного риска в целом по активам банковской системы. Наряду с этим имело место снижение темпов роста проблемных активов банков. Это свидетельствует о некотором ограничении уровня кредитного риска в банковской системе.
3. В первом полугодии текущего года государственные банки смогли сбалансировать свои обязательства и требования в иностранной валюте, тем самым, существенно снизив уровень подверженности валютному риску.
4. В 2010 произошло восстановление темпов роста депозитов юридических и физических лиц, в результате чего практически нивелировался разрыв между темпами роста кредитов и депозитов, свойственный 2009 году (см. рис. 4).

Эти тенденции обусловили улучшение финансовых показателей деятельности белорусской банковской системы в 2010 г.: существенно возросла доля процентной маржи в валовом доходе банков, в течение года повышались показатели рентабельности активов и капитала белорусских банков.

Рисунок 4. Темпы роста банковских кредитов и депозитов.



Источник: Собственные расчеты на базе данных Национального банка и Белстата.

В данном случае, на первый взгляд, наблюдается некоторое противоречие со сделанным выше выводом о том, что директивный характер кредитного бума в Беларуси способствует накоплению системных диспропорций в банковской системе. На наш взгляд, это противоречие легко устранимо, если принять во внимание применяемую сегодня концепцию системного риска во временном измерении.

На глобальном уровне, одной из основных причин кризиса 2008-2010 называют пробелы в пруденциальном регулировании банковской деятельности, которое затрагивало лишь микроуровень. Другими словами, стандартные подходы к оценке банковских рисков, в русле соглашений Базель-2, оценивали эти риски исходя из финансового состояния заемщика. При этом в высокой степени игнорировался системный риск, связанный с неблагоприятным воздействием изменений макроэкономической среды (системный риск во временном измерении), а также связанный с неблагоприятным воздействием на финансовую систему в целом вероятных проблем отдельных взятых финансовых учреждений<sup>\*\*</sup>. Стандартные показатели уровня кредитного и других видов банковских рисков не могут в полной мере отразить рост системного риска. Поэтому именно методология оценки системных рисков является на сегодняшний день одной из приоритетных проблем на глобальном уровне.

С использованием категории системного риска во временном измерении, причинно-следственные связи в белорусской банковской системе, на наш взгляд, могут быть представлены следующим образом: а). стимулирование кредитного бума посредством директивного кредитования обуславливает с одной стороны, накопление системного риска в банковской системе, так и краткосрочное ускорение роста ВВП; б). ускорение роста ВВП улучшает макроэкономическую среду и, соответственно, ограничивает воздействие системных диспропорций на банковскую систему, что выражается в улучшении оценок подверженности банковским рискам.

Наиболее неблагоприятным обстоятельством является то, что в условиях фазы экономической экспансии 2010 г. кредитный бум по-прежнему сохраняет преимущественно директивную природу<sup>§§</sup>. И в этих условиях продолжается накопление ряда системных

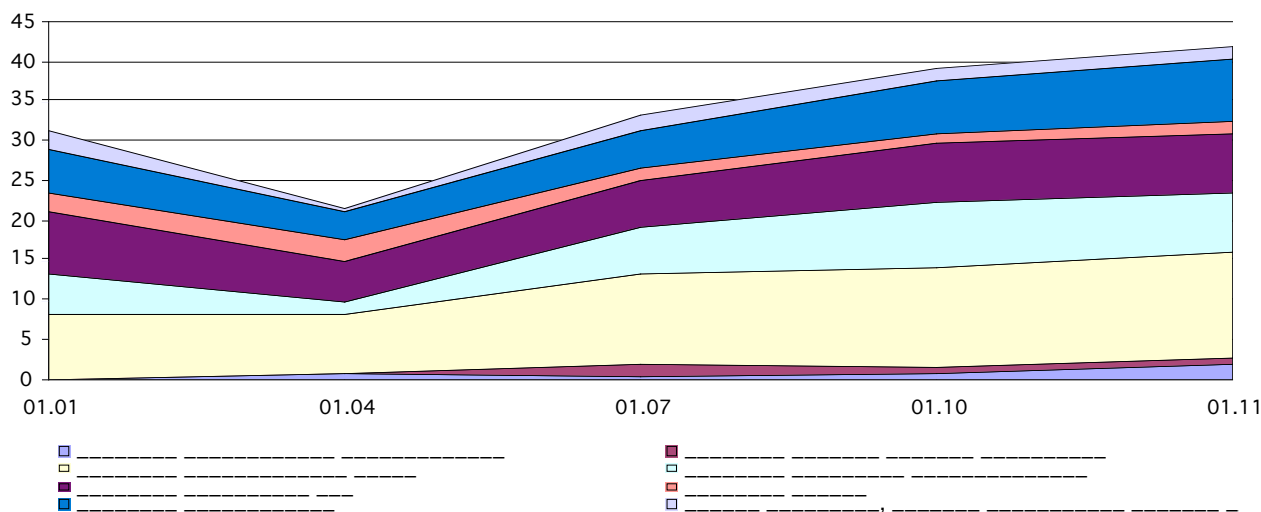
<sup>\*\*</sup> В англоязычной лексике наиболее распространена характеристика 'too big to fail' («слишком большой, чтобы обанкротиться»).

<sup>§§</sup> Вместе с тем, стоит отметить возросший вклад в этот бум в 2010 году фактора внешнего притока капитала и либерализации в финансовой сфере, что отражается в активном наращении кредитов банками, которые недавно были приватизированы или же сменили собственника. Сюда, прежде всего, относятся банки с российским капиталом: БПС-банк, Альфа-банк, Банк ВТБ (Беларусь), Белвнешэкономбанк.

диспропорций в белорусской банковской системе. Среди такого рода тенденций следует выделить<sup>\*\*\*</sup>:

1. Увеличение доли требований к юридическим лицам (которые в большей мере подвержены воздействию изменений в макросреде, чем физические лица) в структуре активов, подверженных кредитному риску.
2. Увеличение доли активов 2-ой классификационной группы, что может рассматриваться как сигнал роста проблемной задолженности в будущем.
3. Увеличение концентрации ресурсов в банковской системе среди госбанков.
4. Увеличение разрыва в абсолютном выражении между величиной роста кредитного портфеля банков и величиной притока депозитов юридических и физических лиц. Сохранение этого разрыва обуславливает зависимость банковской системы от менее надежных источников пассивов. На данном этапе этот разрыв погашается за счет рефинансирования банков со стороны Национального банка и заемных средств нерезидентов (см. рис. 5).

Рисунок 5. Темпы роста пассивов банковской системы (% г/г) и вклад в рост отдельных источников пассивов (процентных пунктов).



Источник: Собственные расчеты на базе данных Национального банка.

В данный момент банковская система служит инструментом «разогрева экономики», испытывая в свою очередь благоприятное воздействие от этого разогрева. Однако длительное проведение такой политики создает предпосылки для макроэкономической дестабилизации. Поэтому сворачивание инструментов по стимулированию экономической активности представляется весьма вероятным в ближайшие периоды. Основная проблема, на наш взгляд, заключается в том, что при ухудшении экономической конъюнктуры возрастет и вероятность проявления системного риска в банковской системе. Достоверно оценить масштабы этого системного риска представляется весьма сложным. Но даже ограниченные его проявления в виде роста проблемных активов и рационарования кредитования могут оказать последующее негативное влияние на макросреду. Поэтому, на наш взгляд, поиск подходов к оценке системного риска в белорусской банковской системе и проведение политики по его ограничению являются сегодня приоритетными задачами для банковского сектора.

<sup>\*\*\*</sup> По итогам первого полугодия 2010 года.

## 2.4. Накопление рисков и качественных искажений

Как показано выше, одной из наиболее чувствительных «болевых точек» белорусской экономики является дефицит текущего счета платежного баланса. В начале года динамика внешней торговли давала основания надеяться на некоторые благоприятные изменения в этой сфере, поскольку размер внешнего дефицита снижался, как в номинальном, так и в реальном выражении. Соответственно, в первом квартале текущего года вклад чистого экспорта в прирост ВВП был положительным. Безусловно, доминирующей причиной такой динамики стало снижение импорта российской нефти в начале года, при меньшем сокращении объемов экспорта нефтепродуктов, осуществляемого, в том числе, и за счет накопленных запасов сырой нефти. Вместе с тем, благоприятные тенденции имели место и в торговле другими группами товаров помимо энергетических. Однако во втором и третьем кварталах эти благоприятные тенденции ослабли, и дефицит внешней торговли вновь начал расти. По итогам трех кварталов дефицит торговли товарами (в номинальном долларовом выражении) вырос на 19.0% г/г (26.2% г/г в разбивке на широкие экономические категории<sup>†††</sup>).

Выделение вкладов в прирост дефицита торговли товарами широких экономических категорий показывает, что прирост дефицита был обеспечен за счет торговли энергетическими товарами (25.5 процентных пунктов), прочими промежуточными товарами (19.1 процентного пункта), а также непродовольственными потребительскими товарами (4.9 процентного пункта). Вместе с тем, вклад в общую динамику торговли инвестиционными товарами (10.0 процентного пункта) и продовольственными потребительскими товарами (13.3 процентного пункта) способствовал сокращению дефицита. Стоит отметить, что по итогам трех кварталов даже если исключить из расчетов торговлю энергетическими товарами, динамика дефицита останется возрастающей. Основной негативный вклад в такую динамику вносит торговля прочими промежуточными товарами, вклад в прирост дефицита которой сопоставим с вкладом дефицита торговли энергетическими товарами. Главным образом, это происходит за счет увеличения объемов импорта и цен черных металлов. Вместе с тем, вклад прироста экспорта инвестиционных товаров, при производстве которых преимущественно и используются импортируемые промежуточные товары, оказался существенно меньшим. Другими словами, меры по стимулированию внутреннего спроса обуславливают рост выпуска отечественных предприятий, которые для производства увеличивают закупки импортных промежуточных товаров. Вместе с тем, такой рост выпуска не приводит к росту экспорта. В результате, можно говорить о том, что в текущем году одним из важнейших факторов роста дефицита торговли становится именно стимулирование внутреннего спроса и выпуска. Также особо следует отметить увеличение дефицита торговли непродовольственными потребительскими товарами, которое также напрямую связано с политикой стимулирования спроса. Именно эта категория товаров демонстрирует один из наибольших темпов роста физического объема импорта (27.3% г/г по итогам трех кварталов). Эта тенденция объясняется возросшей склонностью к импорту на фоне роста доходов, так как во многих случаях импортные непродовольственные товары рассматриваются как товары более высокого качества нежели отечественные. Поэтому по итогам трех кварталов из 14 основных групп непродовольственных потребительских товаров в розничном товарообороте доля импортных товаров возросла по 11 группам в сравнении с аналогичным периодом прошлого года. Например, доля импортных телевизоров возросла на 12.8 процентного пункта до 16.9%, стиральных машин – на 9.3 процентного пункта до 57.5%,

---

<sup>†††</sup> В классификацию по широким экономическим категориям попадают не все сделки, зарегистрированные внешнеторговой статистикой. В результате динамика внешнеторгового дефицита в целом и как суммы сальдо торговли инвестиционными, промежуточными и потребительскими товарами несколько отличаются. Темп роста дефицита в 19.0% г/г отражает его совокупную динамику. В разложении по широким экономическим категориям дефицит торговли вырос на 26.2% г/г, и, соответствующая сумма будет получена в результате сложения вкладов отдельных товарных групп.

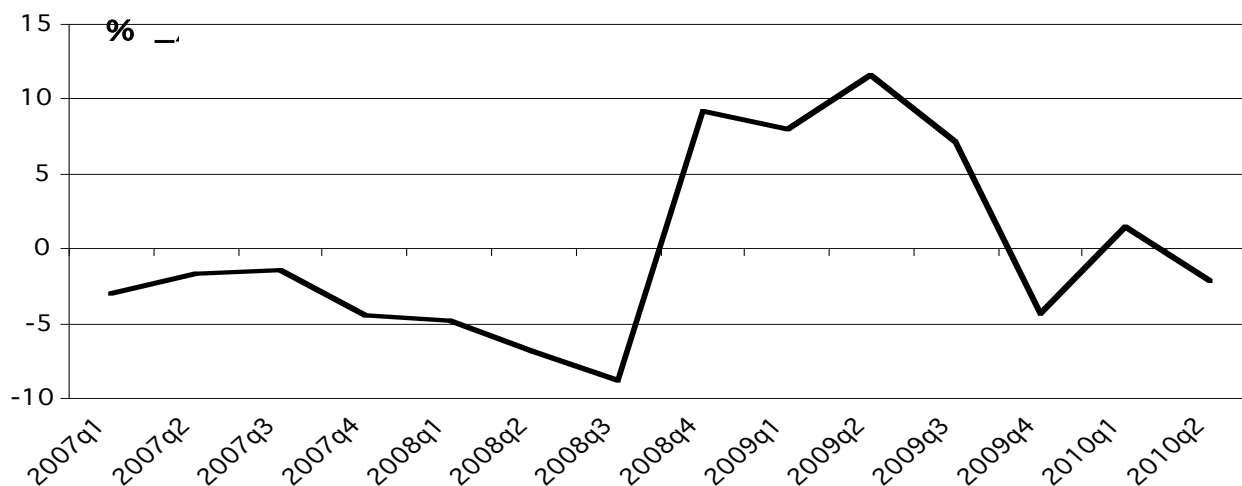
обуви – на 8.3 процентного пункта до 28.5%, трикотажа и швейных изделий – на 8.4 процентного пункта до 31%.

Сценарий роста на основе потребительской активности обуславливает и большее инфляционное давление. В этом случае инфляционный навес в экономике создается существенно быстрее, и, соответственно, потенциал роста потребительских цен в экономике увеличивается. В августе в годовом выражении темп роста потребительских цен составлял 7.7%, в сентябре увеличился до 9.0%, а в октябре достиг 9.7%. Преимущественно, ускорение роста цен было обусловлено динамикой цен на потребительские товары, что связано с рядом неблагоприятных шоков в сельском хозяйстве.

Вместе с тем, как показано выше наибольшими темпами в течение года растет спрос на непродовольственные товары, что связано со спецификой в ожиданиях и поведении домашних хозяйств. Кроме того, темп роста товарооборота продовольственных товаров снижался в течении 2010 г. (по мере ускорения роста доходов), а темп роста розничного товарооборота непродовольственных товаров увеличивался в течение года. Это свидетельствует, о том, что повышение склонности к потреблению преимущественно связано с увеличением активности на рынке непродовольственных товаров. Наконец, тезис о том, что активность населения, связанная с увеличением склонности к потреблению, преимущественно концентрируется на рынке непродовольственных товаров, подтверждается и результатами выборочного обследования домашних хозяйств: во втором квартале текущего года расходы на приобретение непродовольственных товаров стали единственной статьёй расходов, доля которой выросла в совокупных расходах. Таким образом, можно констатировать, что значительная часть «нового спроса» перемещается на рынок непродовольственных товаров. Поэтому, можно предполагать, что существенный инфляционный потенциал сосредоточен, в том числе, в сфере непродовольственных товаров. Схожие выводы можно проецировать и на платные услуги, однако наибольший удельный вес в их составе имеют услуги, цены на которые напрямую регулируются правительством (жилищно-коммунальные услуги, транспорт и пр.). Поэтому динамика цен на платные услуги во многом будет зависеть от иерархии приоритетов в экономической политике правительства в ближайшие периоды. Однако в целом, можно предполагать, что инфляционное давление, связанное с излишним стимулированием потребительского спроса (особенно после резкого повышения заработных плат вследствие увеличения тарифной ставки первого разряда на 31%), весьма актуально для белорусской экономики и в полной мере пока еще не проявилось.

Нейтрализовать инфляционное давление в этом случае можно в случае опережающего роста производительности соответствующих фирм. Однако, в возможности ограничения роста цен со стороны предприятий за счет роста производительности вновь «вмешивается» политика по стимулированию роста доходов. В течение всего периода глобального кризиса отличительной особенностью Беларуси было поддержание уровня оплаты труда, несмотря на снижение производительности труда. В результате, у предприятий повышались удельные издержки на труд, что снижало их ценовую конкурентоспособность (см. рис.6).

**Рисунок 6. Темп роста удельных издержек на труд**

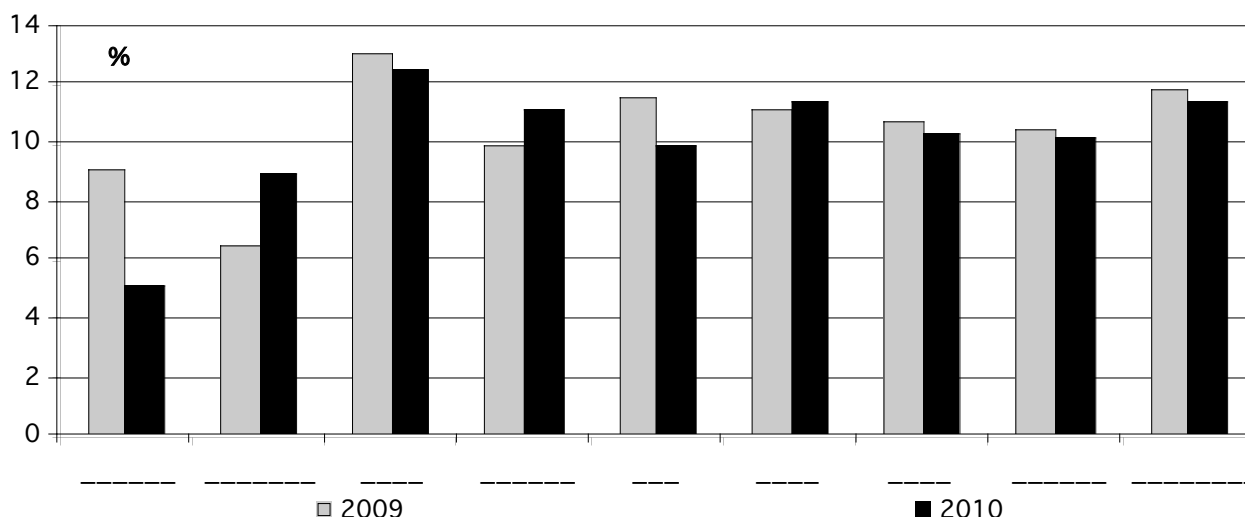


Примечание: Удельные издержки на труд представляют собой долю оплаты труда в единице произведенной продукции. Их рост свидетельствует об опережении темпами роста оплаты труда темпов роста производительности, и наоборот.  
Источник: Собственные расчеты на базе данных Белстата.

Несмотря на то, что в 2010 г. темп роста удельных издержек на труд близок к нулю, их уровень после существенного роста в 2009 г. остается достаточно высоким. Другими словами, возможности избежать повышения цен за счет увеличения предложения предприятий вследствие роста их производительности весьма ограничены, так как в течение долгого периода предприятия вынуждены были обеспечивать более высокие темпы роста оплаты труда относительно темпов роста производительности труда. Кроме того, вероятно, что по итогам года на фоне политики доходов правительства эта тенденция вновь усилится. Поэтому естественной реакцией предприятий на рост спроса становится повышение цен. Проявление этой тенденции можно наблюдать уже сегодня: в 2010 г.: с начала года имеет место довольно существенный разрыв между индексом потребительских цен (9.7% г/г в октябре) и индексом цен производителей промышленной продукции на потребительские товары (12.3% г/г в октябре). Более того, последние месяцы этот разрыв увеличивается довольно существенно.

Другой возможностью для ограничения роста цен являются административные и прочие меры по их сдерживанию за счет предприятий, так как государство является основным собственником в белорусской экономике. Поэтому в течение определенного периода определенное «бремя ответственности» за сдерживание роста цен может быть переложено на предприятия. В значительной степени такая практика уже используется в 2010 году, что подтверждается указанным выше разрывом между динамикой потребительских цен и цен предприятий на потребительские товары. Кроме того, такая тенденция прослеживается и при рассмотрении рентабельности реализованной продукции (работ, услуг) в целом по экономике (см. рис.7). Использование инструментов по сдерживанию цен приводит к ограничению рентабельности, которая остается устойчиво более низкой (особенно в последние месяцы), чем в предыдущем году.

**Рисунок 7. Рентабельность реализованной продукции (работ, услуг), %**



Источник: Собственные расчеты на базе данных Белстата.

В результате складывается довольно парадоксальная ситуация: на фоне роста спроса, существенного роста объемов выпуска рентабельность в экономике падает, даже по сравнению с 2009 годом, на который пришелся пик кризиса. Вместе тенденции искусственного ограничения роста цен для предприятий, поддержания удельных издержек на труд на высоком уровне, мы можем рассматривать как дополнительный риск снижения конкурентоспособности реального сектора экономики вследствие экспансионистской политики.

Дополнительными возможными рисками роста ВВП на базе стимулирования потребительского спроса могут стать дополнительный спрос населения на иностранную валюту. Особенно велика эта опасность, в случае, если для большинства домашних хозяйств текущая потребительская активность обусловлена в большей мере негативными ожиданиями. В таком случае, следующим шагом при таких ожиданиях может стать резкое ограничение потребительских расходов и столь же резкое увеличение спроса на иностранную валюту как средство сбережения.

### **3. Сценарии развития белорусской экономики**

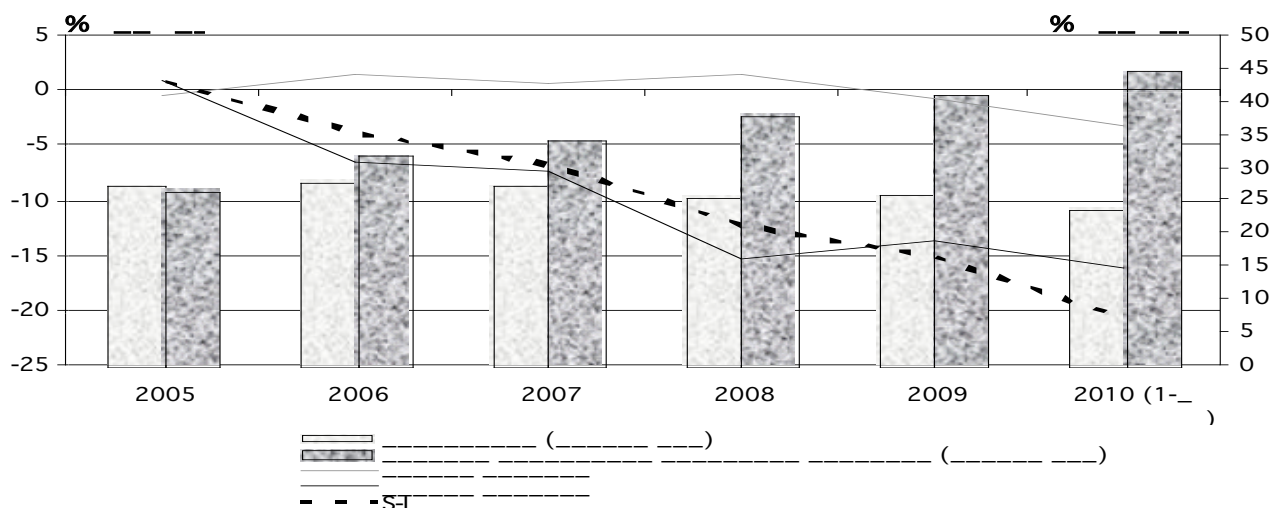
#### **3.1. Устранение макроэкономических диспропорций**

Указанные выше риски в большей мере характеризуют возможные краткосрочные последствия для национальной экономики. Однако для анализа среднесрочной перспективы на макроуровне указанные тенденции мы можем рассматривать во взаимосвязи друг с другом. В этом случае, текущие тенденции в полной мере отражают ситуацию, характеризуемую в макроэкономике как двойной дефицит (одновременный бюджетный дефицит и дефицит текущего счета платежного баланса). Такая взаимосвязь между двумя дефицитами возникает при недостаточном уровне сбережений в экономике для финансирования инвестиций, и при желании правительства дополнительно стимулировать внутренний спрос через фискальную политику. В ситуации, когда правительство не может повлиять на уровень сбережений, возникает прямая взаимосвязь между дефицитом бюджета и торговым дефицитом (стимулирование внутреннего спроса посредством фискальной политики приводит к росту внешнего дефицита, а внешние шоки можно нейтрализовать лишь за счет мер фискальной политики). Довольно часто такую ситуацию характеризуют как «осуществление иностранных заимствований для финансирования покупки импортных товаров». Фактически в настоящий момент Беларусь входит в описываемую ситуацию двойного дефицита (см. рис.8).



Пытаясь стимулировать внутренний спрос, правительство в конечном итоге с одной стороны увеличивает расходы бюджета, а с другой увеличивает спрос на импорт. В результате, бюджетный и внешний дефицит могут «разгонять» друг друга, и создается потенциал для увеличения темпов накопления внешнего госдолга. В текущей ситуации, на этот механизм накладывается рассмотренная выше тенденция снижения склонности к сбережению и соответственно доли сбережений в ВВП. В отличие от индивидуальных рисков рассмотренных выше, эти же риски в совокупности, то есть ситуация двойного дефицита, может трактоваться как фундаментальный вызов для устойчивости функционирования национальной экономики. Дальнейшее искусственное «разогревание» национальной экономики будет лишь усиливать соответствующий риск.

**Рисунок 8. Двойной дефицит в Беларуси**



Источник: Собственные расчеты на базе данных Белстата.

Для восстановления макроэкономического равновесия и минимизации неблагоприятных последствий «разогрева» экономики в 2010 году необходимым представляется реализация мер, направленных на устранение причин указанных дисбалансов. В них можно отнести: а). меры, направленные на ограничение роста совокупного спроса; б). меры, направленные на сбалансирование бюджета; в). меры, направленные на увеличение нормы сбережений в доходе.

Избыточный внутренний спрос в белорусской экономике на текущем этапе сформирован, главным образом, за счет потребления домашних хозяйств и валового накопления основного капитала. Резкое ограничение этих компонентов может привести к негативным социальным последствиям и ухудшить перспективы долгосрочного роста. С этой позиции наиболее реалистичной для достижения макроэкономического равновесия видится тактика избегания дальнейшего искусственного стимулирования данных компонентов совокупного спроса, с тем, чтобы равновесный долгосрочный уровень «догнал» достигнутые высокие значения.

В отношении потребления домашних хозяйств эта задача может быть достигнута за счет замораживания номинальных заработных плат на продолжительный период, с тем, чтобы за счет динамики цен, реальные заработные платы достигли своего равновесного уровня. Наряду с ограничением дальнейшего роста потребления домашних хозяйств такая мера обусловит улучшение состояния государственных финансов. Вместе с тем, корректировки реальных доходов и потребления за счет цен могут занять достаточно продолжительный промежуток времени, в то время, как высокий рост цен сам по себе будет негативно влиять на экономическую динамику. В связи с этим, весьма вероятными мерами политики, которые могут обеспечить более быструю адаптацию экономики могут быть увеличение тарифов на услуги, которые занимают высокий удельный вес в структуре расходов населения и напрямую контролируются правительством. В первую очередь, речь идет о жилищно-коммунальных услугах, а также транспортных услугах. Стоит отметить, что

экономическое обоснование для повышения этих тарифов весьма очевидно: существующие тарифы покрывают лишь небольшую долю себестоимости соответствующих услуг, а разница покрывается за счет средств бюджета и соответствующих отраслей. Более того, в последние годы отношение соответствующих тарифов к себестоимости снижалось.

Вероятность повышения указанных тарифов наряду с замораживанием номинальных заработных плат, на наш взгляд, достаточно высока, поскольку наряду с ограничением потребительского спроса такая мера позволяет решить и ряд сопутствующих проблем ((б) и (в)). Во-первых, автоматически это снижает нагрузку на бюджет в виде дотаций и перекрестного субсидирования соответствующих отраслей. Во-вторых, повышение тарифов, вероятно, обусловит не только снижение потребления в абсолютном и относительном выражении, но и несколько скорректирует модель поведения домашних хозяйств. Вполне вероятно, что новые бюджетные ограничения обусловят некоторый рост склонности к сбережениям.

В отношении стимулирования инвестиций представляется вероятным сценарий постепенного ограничения их финансирования за счет директивных кредитов и поиск новых источников финансирования, прежде всего, прямых иностранных инвестиций. Такой подход также позволяет одновременно решить несколько задач: ограничить избыточный рост спроса (при этом, рост инвестиций, необходимый для обеспечения долгосрочного роста может стимулироваться за счет других источников), снизить нагрузку на банковский сектор и его подверженность рискам.

Ограничение внутреннего спроса позволит постепенно восстановить внутреннее равновесие, а также обеспечит некоторое снижение спроса на импорт. Дополнительным инструментом на пути к восстановлению внешнего равновесия может также стать обменный курс, так как размер внешнего дефицита и давление на валютном рынке продолжает оставаться весьма существенным (и может увеличиться, в случае реализации рисков, рассмотренных выше). Вместе с тем, потенциальное резкое обесценение национальной валюты могло бы обусловить ряд негативных последствий на макроуровне. Для достижения же внешнего равновесия за счет обменного курса потребовалась бы существенная девальвация, так как эластичность белорусского экспорта и импорта по реальному обменному курсу не столь высока. Следовательно, этот инструмент не дает возможности в полной мере решить проблему внешнего дефицита и, соответственно, зависимости от внешних источников финансирования. Поэтому, наиболее вероятным представляется некоторое плавное обесценение обменного курса наряду с ограничением внутреннего спроса. Комбинирование этих инструментов может несколько сгладить проблему внешнего дефицита, хотя и не решить ее полностью.

В целом, в 2011 г. реализация мер по восстановлению макроэкономического равновесия представляется, при прочих равных условиях, практически безальтернативным сценарием. Непосредственный набор применяемых инструментов по достижению этой цели во многом будет зависеть от внешней конъюнктуры и текущих политических целей.

### **3.2. Поиск новых источников роста**

В среднесрочном и долгосрочном периодах перед белорусской экономикой стоят более сложные задачи. Достижение внутреннего макроэкономического равновесия с позиции долгосрочного роста является необходимой, но не достаточной предпосылкой. Неотъемлемым условием является также обеспечение внешнего равновесия. Например, если в докризисный период многие переходные могли финансировать большой внешний дефицит довольно долго, то в посткризисный период вследствие более жестких подходов к монетарной политике и регулирования финансового сектора такая модель вряд ли окажется жизнеспособной.

Как показано выше, решение проблемы внешнего дефицита исключительно посредством макроэкономических инструментов – обменного курса и ограничения внутреннего спроса – представляется малореальным. Перманентный характер дефицита

может быть объяснен структурными диспропорциями: при низкой энергетической эффективности экономики и, соответственно, большом объеме импорта энергоресурсов, экспортная корзина, обусловленная сложившейся структурой белорусской экономики, не может обеспечить сбалансированной внешней торговли. В этих условиях повышение цен на энергоносители, а также снижение конкурентоспособности белорусских производителей на некоторых внешних рынках в еще большей мере усугубляют данную проблему. Решение такой проблемы требует мер институциональной политики, направленных как на диверсификацию белорусской экспортной корзины, повышение ее конкурентоспособности, так и на повышение энергоэффективности и снижения зависимости от импорта энергоресурсов.

С этой позиции можно выделить ряд вероятных сценариев решения проблемы. Первый предполагает признание неизбежности приобретения всех энергоносителей по рыночным ценам. В таком случае, неизбежным видится существенная интенсификация программ энергосбережения и повышения энергоэффективности, приоритетным становится вопрос о финансировании такого рода программ. Основными источниками финансирования могут стать частные средства, поскольку столкнувшись с подобным энергетическим шоком предприятия будут вынуждены оптимизировать затраты посредством повышения энергоэффективности. Однако этот сценарий может обусловить и ряд шоковых последствий для всей экономики. Для смягчения шока актуальным видится использование в качестве источника финансирования, в том числе, и бюджетных средств. Поэтому при реализации такого сценария существенным недостатком может стать дополнительная нагрузка на бюджет, что потребует дополнительных источников финансирования.

Другой «стороной медали» в рамках данного сценария видится диверсификация экспортной корзины и повышение конкурентоспособности белорусских производителей на внешних рынках. По крайней мере, к поиску новых конкурентных преимуществ нефинансовые предприятия будут подталкивать жесткие бюджетные ограничения и утрата старых конкурентных преимуществ (доступа к дешевым энергоносителям). На макроуровне можно говорить о том, что экономика получит стимул к поиску новых источников роста. Вместе с тем, поиск новых источников роста может также пойти по нескольким сценариям.

Вторым сценарием решения проблемы внешнего дефицита может стать поиск путей, позволяющих сохранить старые/получить новые преимущества в торговле энергоносителями. Такой сценарий может быть ассоциирован, например, с ратификацией пакета соглашения по Единому экономическому пространству, который якобы предполагает согласие России отменить пошлины на поставляемую в Беларусь сырую нефть. В рамках этого же сценария можно также рассматривать получение некоторых неэкономических преимуществ на определенных внешних рынках, по аналогии с имевшими место преференциями на российском рынке. Например, можно допустить, что в рамках ЕЭС или Таможенного союза Россия пойдет на предоставление дополнительных преференций для белорусских производителей. В таком же русле можно рассматривать получение подобных преференций на других внешних рынках, например, в Венесуэле.

В целом, такой сценарий может обеспечить снижение внешнего дефицита на период действия подобных преференций. В результате, стимулы по поиску новых факторов конкурентоспособности предприятий, а на макроуровне стимулы по поиску новых источников роста, будут невысоки. Преимуществом такого сценария является то, что в его рамках можно обеспечить умеренный рост без серьезных внешних шоков. Недостатком такого сценария является неопределенность относительно устойчивости такой модели во времени, а также потенциальная зависимость от политической конъюнктуры.

Поиск новых источников роста остается на повестке дня (хотя и с разной степенью актуальности в зависимости от сценария восстановления внешнего равновесия). Для среднесрочной перспективы, безусловно, важным фактором роста производительности в национальной экономике могут стать структурные реформы. Основные направления этих структурных реформ – реструктуризация неэффективных предприятий, создание

дополнительных возможностей для малого и среднего бизнеса, улучшение инвестиционного климата, устранение избыточного регулирования цен и заработной платы – представляются весьма очевидными, и в целом в их отношении постепенно достигается определенный консенсус<sup>\*\*\*</sup>.

Повышение эффективности распределения имеющихся ресурсов в национальной экономике за счет структурных реформ может стать важным фактором роста на протяжении определенного периода. Вместе с тем, в более длительной перспективе приоритетным источником роста видится накопление человеческого капитала и внедрение инноваций. Однако полноценный переход к этой стадии реалистичен лишь после этапов описанных выше.

#### **4. Заключение**

В соответствии с официальным прогнозом высокие темпы роста в 2010 году должны были быть обеспечены на основе сценария «инвестиционного роста». Ряд неблагоприятных шоков, а также изменений во внутренней экономике обусловили корректировку этого сценария. Экономические власти вынуждены были несколько видоизменить механизм своего воздействия на экономику, а также перечень используемых инструментов экономической политики. В результате, к концу 2010 года стало очевидно, что основным фактором стимулируемого роста со стороны совокупного спроса становится потребительский спрос. Такой сценарий в еще большей мере актуализирует ряд рисков в белорусской экономике. Наиболее актуальными среди них являются: увеличение дефицита текущего счета платежного баланса и дополнительная потребность во внешнем финансировании, ухудшение состояния государственных финансов, формирование инфляционного навеса в экономике, ухудшение финансового положения и ценовой конкурентоспособности предприятий, наращивание системного риска в банковском секторе, рост финансовой долларизации и пр. В краткосрочном периоде приоритетными видятся меры, направленные на восстановление макроэкономического равновесия и устранение накопленных диспропорций. Поэтому довольно велика вероятность использования мер экономической политики, направленных на ограничение роста внутреннего спроса, повышение нормы сбережения, а также улучшение состояния государственных финансов. На наш взгляд, в краткосрочном периоде такой сценарий политики видится практически безальтернативным. Сценарии экономической политики в среднесрочном и долгосрочном не столь однозначны. Вероятность реализации того или иного сценария во многом обусловлена подходом к решению проблемы устранения внешнего дефицита. Вместе с тем, при любом из сценариев актуальной видится необходимость поиска новых источников роста. На определенный период таким источником роста могут стать структурные реформы, вероятность которых также представляется достаточно высокой.

---

<sup>\*\*\*</sup> Например, предложения по пакету структурных реформ подробно описаны в документе МВФ (2009). «Беларусь. Источники экономического роста в последний период и перспективы будущего роста». Многие из этих предложений, вероятно, будут учтены в Директиве №4, принятие которой планируется в ближайшее время.