

Макроэкономические проблемы Беларуси: в этот раз буде иначе*

Комментарий 07/2015
24 сентября 2015 г.

Дмитрий Крук

В последние 7–8 лет сложилась определенная стереотипность в повестке дня обсуждения экономической политики. Белорусское академическое и экспертное сообщество, международные финансовые институты традиционно актуализировали необходимость перехода к плавающему режиму обменного курса, а также отказ от / снижение интенсивности искусственного стимулирования внутреннего спроса. Власти традиционно реагировали тезисом о важности взвешенных и постепенных преобразований в экономической политике, дабы новшества в экономической политике не стали шоком, например, для финансовой системы и рынка труда. Но ситуация, похоже, сильно изменилась.

Макроэкономические вызовы для Беларуси: крушение стереотипов

До 2015 г. «формула» экономической политики в Беларуси практически не менялась, и в том или ином виде включала в себя стимулирование потребительских и инвестиционных расходов, а также режим фиксированного обменного курса. До тех пор, пока потенциал долгосрочного роста оставался высоким, она обеспечивала достаточно привлекательные темпы роста доходов. Однако по мере снижения потенциала роста (примерно с 2007 г.) такой рецепт экономической политики стал давать все большие сбои. Для обеспечения желаемых темпов роста доходов приходилось интенсифицировать искусственное стимулирование внутреннего спроса. Это приводило к возрастающему инфляционному давлению, переоцененности обменного курса, росту дефицита текущего счета и дисбалансу сбережений и инвестиций. Финансирование соответствующих дефицитов обуславливало достаточно быстрое накопление валового внешнего долга.

Указанный перечень макроэкономических диспропорций имел устойчивый и прогрессирующий характер: в течение последних 7–8 лет темпы роста неуклонно снижались, частота колебаний в рамках бизнес-цикла возрастала, финансовая нестабильность стала едва ли не нормой. Однако экономические власти упорно продолжали придерживаться старой формулы экономической политики, несмотря на все большую очевидность ее несостоятельности.

В конце 2014 г. накопленные макроэкономические диспропорции наряду с масштабным внешним шоком

* Данный комментарий основан на промежуточных результатах текущего исследования [BEROC](#), посвященного динамике естественной процентной ставки и инфляционных ожиданий в



Исследовательский
Центр ИПМ

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

привели к завершению затянувшейся дискуссии. В начале 2015 г. экономические власти, пускай и вынужденно, но отказались от режима фиксированного обменного курса, а также существенно снизили интенсивность стимулирования расходов: и потребительских (посредством директивного регулирования заработной платы), и инвестиционных (посредством директивных кредитов).

Если считать старую формулу экономической политики – фиксированный курс плюс стимулирование внутреннего спроса – главной причиной накопленных ранее диспропорций, то отказ от нее, на первый взгляд, можно воспринимать как залог отсутствия серьезных вызовов и угроз для макроэкономической стабильности в будущем. Действительно, при условии сохранения плавающего обменного курса и достаточно жесткой монетарной и фискальной политики, Беларусь в ближайшие год-два будет демонстрировать относительно низкий дефицит текущего счета (наиболее вероятно, в пределах 3% от ВВП), а также тенденцию к замедлению инфляции. Эхо такого рода «эйфории» порой звучит в экспертных оценках.

Однако эйфория является преждевременной. Список макроэкономических угроз для Беларуси видоизменился, но он по-прежнему велик. Выявить и сгруппировать эти угрозы наиболее наглядным образом можно в зависимости от причин, их порождающих.

Воздействие ухудшившейся среды экономического роста

В традицию макроэкономического анализа заложено проведение «водораздела» между повесткой дня долгосрочного роста и краткосрочной макроэкономической динамики. Однако в течение последних 6 лет все большую популярность набирает идея о том, что краткосрочные и долгосрочные проблемы взаимосвязаны. Больше внимание в академической литературе приковано к возможному негативному влиянию проблем, сопутствующих рецессии, на потенциал экономического роста. На вероятность такой взаимосвязи указывает устойчивая тенденция снижения потенциала роста во многих странах мира после «великой рецессии» (см., например, IMF, 2015). Ball (2014) констатирует наличие такой взаимосвязи для стран ОЭСР, а Summers (2014) выдвигает гипотезу о реализации «Закона Сэя

Беларуси. Более подробные результаты этого исследования в ближайшее время будут опубликованы в рабочем материале BEROC.

наоборот» – недостаток спроса может снижать совокупное предложение, то есть приводить к снижению потенциала роста.

Для Беларуси в большей мере актуальной (по крайней мере, на перспективу ближайших нескольких лет) может быть обратная взаимосвязь. Резко снизившийся потенциал роста в последние годы, недостаток роста производительности наряду с избытком и неэффективным распределением капитала (Kruk and Vornikova, 2014) обуславливают низкий уровень естественной процентной ставки в национальной экономике. Это означает, что склонность к инвестированию в национальной экономике чрезмерно низка. С одной стороны, это хорошая новость – можно ожидать скорого восстановления баланса между сбережениями и инвестициями. Но, с другой стороны, низкая естественная процентная ставка чревата сразу двумя проблемами. Во-первых, она априори снижает эффективность использования процентной ставки в качестве инструмента монетарной политики (при доступности лишь нерентабельных инвестиционных проектов фирма не будет увязывать свою инвестиционную активность с изменением ставки процента). Во-вторых, она обуславливает достаточно печальную перспективу для будущей динамики бизнес-цикла: хронически слабый инвестиционный спрос может привести к продолжительному периоду рецессии и последующей долгосрочной стагнации. Схожий вызов для развитых стран (но в их случае низкая естественная процентная ставка обусловлена стороной спроса) в последний год является одной из наиболее обсуждаемых тем и получил прозвище «вечная стагнация» (Summers, 2014).

Наследие прошлых ошибок экономической политики

К сожалению, не все проблемы, присущие старому дизайну макроэкономической политики, остались в прошлом. Инерция, которая свойственна поведению экономических агентов, а также экономическим процессам, обуславливает влияние прошлого на настоящее и будущее. Среди вызовов, порожденных прошлыми ошибками, но актуальных сегодня следует выделить следующие.

Высокие и нестабильные инфляционные и девальвационные ожидания.

Высокий уровень и нестабильность инфляционных ожиданий порождают соответственно высокие и изменчивые номинальные процентные ставки на денежном рынке страны. С учетом тренда на снижающуюся инфляцию (вследствие рецессии и ужесточения монетарной политики) это объясняет изменчивые, но неизменно высокие в последние годы реальные процентные ставки. Сами по себе эти две характеристики де-

нежных процентных ставок неблагоприятны для макроэкономической динамики, вновь обуславливая низкую эффективность процентной политики и угрозу затяжной рецессии и последующей стагнации.

Высокая реальная и финансовая долларизация.

Низкий уровень международных резервов.

Эти два «привета из прошлого» также вносят свой вклад в снижение эффективности монетарной политики, обуславливая, во-первых, низкую эффективность инструментов монетарной политики в воздействии на реальные переменные, во-вторых, рост «цены» использования инструментов монетарной политики, в-третьих, высокую чувствительность номинальных переменных к действиям центрального банка и, в-четвертых; негативные внешние эффекты (Крук, 2015).

Относительно высокий уровень государственного долга.

Степень актуальности этой проблемы не столь высока по международным критериям. Например, общий размер как валового, так и внешнего государственного долга сохраняется на приемлемом уровне по общепризнанным критериям, а нагрузку по обслуживанию госдолга на государственный бюджет вряд ли можно назвать критической. Тем не менее, нынешняя величина госдолга и затрат на его обслуживание уже привела к сужению возможностей фискальной политики. Актуальность этой проблемы возрастает на фоне утраты поля для маневра в рамках монетарной политики. Соответственно, при необходимости более активного использования фискального стимулирования для замещения монетарного стимулирования, такая опция может оказаться недоступной.

Потенциально высокий уровень системного риска в банковском секторе страны

В отношении системного риска банковского сектора Беларуси (как в кросс-секционном¹, так и во временном измерении²) отсутствуют заслуживающие доверия оценки, которые были бы основаны на методах, разработанных в последние годы для такого рода задач (во многом это связано с необходимостью использовать микроданные, доступ к которым ограничен). Но как минимум гипотеза о том, что кросс-секционный системный риск в национальной банковской системе относительно высок, имеет право на существование. Основным аргументом в поддержку этой гипотезы является высокая степень концентрации активов и пассивов в крупнейших государственных банках, а также важная роль этих банков на межбанковском рынке страны.

Сам по себе высокий уровень кросс-секционного системного риска автоматически не является фактором,

¹ Имеется в виду степень взаимосвязи банковских учреждений между собой.

² Имеется в виду взаимозависимость и взаимообусловленность кредитной активности банков и бизнес-цикла.

влияющим на бизнес-цикл. Однако в условиях рецессии и потенциального роста проблемной задолженности проблемы отдельных банков могут быстро перерасти в дезорганизацию всей банковской системы. Такой гипотетический банковский кризис может сгенерировать новые негативные импульсы, обусловив углубление рецессии и увеличение ее продолжительности.

Направления изменений

Каждая из указанных выше угроз сама по себе неблагоприятна для макроэкономической динамики. Однако эти угрозы наиболее опасны в совокупности. Например, низкая естественная процентная ставка наряду с устойчивыми высокими ставками денежного рынка обуславливают важнейшую угрозу, актуальную сегодня для Беларуси – неизбежность длительного выхода из рецессии и последующую продолжительную стагнацию. Низкая эффективность монетарной политики и ограниченность фискальной политики обуславливают восприимчивость к новым шокам. Потому остается актуальной угроза нарушения макроэкономического равновесия в случае неблагоприятных внешних импульсов. Наконец, длительная рецессия/стагнация и/или внешние шоки могут стать катализатором пертурбаций в банковском секторе страны, которые, в свою очередь, могут привести к ухудшению бизнес-цикла, порождая порочный круг.

Для нейтрализации этих угроз бороться нужно непосредственно с ними (или их последствиями), а с причинами, их порождающими. Поэтому приоритетами повестки дня для обеспечения среднесрочной макроэкономической стабильности можно назвать следующие.

1. Укрепление экономического потенциала, что позволит повысить естественную процентную ставку и повысить эффективность экономической политики. С этой точки зрения **Беларусь оказалась в достаточно редком положении, когда структурные реформы благотворны не только для долгосрочной, но и краткосрочной перспективы.**
2. Обеспечение подконтрольности ожиданий Национальному банку.
3. Снижение реальной и финансовой долларизации.
4. Стабилизация уровня государственного долга.
5. Снижение системного риска в банковском секторе.

Литература

Крук, Д. (2015). [Долларизация и де-долларизация в Беларуси: формулирование повестки дня](#), Belarusian Economic Research and Outreach Center, *Policy Paper* 23.

Ball, L. (2014). [Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries](#), National Bureau of Economic Research, *Working Paper* 20185.

IMF (2015). [Where are We Headed? Perspectives on Potential Output](#) – *World Economic Outlook: Uneven Growth, Short and Long-term Factors*, Chapter 3.

Kruk, D., Bornukova, K. (2014). [Belarusian Economic Growth Decomposition](#), Belarusian Economic Research and Outreach Center, *Working Paper* 24.

Summers, L. (2014). U.S. [Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound](#), *Business Economics*, 49, 2, pp. 65–73.

Точка зрения, представленная в публикации, отражает позицию авторов и может не совпадать с позицией организаций, которые они представляют.

2015 © Исследовательский центр
Института приватизации и менеджмента

2015 © Белорусский исследовательско-
образовательный центр

Информация об авторе:
<http://www.beroc.by/people/researchers/kruk/>