



# Белорусская экономика в середине 2019 г.: итоги периода восстановительного роста

---

**Дмитрий Крук, 2019**

BEROC Policy Paper Series, PP no.69

*Коды JEL:* E66, O52, P47

*Ключевые слова:* восстановительный рост, макроэкономическая конъюнктура, Беларусь.

## **Резюме**

К середине 2019 г. период восстановительного роста в национальной экономике завершился, и она вступает в качественно новый этап функционирования. Данная аналитическая записка посвящена подведению и анализу итогов этого периода. В работе показано, что его результаты являются противоречивыми. С одной стороны, качество экономической политики существенно возросло, по целому ряду индикаторов Беларусь достигла макроэкономической стабильности, а рост выпуска оказался максимальным за последние 8 лет. Более того за этот период произошел существенный рост реальных доходов, а также несколько были сглажены накопленные ранее диспропорции в благосостоянии. С другой стороны, рост по-прежнему был очень скромным, не позволяя сокращать накопленные разрывы в благосостоянии с другими сопоставимыми странами. При этом в работе показано, что повышенные темпы роста были временным феноменом, тогда как для преодоления негативных социальных тенденций они должны быть устойчиво высокими. Кроме того, прочность отдельных элементов макростабильности вызывает сомнения, а также актуальным остается широкий перечень угроз финансовой стабильности. Отсюда в работе постулируется, что достижения экономической политики обнажают институциональные недостатки национальной экономики, а слабый потенциал роста остается ключевой проблемой, которая отражена в текущих негативных трендах.

## Введение

К середине 2019 г. можно констатировать, что двухлетний период восстановительного роста в национальной экономике завершился, и она вступает в качественно новый этап функционирования. Ключевой показатель благосостояния – реальный ВВП – к середине 2019 г. вновь достиг исторических пиков, соответствующих уровню 2-3 кв. 2014 г. С этой позиции «восстановительные» мотивы поведения экономических агентов, зачастую следующие за периодом спада, такие как «компенсация потерь в благосостоянии и потреблении» и «производство недопроизведенного в предыдущие периоды», утрачивают свою актуальность.

Кроме того, в середине 2019 г., наиболее вероятно, происходит завершение циклической фазы замедления роста, знаменующей собой и завершение полного круга бизнес-цикла, последовавшего за рецессией 2015-2016 гг. После циклического дна, достигнутого на рубеже 3-4 кв. 2016 г., в течение всего 2017 г. экономика быстро восстанавливалась и росла. В начале 2018 г. она достигла циклического пика и в течение всего года рост стал замедляться. По целому ряду косвенных признаков экономическая инерция привела бы к новому циклическому дну примерно на рубеже 1-2 кв. 2019 г., за которой вероятен был новый период циклической экспансии. Однако в 2019 г. имела место определенная аритмия бизнес-цикла: после витка ускорения в начале года, во втором квартале рост выпуска вновь забуксовал. Во многом это связано с внешними шоками (энергетические трения с Россией). Вместе с тем, исключительно этим ситуация не объясняется. Случившийся в 2019 г. сбой бизнес-цикла также был связан с попыткой властей нарушить инерцию затухания экономической активности и досрочно «запустить» новую фазу экономической экспансии. Однако результаты функционирования экономики (по итогам полугодия) дают скорее основания полагать, что вместо «досрочного запуска» фазы экспансии случился ее «фальстарт». В результате полноценный старт нового периода циклической экспансии, наиболее вероятно, придется на вторую половину 2019 года.

Данная аналитическая записка посвящена подведению и анализу итогов периода восстановительного роста в Беларуси. Завершение периода восстановительного роста является подходящим моментом для этого. Кроме того, диагностика текущего статус-кво позволяет лучше понять и оценить среднесрочные перспективы национальной экономики.<sup>1</sup>

Аналитическая записка имеет следующую структуру. В первом разделе рассмотрены вопросы среды долгосрочного роста присущей рассматриваемому периоду. Помимо характеристик этой среды рассматриваются представления и действия экономических властей по ее корректировке. Второй раздел посвящен «большой картине» макроэкономических итогов прошедшего периода. В нем показано, что впервые в истории национальной экономике были присущи одновременно ценовая, фискальная и внешняя стабильность. В третьем разделе рассматриваются отдельные аспекты финансовой стабильности, которая оставалась довольно хрупкой. Четвертый раздел посвящен анализу качественных переменных, характеризующих состояние и перспективы развития макро среды. В пятом разделе рассматриваются показатели благосостояния и оценивается динамика в социальной сфере. В заключении резюмированы основные выводы.

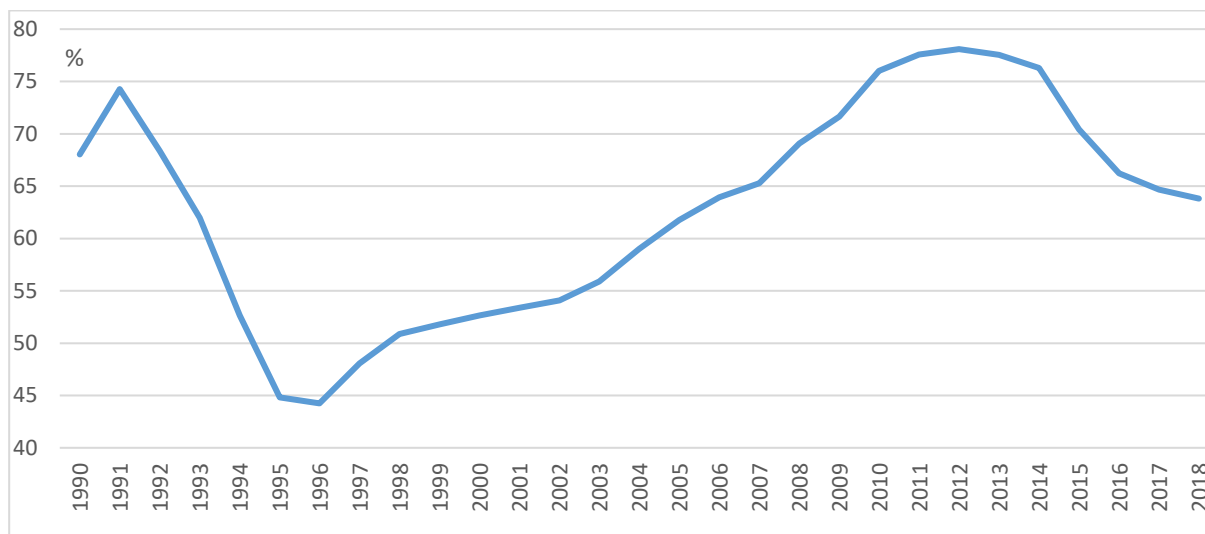
---

<sup>1</sup> Данная аналитическая записка концентрируется на итогах прошедшего этапа развития – восстановительного роста 2017-2019 г. Характеристикам и прогнозу будущего этапа развития национальной экономики посвящена другая аналитическая записка: Крук, Д. (2019). Белорусская экономика в середине 2019 г.: оценка среднесрочных перспектив развития.

## 1. Институциональная среда: эликсир роста не найден, поиски продолжаются

1.1. Потенциал экономического роста остается слабым, на уровне около 2.5% в год. Широкий перечень как эконометрических, так и теоретических методов по идентификации трендового выпуска свидетельствуют о том, что его рост в последние годы стабилизировался в диапазоне 2-3% в год. На такую же величину равновесного темпа прироста выпуска указывает и целый ряд косвенных макро индикаторов (темпы прироста физического объема экспорта, динамика цен и реакция спроса на импорт в зависимости от темпа прироста ВВП, реальные удельные издержки на труд). С этой позиции важно осознавать, что повышенные темпы роста в 2017 – первом полугодии 2019 г. во многом объяснялись восстановительной природой этого роста.

1.2. Несмотря на повышенные темпы роста в последние два года сохраняется тенденция увеличения разрыва доходов со странами ЦВЕ. Тенденция снижения относительного уровня благосостояния в Беларуси по отношению к странам ЦВЕ<sup>2</sup> (наметившаяся с 2012 г. и ставшая очевидной с 2014 г.) лишь несколько ослабла, но в целом сохраняется. В 2017-2018 гг. относительный уровень благосостояния в Беларуси просел примерно на 2.5 процентных пункта по отношению к среднему уровню благосостояния в странах ЦВЕ. В целом за период 2013-2018 гг. соответствующие потери в относительном благосостоянии составили примерно 14 процентных пунктов, а уровень благосостояния в Беларуси снизился до примерно 64% от уровня в этих странах (см. рис.1).



Примечание: В качестве относительного уровня благосостояния рассматривается показатель, соответствующий отношению ВВП на душу населения по ППС в постоянных международных долларах (2011 года) в Беларуси к соответствующему показателю в странах ЦВЕ. В качестве стран ЦВЕ рассматривается соответствующий агрегат из базы данных World Development Indicators, в рамках которого отражено среднее значения по 11 странам: Болгария, Хорватия, Чехия, Эстония, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Румыния, Словакия, Словения.

Источник: Собственные расчеты на основе данных Всемирного банка (World Development Indicators).

**Рисунок 1. Относительный уровень благосостояния в Беларуси к странам ЦВЕ, %**

1.3. В институциональной политике властей четкие контуры обрела концепция «двух экономик», подразумевающая разделение экономики на сегменты и реализацию по отношению к ним дифференцированных мер. В рамках этой негласной концепции национальную экономику разделяют на две части: традиционная (с доминированием государственного сектора) и новая (с доминированием частного сектора). Традиционная

<sup>2</sup> Пояснение соответствующего показателя см. в примечании к рис.1.

экономика призвана обеспечивать занятость, а также масштабы производства, бюджетных и внешнеторговых потоков. Эти ее свойства рассматриваются властями как системно важные. Поэтому критерии эффективности, конкурентоспособности, возможности генерирования роста де-факто вторичны в отношении данного сегмента. Новая экономика, в свою очередь, призвана обеспечить динамизм и выступать системным драйвером роста.

**1.4. В отношении «традиционной» экономики власти в целом сохраняют курс на «мягкое ужесточение» бюджетных ограничений.** Общая логика этого подхода (сформулированного в 2015-2016 гг.) подразумевает постепенное урезание вливаний и дотаций в пользу госпредприятий. Но при этом, принимаемые меры не должны поставить под угрозу жизнеспособность предприятий данного сектора. В рамках этого курса продолжилось урезание объема предоставления *новых* директивных кредитов (до BYN 1.2 млрд в 2018 г. с BYN 1.9 млрд в 2017 г. и около BYN 3 млрд ежегодно в 2015-16 гг.). В результате после череды ограничений, начавшейся с 2015 г., роль этого механизма по поддержке традиционной экономики ощутимо снизилась, хотя накопленный по ним долг еще велик (и будет оставаться таковым еще несколько лет) в общем объеме кредитных требований банков. Также – за исключением скачка в 2017 г. – сохранялся тренд на снижение объемов господдержки, предоставляемой госпредприятиям из консолидированного бюджета: в 2015 и 2016 гг. она была предоставлена в объеме BYN 4.6 и 3.6 млрд соответственно, тогда как в 2018 г. снизилась до BYN 2 млрд (хотя в 2017 г. вновь повышалась до BYN 4.5 млрд). Вместе с тем, в 2017-2018 гг. на фоне снижения новых бюджетных вливаний в абсолютном выражении стала расти просроченная задолженность госпредприятий перед бюджетом по обязательствам в рамках выданных ранее ссуд, займов и предоставленных правительственных гарантий.

**1.5. Готовность властей к трансформациям внутри экономической системы на волне восстановительного роста постепенно ослабевала, а по ряду позиций даже наметился откат назад.** Относительно решительные меры и намерения по ужесточению бюджетных ограничений на фоне рецессии 2015-2016 гг. сменялись все более мягкими на фоне оживления динамики выпуска. Наиболее ярким примером этого является изменение подхода к разрешению проблемы плохих долгов. В 2016г. были сделаны шаги, пусть и робкие, в направлении того, чтобы заемщики (в том числе госпредприятия, главным образом, сельскохозяйственные), которые не могут восстановить свою платежеспособность, подлежали санации и/или банкротству. К 2018 г. концепция изменилась на противоположную: банки де-факто поставили в положение, обязывающее их не препятствовать функционированию таких заемщиков. Такой подход власти приняли и закрепили в рамочном указе (Указ № 200). Эти указом были созданы условия для того, чтобы долги отдельных заемщиков концентрировались в руках отдельных кредиторов, с последующим вхождением кредитора в капитал заемщика и принятием на себя ответственности за восстановление платежеспособности должника. Впоследствии этот подход был детализирован и распространен на проблемные предприятия в сельском хозяйстве (Указ № 399). Вопросы формирования правовых и институциональных условий для функционирования рынка плохих долгов – наделение кредиторов дополнительными правами для реализации своих интересов, распределение и списание убытков, ассоциированных с такими долгами – де-факто оставались в «подвешенном» состоянии в течение почти трех лет. В целом, принятые решения можно интерпретировать как дрейф властей к «мягкому» сценарию решения проблемы, то есть расчет на ее постепенное купирование и ограничение негативного влияния на экономику в целом. В «подвешенном» и половинчатом состоянии в 2017-2019 гг. оказался также целый перечень инициатив и

проектов 2015-2016 гг., имеющих системное значение: имплементация мер, предусмотренных стратегией реформирования системы управления госфинансами, нормативно-правовыми актами по корректировке системы господдержки, стратегией развития финансового рынка; реализация заявленных проектов государственно-частного партнерства. Также показательным примером является промедление с запланированными сделками по вхождению ЕБРР в состав акционеров Белинвестбанка, продажа стратегическому инвестору банка Москва-Минск.

**1.6. Новым элементом институциональной политики по отношению к «традиционной экономике» стало фокусирование на вопросах менеджмента госпредприятий и повышения эффективности управления госсобственностью.** Целый перечень соответствующих задач и деклараций был сформулирован в программе Правительства на 2019-2020 гг. В рамках этого курса в качестве одного из основных инструментов рассматривается усиление роли наблюдательных советов в деятельности госпредприятий. Предполагается, что позитивный эффект должно оказать фактическое расширение полномочий этих советов, а также включение в их состав чиновников и независимых членов с повышением их персональной ответственности. В 2019 г. использование такой практики стало расширяться.

**1.7. В отношении «новой экономики» власти концентрируются на улучшении административных и регуляторных условий.** Такой подход, по логике властей, способствует поступательному росту «новой экономики», не ставя под угрозу существование предприятий традиционной экономики. В 2018-2019 гг. приоритетными направлениями в рамках этого подхода власти провозгласили: декриминализацию экономических рисков, создание электронного реестра административных процедур, расширение доступа частного бизнеса к госзакупкам, к инфраструктуре естественных монополий и т.п.

**1.8. Приоритетным подходом в институциональной политике в отношении «новой экономики» стало «вращивание» новых кластеров/секторов на основе особых условий функционирования.** Наиболее яркими примерами такого подхода являются ПВТ и индустриальный парк «Великий камень». В отношении ПВТ особые условия были существенно расширены посредством декрета №8 «О развитии цифровой экономики» (декабрь 2017 г.). В результате уже в 2018 г. ПВТ испытал значительный приток новых резидентов, а компании парка увеличили экспортную выручку на 38%. В целом по стране экспорт IT-услуг в 2018 г. вырос на 27.2%, достигнув уровня в USD 1.9 млрд, оказав существенное позитивное воздействие на сальдо торговли всеми видами услугами и соответственно сальдо счета текущих операций. С точки зрения добавленной стоимости прирост сектора был скромнее (10.5%)<sup>3</sup>. В отношении парка «Великий камень» власти интенсифицировали усилия по повышению привлекательности проекта для европейских и белорусских фирм. В частности, в 2018 г. было подписано трехстороннее соглашение о сотрудничестве между Администрацией парка, его Управляющей компанией и ЕБРР. Предполагается, что это соглашение сможет усилить географическую диверсификацию в векторе развития парка. Однако до запуска производства (некоторые резиденты парка заявляют о его старте в 2019-2020 гг.) и прояснения картины со спектром продукции, которая будет производиться в нем, оценить перспективы и эффективность этого проекта затруднительно.

---

<sup>3</sup> Оценка на основе всего вида деятельности «информация и связь». Доля всей данной отрасли в ВВП достигла 5.5% от ВВП. Примерная оценка в его составе доли IT-сектора составляет 3.8% от ВВП.

1.9. Важным инструментом создания «новой экономики», вероятно, также становится «новая индустриализация» регионов. Соответствующий план рассматривает проблему дефицита производительности в стране через призму регионального неравенства. Де-факто он указывает на то, что в рамках существующей экономической модели в большинстве регионов имеет место дефицит источников роста: на местном уровне не генерируются новые идеи и проекты, частные инвесторы редко запускают свои проекты в малых городах и сельской местности. Целью данного плана власти назвали создание «портфеля инвестиционных проектов и предложений» в регионах.

## 2. Упрочение макроэкономической стабильности за счет слабого роста выпуска

2.1. В Беларуси существенно укрепилась макроэкономическая стабильность (см. Вставку 1), что стало следствием повышения качества макроэкономической политики и отказа от искусственного стимулирования роста ВВП. Рецессия 2015-2016 гг. стала своего рода очищающей процедурой, которая позволила избавиться от большого количества макроэкономических дисбалансов. Также начиная с того периода существенно повысилось качество монетарной и фискальной политики. Это обеспечило в 2017-2019 гг. результаты в виде относительно низкой и стабильной инфляции, стабильной и близкой к равновесной внешней позиции<sup>4</sup>, а также фискальную позицию формально сверх равновесной<sup>5</sup>. Но оборотной стороной укрепления макроэкономической стабильности стала невозможность «маскировать» слабый потенциал роста ВВП. Поэтому даже с учетом волны восстановительного роста он оставался слабым, а среднее значение темпа прироста выпуска за 5 лет стабилизировалось вблизи нуля (см. рис.2). С этой позиции, во-первых, макроэкономическая стабилизация качественно выглядит не совсем полноценной. Во-вторых, ее чувствительность к темпу прироста выпуска формирует для повестки дня экономической политики нежелательную дилемму: либо стимулировать рост выпуска (для избегания снижения относительного благосостояния), либо обеспечивать макроэкономическую сбалансированность.

### **Вставка 1. Интерпретация термина макроэкономическая стабильность.**

Термин макроэкономическая стабильность широко используется при оценке состояния национальной экономики и качества макроэкономической политики. Вместе с тем, в экономической теории отсутствует общепринятое определение данного термина, как и общепринятые количественные критерии для ее оценки. В теоретических работах, как правило, макроэкономическая стабильность ассоциируется с нулевым разрывом выпуска (и/или нахождением безработицы на своем естественном уровне) и одновременно низкой и стабильной инфляцией (см., например, Blanchard and Gali, 2007). В последние 20 лет в экономической литературе также активно обсуждается вопрос о том, что в одном ряду с этими составляющими как элемент макроэкономической стабильности должна рассматриваться финансовая стабильность (см. например, Blanchard et al., 2013).

Помимо подходов, описанных выше, в ряде работ (см. например, Ames et al., 2001) термин макроэкономическая стабильность употребляется с акцентом на близость к равновесным значениям и низкую волатильность широкого спектра макроэкономических показателей

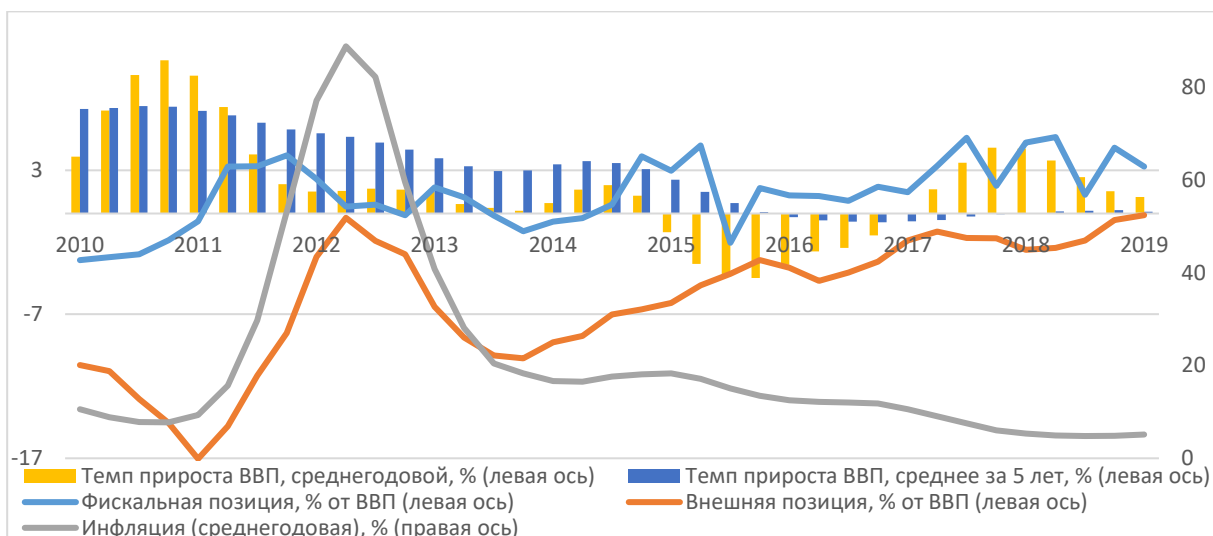
<sup>4</sup> Например, в работе Крук, Зарецкий, Кирхнер (2011) показано, что диапазон равновесных значений сальдо текущего счета для Беларуси в начале декады по различным методикам составлял -2-(-4)% от ВВП. Обновленные оценки по приведенным в указанной работе методологиям свидетельствуют о том, что к сегодняшнему дню этот диапазон несколько сместился и составляет -1.5 - (-3)% от ВВП.

<sup>5</sup> С учетом необходимости погашения внешних долгов консолидированный бюджет в последние годы неизменно сводился к профицитом. Поэтому формально такие результаты можно рассматривать как фискальную позицию сверх равновесного уровня. Однако с поправкой на выплаты основных сумм по внешнему долгу, а также при учете в рамках фискальной позиции квазифискальных операций – например, МВФ (2019) оценивает их уровень как минимум в 1.3% от ВВП – фискальная позиция будет находиться в диапазоне от 0 до -3% от ВВП, что можно рассматривать как равновесный диапазон.

(темпы прироста ВВП и денежных агрегатов, инфляция, обменный курс, процентные ставки, внешняя и фискальная позиция, отношение госдолга к ВВП и др.). С теорией такой подход сближает то, что данные показатели могут рассматриваться как «сигналы» и/или «причины» нулевого разрыва выпуска и низкой и стабильной инфляции.

Эмпирическая оценка степени макроэкономической стабильности наталкивается на еще одно препятствие. Вне зависимости от выбранных критериев макроэкономической стабильности их количественное и качественное определение может также не быть однозначным. Например, существует большое количество эмпирических техник расчета величины разрыва выпуска, а также идентификации равновесного уровня других макроиндикаторов (сальдо текущего счета, фискальной позиции и др.). При включении в контекст макроэкономической стабильности финансовой стабильности также возникает вопрос об адекватном измерении последней.

В данной аналитической записке макроэкономическая стабильность ассоциируется с: (i) положительным и стабильным темпом прироста ВВП; (ii) низкой (ниже 5% в год) и стабильной инфляцией; (iii) близкой к балансу (отклонение не больше 3% от ВВП) и устойчивой внешней позицией (сальдо счета текущих операций); (iv) близкой к балансу (отклонение не больше 3% от ВВП) и устойчивой фискальной позицией (сальдо консолидированного бюджета). Финансовая стабильность рассматривается в данном контексте как отдельная характеристика состояния экономики и не включается в «периметр» макроэкономической стабильности. Также в данном контексте макроэкономическая стабильность не связана со степенью устойчивости экономики к внешним шокам.



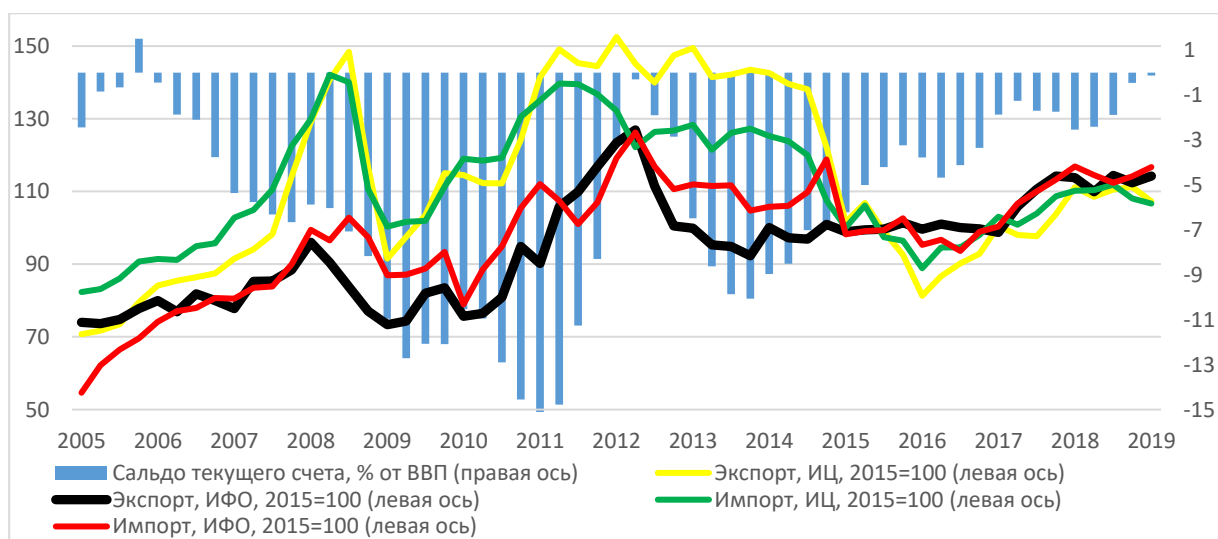
Примечание: Показатели темпа прироста ВВП, инфляции, фискальной позиции рассчитаны на основе сезонно скорректированных рядов. Показатель внешней позиции рассчитан как отношение сальдо счета текущих операций за последних четыре квартала к ВВП за соответствующий период.

Источник: Собственные расчеты на основе данных Белстата, Национального банка, Министерства финансов.

**Рисунок 2. Динамика индикаторов макроэкономической стабильности**

**2.2. Упрочение внешней позиции является существенным достижением, но оно основано на «фундаменте» структурных трансформаций 2015-2016 гг. В период восстановительного роста структурный «задел прочности» внешней позиции был частично утрачен, что компенсировалось лучшим состоянием конъюнктуры.** По итогам периода восстановительного роста Беларусь продемонстрировала наилучшие в истории показатели по внешней позиции: сальдо счета текущих операций находилось в равновесном диапазоне 0 – (-3)% от ВВП. Само по себе это является важной характеристикой, а также фактором макроэкономической стабильности. Более того, состояние счета текущих операций было

ощутимо лучше по сравнению с периодом рецессии 2015-2016 гг., в течение которого произошли структурные трансформации во внешней позиции. Однако столь благоприятные результаты были обеспечены не продолжающейся структурной трансформацией во внешней позиции, а состоянием ценовой конъюнктуры. Например, устойчивый рост физобъема экспорта – основа структурного упрочения внешней позиции – имел место лишь в начале периода восстановительного роста и практически иссяк с середины 2017 г. Кроме того, резкий рост физического объема импорта и его стабилизация на уровне близком к историческим максимумам частично нивелировало «завоевания» во внешней позиции периода рецессии. В проекции на номинальные величины эти тенденции были компенсированы относительно благоприятной динамикой экспортных и импортных цен, что во многом и поспособствовало улучшению внешней позиции (наряду с улучшением торговли услугами (см. п.1.8) и сохранением «политических» выгод, влияющих на сальдо вторичных доходов (см. п.2.3)).



Примечание: ИЦ – индекс цен, ИФО – индекс физического объема.

Источник: Собственные расчеты на основе данных Белстата, Национального банка.

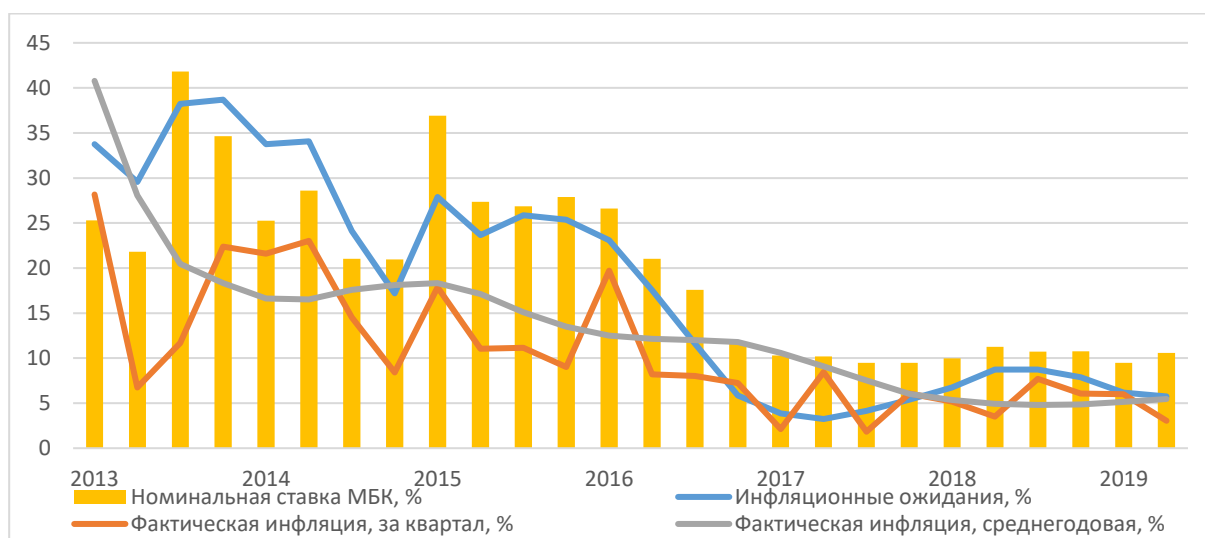
**Рисунок 3. Динамика индикаторов внешней позиции**

**2.3. Усиление фискальной позиции стало следствием достаточно консервативной фискальной политики на фоне благоприятной конъюнктуры. В результате в фискальной сфере сформировался определенный запас прочности.** В период восстановительного роста Беларусь устойчиво демонстрировала наилучшие исторические показатели фискальной позиции – профицит около 3% от ВВП (см. рис.2). Причинами этого стал рост доходов, который во многом носил конъюнктурный характер. Наиболее ощутимый рост доходов в рассматриваемый период был связан с доходами от ВЭД (на 1-1.5 % от ВВП по сравнению с периодом рецессии), что во многом было обусловлено политическими договоренностями («перетаможка» нефти) и улучшением внешней конъюнктуры. Также на фоне повышенного роста в бюджет поступало больше налоговых доходов (на примерно 1% от ВВП по сравнению с периодом рецессии). При этом расходная часть бюджета в относительном выражении (к ВВП) практически не росла, что отражало консервативную направленность фискальной политики при имеющейся высокой долговой нагрузке. Для погашения госдолга бюджет изначально верстался с профицитом, который в этой связи носил отчасти иллюзорный характер. Однако де-факто профицит в период восстановительного роста оказался больше, чем предполагалось при верстке бюджета, а чистого погашения госдолга не происходило в рамках всего периода восстановительного роста (см. п.3.5). Поэтому профицит, сформированный в период восстановительного роста



становился вполне осязаемым, обуславливая рост остатков средств на депозитах правительства в банковской системе. За период восстановительного роста последние возросли примерно на BYN 3.8 млрд и USD 2.1 млрд, или в сумме примерно на 6.7% от ВВП. Таким образом, за период восстановительного роста была сформирована весьма существенная «подушка безопасности», которая дает властям больше свободы для маневра при проведении фискальной политики и управлении госдолгом.

**2.4. Снижение инфляции и ее стабилизация отражают существенные благоприятные изменения в монетарной среде. Однако последняя по-прежнему остается чувствительной и восприимчивой к шокам, основной причиной чего видятся «незаякоренные» инфляционные ожидания.** Вследствие изменения режима монетарной политики в 2015 г. монетарная среда в Беларуси стабилизировалась быстрыми темпами. Ключевым «передаточным механизмом» этого стало снижение инфляционных ожиданий как следствие изменения качества монетарной политики. К началу периода восстановительного роста (начало 2017 г.) инфляционные ожидания достигли исторического минимума (см. рис.4). Это поспособствовало существенному снижению фактической инфляции, а также процентных ставок. На рубеже 2017-2018 гг. состояние монетарной среды оказалось чрезвычайно комфортным по историческим меркам: среднегодовая инфляция находилась вблизи уровня 5%, а базовые реальные процентные ставки вблизи 3% годовых. Однако в середине 2018 г. имел место новый (пусть и не столь значительный) шок инфляционных ожиданий, что несколько изменило в целом благоприятные тренды в монетарной среде. В результате фактическая инфляция на рубеже 2018-2019 гг. вышла за целевую 5% отметку. Шок ожиданий и повышенный уровень инфляции не видятся существенными угрозами ценовой стабильности в краткосрочной перспективе (а по историческим меркам для Беларуси они и вовсе пренебрежимо малы). Но для более длительной перспективы такая ситуация является показательной: несмотря на то, что инфляционные ожидания значительно снизились за последние годы, они по-прежнему являются «незаякоренными». Другими словами, экономические агенты по-прежнему чувствительны в своем поведении к состоянию экономической среды в целом, и не доверяют монетарной политике настолько, чтобы безоговорочно принимать официальную целевую инфляцию в качестве наиболее рационального прогноза.



Источник: Собственные расчеты по методологии Kruk (2016) на основе данных Национального банка.

**Рисунок 4. Динамика индикаторов монетарной среды**

2.5. Несмотря на достижение макроэкономической сбалансированности и стабильности по многим параметрам такое состояние национальной экономики пока не является прочным и устойчивым. Как показано в пп. 2.2-2.4, несмотря на то, что текущее состояние ряда макро индикаторов соответствует количественным критериям состояния макростабильности, такое положение пока не видится прочным и устойчивым. Поэтому в случае негативных шоков ситуация может измениться. Соответственно поддержание и упрочение макроэкономической стабильности остаются приоритетными вопросами экономической повестки дня в Беларуси.

### 3. Угрозы финансовой стабильности сохраняют актуальность

3.1. Ключевой угрозой финансовой стабильности по-прежнему остаются «плохие» долги нефинансовых предприятий. В отсутствие институциональных мер по разрешению данной проблемы (см. п.1.5) ситуация остается в «подвешенном состоянии». Во-первых, заведомо сомнительным выглядит качество долгов, кредитором по которым является государство. В составе суммарной задолженности по кредитам и займам нефинансовых фирм таковых долгов сегодня свыше 40%, или около BYN 30 млрд (около 25% от ВВП)<sup>6</sup>. Однозначно оценить качество этих долгов затруднительно, так как в отличие от долгов перед банками они не проходят через соответствующую регулярную процедуру оценки качества. Однако учитывая, что в 2015-2016 гг. правительство приобретало в основном проблемные, либо потенциально проблемные долги, а также хроническую проблему роста просроченной задолженности по платежам в бюджет по ранее выданным ссудам и займам, качество этой части корпоративных долгов не внушает оптимизма. Во-вторых, напряженность долговой проблемы по-прежнему ощущается и по банковским долгам. На фоне ускоренного роста выпуска 2017-2018 гг., списания банками части проблемных долгов, ситуация с проблемными долгами несколько стабилизировалась<sup>7</sup>. Однако со второй половины 2018 г. – при начале затухания восстановительного роста – необслуживаемые активы в абсолютном и относительном выражении стали вновь расти<sup>8</sup>. Причем это происходило несмотря на то, что банки в этот период существенно сузили предложение новых кредитов, а также продолжали списывать с баланса имеющиеся необслуживаемые кредиты. Более того, рейтинговые агентства, имеющие доступ к внутренней статистике банков, отмечают, что значительная часть активов банков очень чувствительна к шокам и конъюнктуре. Поэтому даже относительно умеренные шоки могут привести к снижению качества активов, тогда как способность многих банков амортизировать такого рода убытки не бесспорна.

3.2. Истоком проблемы «плохих» долгов остается слабое (в среднем по экономике) финансовое положение предприятий реального сектора. Несмотря на повышенный восстановительный рост оно лишь несколько улучшилось в 2017 г., а впоследствии по ряду показателей стало ухудшаться. В целом большинство индикаторов финансового состояния фирм находится вблизи уровней периода рецессии, будучи ниже уровней присущих предыдущим периодам со схожей внешней конъюнктурой (например, периоду 2012-2014 гг.). Для большинства фирм основными причинами такой ситуации являются большие издержки по обслуживанию накопленных долгов, а также опережающий рост (относительно

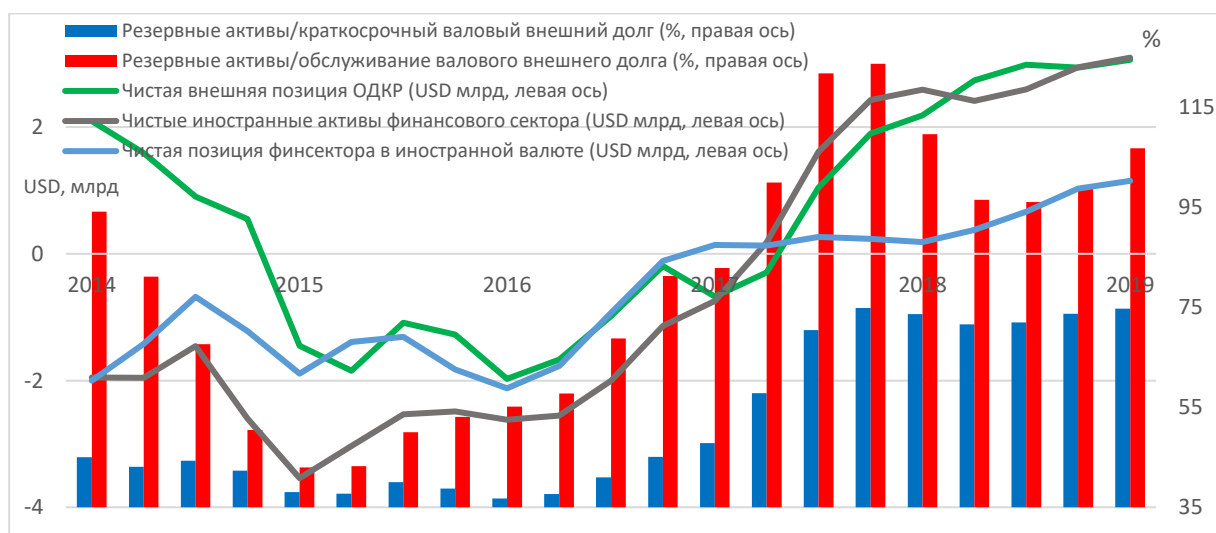
<sup>6</sup> Эти долги были сформированы путем предоставления бюджетных ссуд и кредитов, а также в результате масштабной «расчистки» балансов госбанков от проблемных долгов в 2015-2016 гг., в результате которого государство приобрело права кредитора по этим долгам в обмен на гособлигации, предоставленные банкам.

<sup>7</sup> По действовавшей на тот момент классификации качества активов, доля проблемных активов стабилизировалась вблизи 13%.

<sup>8</sup> По методологии, действующей с 01.05.2018 г. доля необслуживаемых активов выросла с этого момента с 3.5% до уровня вблизи 6% в первом полугодии 2019 г, а в абсолютном выражении такие активы почти удвоились, достигнув к концу первого полугодия 2019 г. около BYN 3.3 млрд.

выручки и других видов издержек) издержек на труд в период восстановительного роста. Поэтому зачастую ситуация приобретает характер замкнутого круга. Большое долговое бремя, накопленное предприятиями, является сдерживающим фактором для экономической активности. В свою очередь, слабая экономическая активность является фактором, затрудняющим возможность предприятиям «вырасти из долга». Попытка же выйти из этого замкнутого круга путем стимулирования экономической активности через основной компонент внутреннего спроса – конечное потребление домашних хозяйств – чревато тем, что повышая издержки предприятий на труд, ведет к ухудшению их финансового состояния и способствует дальнейшему снижению качества долгов.

**3.3. Ситуация с состоянием ликвидности в иностранной валюте на порядок улучшилась, на все же еще далека от «прочности».** Аномально высокий уровень финансовой долларизации (в т.ч. долларизация госдолга, см. п.3.4) в Беларуси обуславливает то, что недостаток ликвидности в иностранной валюте является одной из хронических угроз финансовой стабильности. В период восстановительного роста в этой сфере был достигнут значительный прогресс: практически все соответствующие индикаторы продемонстрировали уверенный рост (см. рис.5). Истоками этого тренда стали стабилизовавшаяся внешняя позиция, а также снижение уровня долларизации сбережений домашних хозяйств, в результате чего последние стали важнейшим нетто-продавцом иностранной валюты на рынке. За период восстановительного роста домашние хозяйства на чистой основе продали USD 3.2 млрд (с учетом проданных около USD 2 млрд в период рецессии, общая сумма валютных «инъекций» от домашних хозяйств с 2015 г. составила около USD 5.2 млрд). Значительная часть этих средств в итоге оказалась сконцентрированной в резервных активах страны, при том, что долговая составляющая последних снижалась. Вместе с тем, несмотря на масштабный и впечатляющий рост показателей ликвидности в иностранной валюте, их абсолютные значения еще далеки от «зоны безопасности». Например, показатели достаточности валютных резервов все еще далеки от используемых в практике экономической политики нормативов (трехмесячный импорт, критерии Гвидотти, Редди и др.).



Примечание: Обслуживание валового внешнего долга включает в себя процентные платежи и платежи по основному долгу за 12 предшествующих месяцев. Чистая внешняя позиция ОДКР рассчитана как разность между резервными активами и их обусловленными затратами в предстоящие 12 месяцев. Чистая позиция финсектора в иностранной валюте рассчитана как разница между активами и пассивами финансового сектора, номинированными в иностранной валюте.

Источник: Собственные расчеты на основе данных Национального банка.

**Рисунок 5. Динамика показателей ликвидности в иностранной валюте**

**3.4. На фоне повышенного роста ВВП обремененность госдолгом ослабла. Но данный вызов остается актуальным наряду с доступом к источникам рефинансирования госдолга.** Величина обремененности госдолгом <sup>9</sup> за период восстановительного роста снизилась примерно на 10 процентных пунктов от ВВП: с примерно 50% от ВВП в 2016 г. до уровня около 40% от ВВП в настоящее время. Такая величина обремененности по международным меркам является весьма скромной и, при прочих равных условиях, не вызывает опасений. Однако в случае Беларуси основной проблемой является то, что свыше 95% госдолга номинировано в иностранной валюте. С этой позиции, во-первых, госдолг подвержен валютным рискам, а величина обремененности им может резко изменяться, обуславливая непредвиденную нагрузку на бюджет. Во-вторых, в консолидированном бюджете устойчивых поступлений в *иностранной валюте* существенно меньше, чем необходимо для исполнения всех соответствующих обязательств (обслуживания и погашение). Это является одним из ключевых факторов, понуждающих экономические власти рефинансировать как минимум большую (а де-факто, как правило, в полном объеме или даже привлекать новые заимствования на нетто-основе) часть имеющего госдолга. Последнее обстоятельство обуславливает также чувствительность страны к доступности источников внешних заимствований. В рассматриваемый период традиционная схема, подразумевавшая рефинансирование имеющихся обязательств преимущественно за счет «политических» кредитов на преференциальных условиях, стала давать сбой и власти стали повышать долю заимствований на рыночных условиях. Способствовало этому то, что стоимость заимствований на рыночных условиях для Беларуси <sup>10</sup> снижалась: с пиковых уровней около 15% годовых в период рецессии она перешла в диапазон 5-6% годовых. Однако даже с учетом этого тренда вследствие возросшей доли рыночных заимствований стала расти фактическая стоимость обслуживания госдолга: с «привычного» уровня около 4% годовых, в 2019 г. она стала приближаться к 5% годовых. В связи с этим вопрос доступа к устойчивым и *дешевым* источникам внешних заимствований становится одним из «новых старых» приоритетов.

**3.6. За период восстановительного роста возникла новая потенциальная точка уязвимости в отношении финансовой стабильности – возросшая долговая нагрузка домашних хозяйств (хотя сегодня ситуация в этой сфере пока не вызывает серьезных опасений).** На фоне бремени проблемных долгов в корпоративном сегменте банки стали проводить активную кредитную экспансию в розничном сегменте. В связи с этим период восстановительного роста характеризовался розничным кредитным бумом: задолженность домашних хозяйств по кредитам росла со средним аннуализированным темпом свыше 20%, а к 2019 г. ее уровень вышел на исторический максимум как в абсолютном выражении, так и по всем относительным показателям (достигнув около 10% от ВВП или 16% от годовых денежных доходов домохозяйств). Исходя международных сопоставлений достигнутый уровень кредитной нагрузки домохозяйств не представляется ощутимой угрозой финансовой стабильности, даже при условии ослабления роста доходов в будущем. Другими словами, при прочих равных условиях, домохозяйства (в среднем) будут в состоянии обслуживать накопленные долги. Вместе с тем, данные о распределении кредитной нагрузки среди домохозяйств дают основания выделить в их составе потенциальную группу риска в контексте среднесрочных перспектив финансовой стабильности.

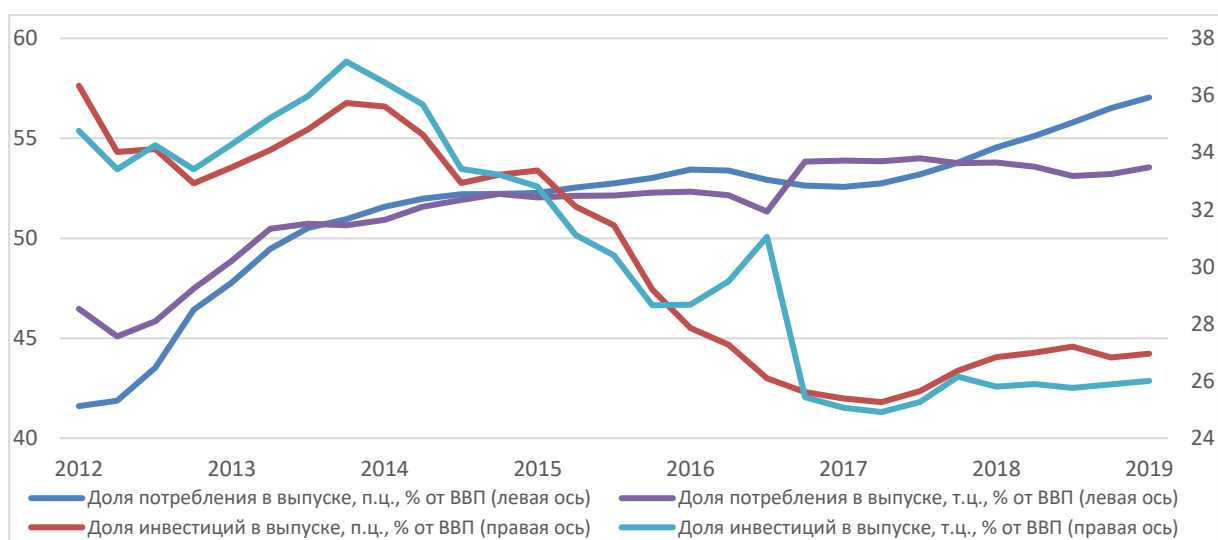
---

<sup>9</sup> Под обремененностью госдолгом подразумевается отношение госдолга (в расширенном определении, то есть с учетом гарантий центрального и местных правительств) к ВВП.

<sup>10</sup> Фактическая стоимость заимствований оценивается через ставку купона по суверенным еврообондам. В качестве текущей рыночной стоимости заимствований подразумевается средневзвешенная доходность к погашению по всем выпускам еврообондов, находящихся в обращении.

## 4. Противоречивая динамика качественных макро индикаторов

4.1. **Норма частных и валовых сбережений ощутимо снизилась, а конечного потребления возросла (см. рис.6), но они демонстрируют признаки стабилизации в последние годы. Это свидетельствует об изменившихся предпочтениях домашних хозяйств в условиях слабого роста и усиливает стагнационный характер экономической среды.** Сформировавшаяся среда слабого роста вынудила домашние хозяйства все меньше надеяться на «автоматический» рост потребления в будущем, и все больше отдавать предпочтение потреблению сегодня, снижая норму сбережения. Эта тенденция наиболее ярко выражена была с 2012 по 2016 г, но в период восстановительного роста 2017-2019 гг. она ослабла<sup>11</sup>. Поэтому норма сбережений осталась на низком уровне. С одной стороны, этот факт можно рассматривать в позитивном контексте и интерпретировать как достижение более «зрелого» распределения национального дохода с точки зрения домашних хозяйств. Вместе с тем, с учетом того, что относительный уровень благосостояния в Беларуси остается невысоким (см. п. 1.2) данную тенденцию скорее стоит рассматривать в негативном ключе: при слабом росте и соответственно низкой отдаче на сбережения домашние хозяйства для приближения к желаемому уровню потребления нарастили его *долю* в доходе. В результате режим роста – с опережающим ростом потребления – подчеркивает, а отчасти консервирует и даже усиливает стагнационные характеристики экономической среды и недостаток в ней динамизма.



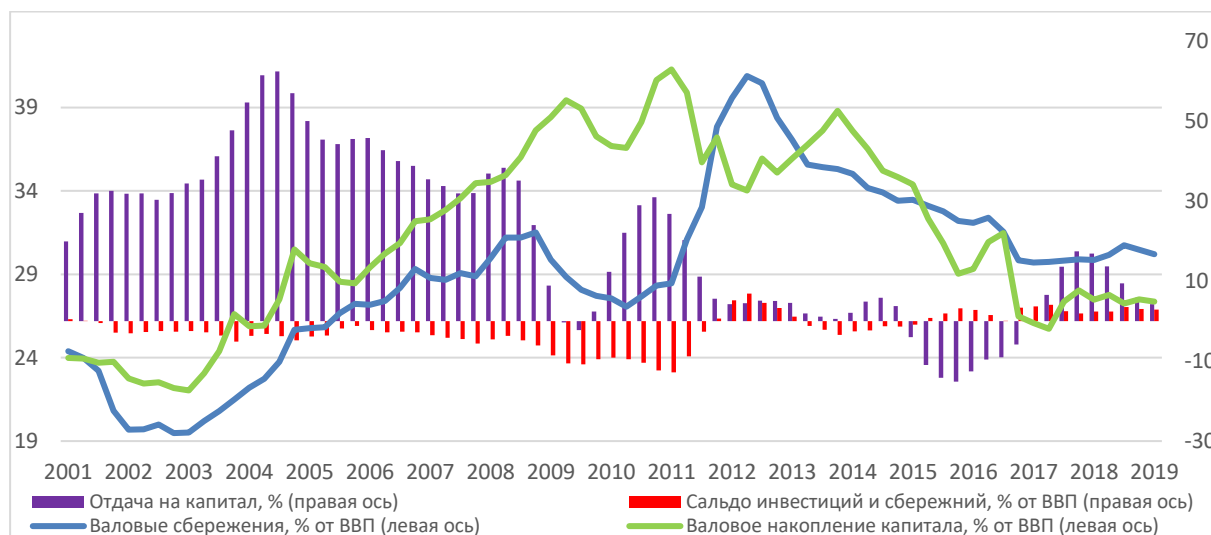
Примечание: Показатель «доля потребления» рассчитан как доля конечного потребления домашних хозяйств в ВВП, а «доля инвестиций» как доля валового накопления основного капитала. П.ц. указывает на то, что расчет показателя произведен на основе данных в постоянных ценах 2014 г. (с пересчетом на основе индексов прироста в 2012-2013 гг.), а т.ц. – на основе данных в текущих ценах. Более подробно см. сноску №6.

Источник: Собственные расчеты на основе данных Белстата,

**Рисунок 6. Динамика доли потребления и инвестиций в выпуске**

<sup>11</sup> Истошение тенденции снижения нормы сбережения и соответственно повышения нормы потребления не является очевидным. При измерении доли потребления и сбережений в выпуске на основе данных в текущих ценах в период восстановительного роста прослеживается тренд на стабилизацию соответствующих показателей. Однако если такие же индикаторы рассчитывать на основе данных СНС в постоянных ценах 2014 года, то период восстановительного роста характеризуется повышением доли потребления (снижением доли сбережений). Такая разница в «диагнозе» обусловлена различием в дефляторах для отдельных компонентов совокупного спроса при представлении данных в постоянных ценах. С точки зрения экономического смысла для характеристики нормы сбережения (потребления) на относительно длительных временных промежутках более целесообразным видится использование данных в текущих ценах (это позволяет избежать систематических погрешностей, связанных с изменениями весовой базы при расчете реальных темпов прироста в постоянных ценах разных лет). Вместе с тем, для достаточно кратких периодов, данные по которым рассчитываются в постоянных ценах одного года, расчеты на основе последних также имеют смысл для характеристики реальной динамики. Исходя из этого однозначного вывода о том сохраняется или уже завершилась тенденция сокращения нормы сбережения (роста доли потребления) в данной работе не делается. Кроме того, указанное отличие в «диагнозе» на основе данных в текущих и постоянных ценах объясняет определенное противоречие между утверждениями в пп. 4.1 и 4.4, т.к. тенденция в п.4.1 документируется на основе данных в текущих ценах, а в п. 4.4 на основе данных в постоянных ценах.

4.2. Доля инвестиций в выпуске стабилизировалась в новом равновесном диапазоне 25-27% (см. рис.6 и 7). Это отражает недостаточно высокое качество инвестиций в среднем в экономике на фоне бремени низкопроизводительного капитала, накопленного в предыдущие годы. Доля валового накопления основного капитала несколько возросла после исторических минимумов периода рецессии, но остается достаточно стабильной вблизи 26% от ВВП. Некоторые «рывки» в динамике соответствующего показателя были преимущественно инициированы инвестициями (АЭС и другие госпроекты) и мерами административного характера. Но такие эпизоды «инвестиционного спурта» не оказывались продолжительными, так как отдача на инвестиции в экономике остается низкой. В результате для фирм повышенная инвестиционная активность приводила к ухудшению финансового положения, а на макро уровне большой объем инвестиций не обеспечивал генерирование новых импульсов роста, приводя к новому витку снижения отдачи на капитал (см. рис. 7). Последнее отражает одну из системных проблем национальной экономики – низкое в среднем по экономике качество имеющихся инвестиционных проектов на фоне бремени низко производительного капитала, накопленного в предыдущие периоды. Исходя из таких реалий, диапазон 25-27% для доли инвестиций видится равновесным для существующего статус-кво.



Примечание: Отдача на капитал рассчитана как величина обратная приростному коэффициенту инвестиций и может рассматриваться как прокси предельного продукта капитала. Доли инвестиций и сбережений рассчитаны на основе исходных данных в текущих ценах.

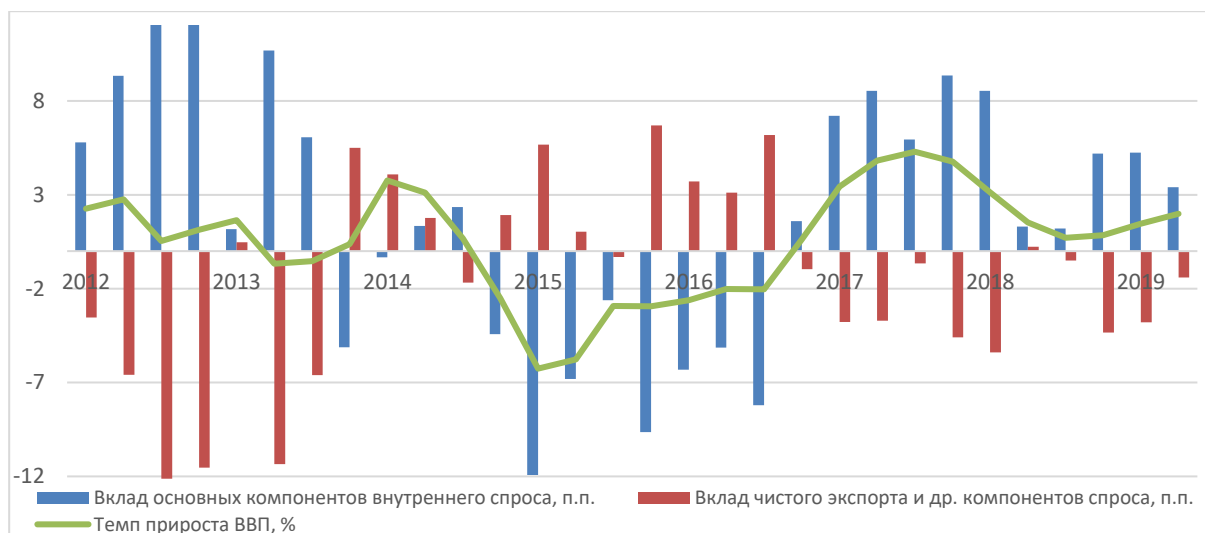
Источник: Собственные расчеты на основе данных Белстата,

**Рисунок 7. Динамика индикаторов сбережений и инвестиций**

4.3. Сальдо сбережений и инвестиций стабилизировалось на положительном уровне (см. рис. 7). Преодоление соответствующего хронического дефицита является важной предпосылкой макростабильности. Но ставший устойчивым соответствующий профицит свидетельствует о том, что инвестиционный потенциал экономики не задействуется в полной мере. Структурная адаптация в период рецессии привела к одновременному снижению нормы сбережений и доли инвестиций в выпуске. Это позволило преодолеть дефицит в соотношении сбережений и инвестиций, что является важной посылкой для избегания текущих макроэкономических диспропорций. Однако снижение доли инвестиций в выпуске в рамках структурной адаптации экономики оказалось ощутимо большим, нежели доли сбережений, в результате чего в период восстановительного роста сформировался соответствующий профицит (см. рис. 7). Это означает, что имеющихся в экономике сбережений достаточно для финансирования большего по сравнению с имеющимся объема инвестиций. Однако этот задел не

используется. Другим словами складывается достаточно парадоксальная ситуация: вопреки испытываемой необходимости в повышении производительности и имеющимся финансовым ресурсам, инвестиционная активность остается слабой. Причиной этого вновь видится низкая эффективность инвестиций, усугубляемая накопленными структурными диспропорциями в накоплении капитала (см. п.4.2).

**4.4. Рост выпуска в период 2017-2019 гг. был не сбалансирован<sup>12</sup> и основан на внутреннем спросе (преимущественно потреблении), что ослабляло достижения в области макростабильности** (см. рис.8). На протяжении всего периода восстановительного роста конечное потребление домашних хозяйств оставалось мотором роста, периодически получая «поддержку» от валового накопления основного капитала (см. рис.8). Обратной стороной этой тенденции стала негативная динамика чистого экспорта. Последнее преимущественно было обусловлено высокой чувствительностью спроса на импорт к росту внутреннего спроса. В результате ощутимая часть задела в уровне чистого экспорта, сформированного в период 2015-2016 гг., за период восстановительного роста была утрачена. Кроме того, несбалансированный рост на основе внутреннего спроса негативно сказывался и на динамике цен, став ключевым фактором ускорения инфляции в конце 2018 – начале 2019 гг.



Примечание: Вклад компонентов спроса в прирост ВВП (в процентных пунктах темпа прироста ВВП) оценен на основе квартальных аннуализированных темпов прироста, рассчитанных по сезонно скорректированным данным. Вклад основных компонентов внутреннего спроса является суммой вклада конечного потребления домашних хозяйств и валового накопления основного капитала. Вклад чистого экспорта и др. учитывает вклад всех прочих компонентов совокупного спроса.

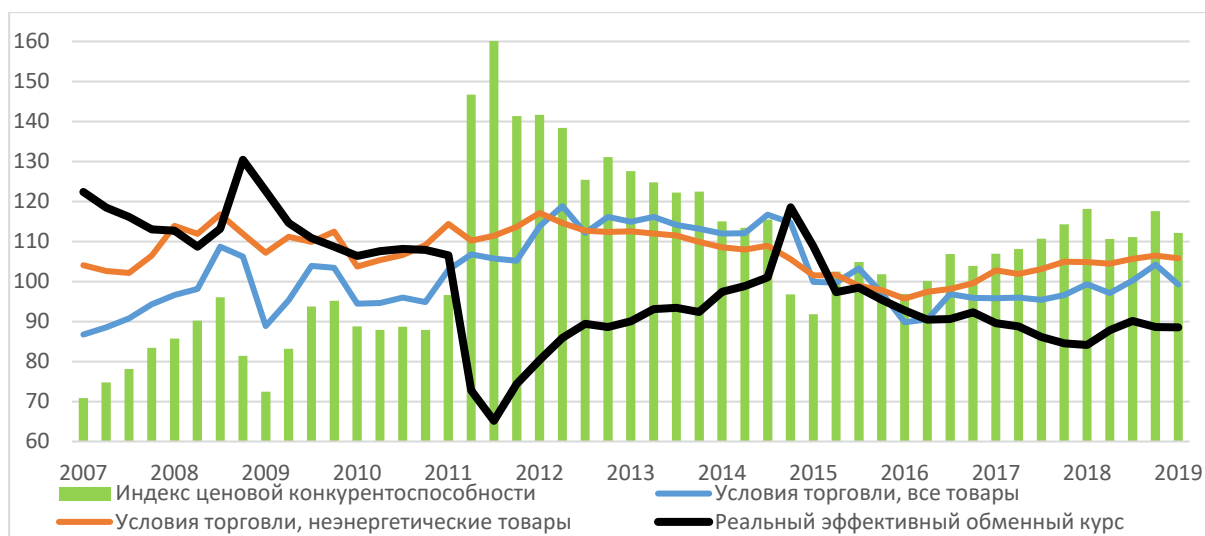
Источник: Собственные расчеты на основе данных Белстата,

**Рисунок 8. Вклад компонентов совокупного спроса в прирост ВВП**

**4.5. Реальный эффективный обменный курс в период восстановительного роста несколько укрепился, на фоне улучшения внешней конъюнктуры, но оставался в равновесном диапазоне. В контексте долгосрочного развития он остается на низком уровне, что отражает недостаток производительности для его устойчивого укрепления** (см. рис.9). Странам с низким и средним уровнем дохода, как правило, по мере роста производительности и роста относительного благосостояния присуще (вследствие эффекта Балассы-Самуэльсона) укрепление реального эффективного обменного курса (РЭОК). В случае Беларуси эта закономерность не соблюдается, что отражает недостаток

<sup>12</sup> Под сбалансированным в данном контексте следует понимать рост выпуска на основе внутреннего спроса, но без ухудшения состояния чистого экспорта. Другими словами, сбалансированным со стороны спроса является рост с положительным вкладом компонентов внутреннего спроса при примерно нулевом вкладе чистого экспорта (если состояние последнего близко к равновесному значению внешней позиции).

производительности и как следствие отсутствие трендового роста относительного благосостояния. При таком статус-кво величина равновесного РЭОК является достаточно стабильной (при прочих равных условиях) и колеблется, реагируя на изменение внешней конъюнктуры. В условиях плавающего обменного курса фактическая величина РЭОК, как правило, не имеет причин для значимого отклонения от равновесной величины. В период восстановительного роста такая ситуация была актуальна для Беларуси: РЭОК оставался в диапазоне, который можно квалифицировать как равновесный, но в последние периоды несколько укрепился на фоне улучшившейся внешней конъюнктуры (преимущественно за счет динамики цен неэнергетических товаров). Ценовая конкурентоспособность национальных производителей в период восстановительного роста несколько возросла, внося весомый вклад в динамику реальных показателей.



Примечание: Индекс ценовой конкурентоспособности представляет собой произведение индекса условий торговли и величины обратной индексу РЭОК (деленного на 100). Эконометрические оценки свидетельствуют о том, что данный показатель является важной объясняющей переменной для динамики экспорта и импорта, характеризую ценовую конкурентоспособность национальных производителей.

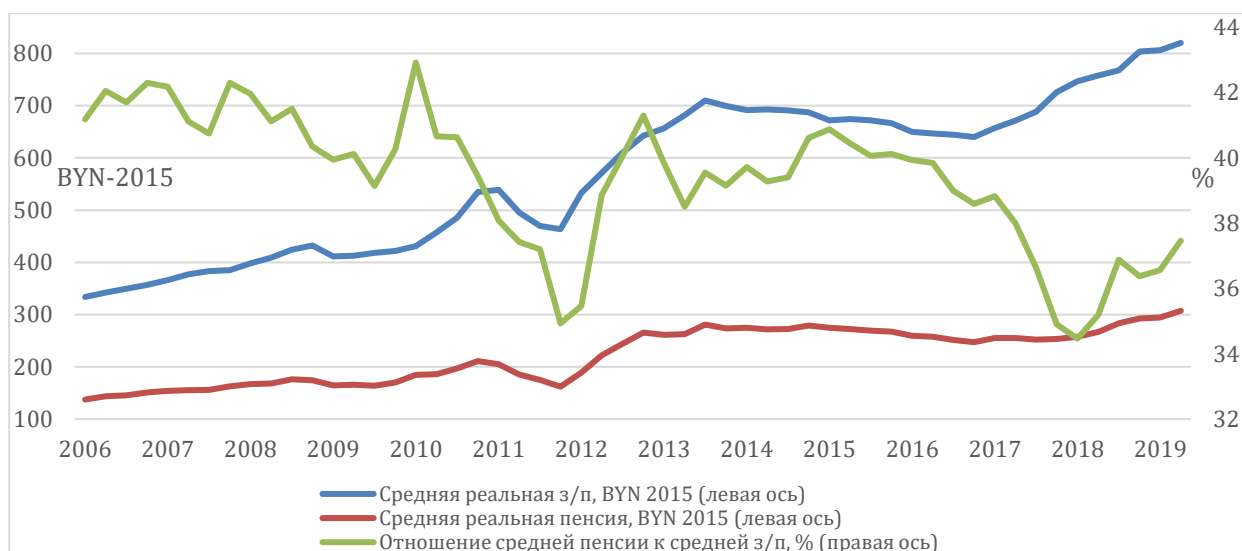
Источник: Собственные расчеты на основе данных Белстата и Национального банка.

**Рисунок 9. Динамика реального эффективного обменного курса и индикаторов внешней конъюнктуры, индексы, 2015=100.**

## 5. Показатели благосостояния на максимуме, но перспективы его роста ограничены

5.1. Период восстановительного роста характеризовался быстрым ростом доходов населения, которые достигли исторического максимума. За период 2017- 1 полугодие 2019 г. реальная зарплата выросла на 28.1%, а средний ее прирост за этот период (в годовом выражении) составил около 10.4%. Это позволило нивелировать снижение уровня средней реальной заработной платы, имевшее место в период рецессии, а со второго полугодия 2018 г. и вовсе обновлять его исторические максимумы (см. рис.10). Схожую (но менее интенсивную) динамику демонстрировали и реальные денежные доходы населения. Столь впечатляющий рост на первых порах во многом был следствием восстановительного эффекта. Росту доходов и снижению безработицы способствовали административные меры властей, а также поведение ряда нанимателей, вызванное, вероятно, усилившейся конкуренцией за трудовые ресурсы, в том числе с зарубежными нанимателями. Примерно с середины 2018 г. рост реальной заработной платы все в большей мере был обусловлен административным стимулированием. Это накладывало негативный отпечаток на финансовое положение фирм (см. п. 3.2), а также ограничивало их ценовую конкурентоспособность (см. п.5.4).





Примечание: Данные по средней реальной заработной плате и средней реальной пенсии приведены в рублях 2015 года. Источник: Собственные расчеты на основе данных Белстата.

**Рисунок 10. Динамика показателей доходов населения.**

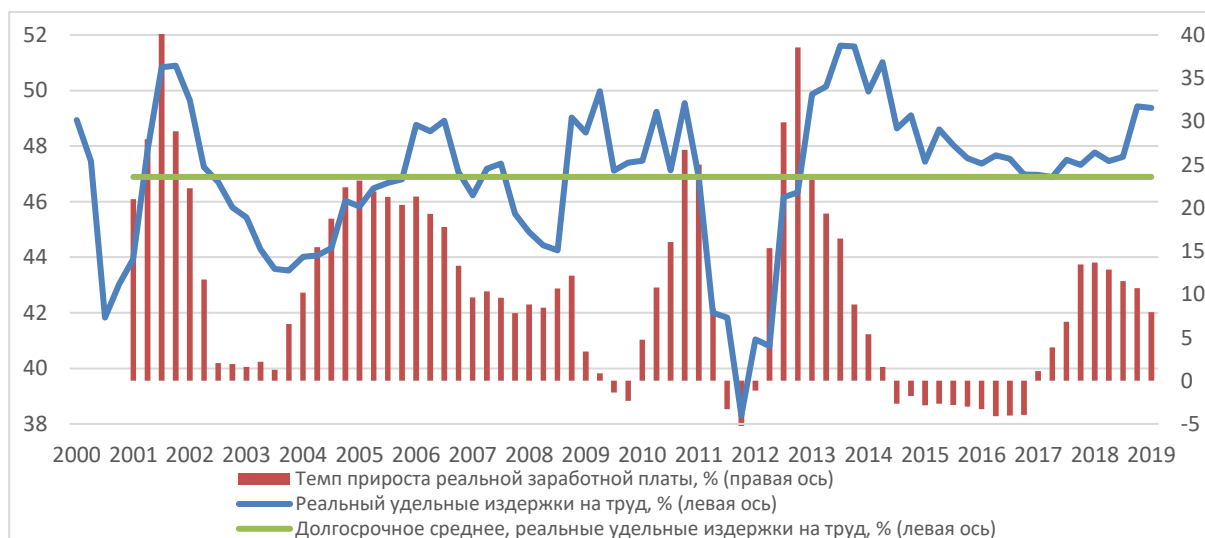
**5.2. Равномерность в распределении доходов остается ниже «привычного» уровня.** В период рецессии увеличилась степень неравномерности в распределении доходов. Например, «привычное» до 2015 г. значение отношения медианной зарплаты к средней составляло около 80-83%, что отражало достаточно высокую степень равенства в доходах. В период рецессии это соотношение снизилось до уровня около 76%, отражая формирование тенденции роста неравенства в трудовых доходах. В период восстановительного роста снижение данного соотношения замедлилось, но, вместе с тем, сохранилось (в 2019 г. оно составило 74.9%). Таким образом, можно полагать, что рост неравенства трудовых доходов стал для Беларуси не транзитивной тенденцией периода рецессии, а структурной трансформацией. В отношении социальных трансфертов ситуация несколько отличалась. Например, реальные пенсии в период рецессии просели намного больше, нежели средние зарплаты, а потому отношение пенсий к зарплатам снижалось (см. рис.10). Однако с 2018 г., имея определенный запас фискальной прочности, экономические власти проводили достаточно активную политику по сглаживанию накопленных соответствующих диспропорций в благосостоянии. Это обусловило некоторый рост относительной величины реальных пенсий, но, вместе с тем, они пока все еще остаются на уровне ниже «привычного». На фоне этой тенденции уровень бедности в стране устойчиво снижался, достигнув к середине 2019 г. 5.3% (от пиков свыше 6% в 2016-2017 гг.).

**5.3. В период восстановительного роста ощутимо оживился рынок труда: сократилась безработица, а величина занятости несколько стабилизировалась.** Первые признаки оживления на рынке труда появились в начале 2017 г., но это оживление имело неустойчивый характер. Со второй половины 2017 г. оживление стало более ярко выраженным и устойчивым: после четырехлетнего перерыва фирмы впервые стали наращивать количество создаваемых новых рабочих мест, а темп снижения занятости (имеющий место во многом по демографическим причинам) замедлился, а впоследствии она стала демонстрировать признаки стабилизации. Эти же тенденции отражало и устойчивое снижение уровня безработицы от пиковых значений около 6% в период рецессии до 4.4% к середине 2019 г.

**5.4. В период восстановительного роста усилился миграционный отток населения.** Вероятно, одной из наиболее важных (в негативном свете) новых тенденций периода восстановительного роста является новый всплеск трудовой эмиграции, причем

вопреки бурному росту доходов внутри страны. Волна трудовой эмиграции имела место также, например, в 2012 г. Однако последовавший за ней рост реальных доходов обусловил последующую стабилизацию. В 2015-2016 гг. усиление эмиграции также, на первый взгляд, виделось временным явлением, присущим периоду рецессии. Однако в период восстановительного роста, несмотря на быстрый рост реальных доходов, эмиграция за пределы страны не только не сократилась, а даже усилилась. В 2017 и 2018 гг. страну ежегодно покидало свыше 15 тыс. человек, тогда как в дорецессионный период (с 2006 по 2015 г.) этот показатель никогда не превышал 10 тыс. человек. Кроме того, статданные свидетельствуют о росте доли мигрантов, направляющихся в страны вне СНГ. Наиболее вероятно, это отражает усиление миграции в «западном направлении» и снижение доминирования Россия как направления для эмиграции. Истоком подобных тенденций видится снижение уровня благосостояния в Беларуси (см. рис.1, п. 1.2) по отношению к странам ЦВЕ и развитым странам.

**5.5. Реальные удельные издержки на труд превысили свой долгосрочный равновесный уровень, что делает маловероятным дальнейший опережающий (относительно прироста ВВП и производительности труда) рост заработной платы.** На первых этапах восстановительного роста рост зарплаты не приводил к значимому увеличению реальных удельных издержек на труд (то есть не становился барьером на пути ценовой конкурентоспособности фирм), что указывало на имеющийся задел для роста заработной платы. Однако бурный темп роста заработной платы (см. п. 5.1) к середине 2018 г. изменил ситуацию. Со второго полугодия 2018 г. рост реальных удельных издержек на труд становился все более значимым, что привело к существенному превышению их текущим значением своего долгосрочного среднего (последнее можно рассматривать как прокси равновесного значения). В этой связи в 2019 г. поддержание роста зарплат стало все более проблематичным, так как оно приводит к дополнительной нагрузке на фирмы (ухудшает их финансовые результаты и снижает ценовую конкурентоспособность). С этой позиции сложившаяся ситуация схожа с 2013 г., когда достигнутый в результате резкого роста уровень заработной платы, оказался пиком на несколько лет вперед, и впоследствии экономические агенты вынуждены были адаптироваться к нему.



Примечание: Реальные удельные издержки на труд рассчитаны как доля оплаты труда в ВВП. Данный показатель по определению характеризует соотношение роста зарплаты и производительности, а также является важным индикатором ценовой конкурентоспособности фирм.

Источник: Собственные расчеты на основе данных Белстата.

**Рисунок 11. Динамика индикаторов сбережений и инвестиций**

## Заключение

Период восстановительного роста оказался для национальной экономики достаточно противоречивым. С одной стороны, динамика роста выпуска (в среднем около 3% в год) была наилучшей за последние 8 лет. Рост выпуска сопровождался существенным ростом реальных доходов, что обеспечило сглаживание накопленных диспропорций в благосостоянии. Кроме того, в этот период власти проводили рациональную и достаточно эффективную экономическую политику, что позволило обеспечить ценовую, финансовую, а также внешнюю стабильность. Более того, отдельные их элементы даже были усилены.

С другой стороны, рост по-прежнему был очень скромным, не позволяя сокращать накопленные разрывы в благосостоянии с другими странами, например, ЦВЕ. Относительно высокий темп прироста стал возможен благодаря механизму восстановительного роста. Другими словами, повышенные темпы роста ВВП стали возможны лишь временно в качестве компенсации за слабый рост в предыдущие периоды. Причем уже в 2018 г. действие этого механизма стало ослабевать, а рост замедляться. Кроме того, прочность и устойчивость ряда элементов макростабильности вызывает сомнения.

Сложившаяся ситуация наглядно демонстрирует слабый потенциал роста национальной экономики, которого недостаточно для хотя бы поддержания неизменным относительного (по сравнению с другими странами региона) уровня благосостояния. Поэтому достижения экономической политики в виде макростабилизации обнажают все институциональные недостатки национальной экономики. Это приводит к формированию неблагоприятных трендов в социальной среде, например, усилению миграционного оттока, росту неравенства в доходах. Они, в свою очередь, становятся новыми барьерами для перспектив долгосрочного роста.

Осознавая слабость потенциала роста власти продолжили искать пути его усиления. Но в этом поиске они не вышли за рамки существующих политических ограничений и сосредоточились на продвижении идеи «новой экономики». Эта идея в том или ином виде эксплуатируется уже несколько лет, но пока результаты ее реализации невелики. В совокупности все указанные аргументы обуславливают достаточно скромные перспективы для кратко- и среднесрочного развития национальной экономики.

## Литература

Ames, B., Brown, W., Devarajan, Sh. & Izquierdo, A. (2001). *Macroeconomic Policy and Poverty Reduction*, IMF and World bank: Washington, DC.

Blanchard, O., Dell’Ariccia, G. & Mauro, P. (2013). *Rethinking Macro Policy II: Getting Grangular*, IMF Staff Discussion Note, SDN/13/03.

Blanchard, O. & Gali, J. (2007), ‘Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model’, *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, s1, pp.35-65.

Kruk, D. (2016), *SVAR Approach for Extracting Inflation Expectations Given Severe Monetary Shocks: Evidence from Belarus*, Belarusian Economic Research and Outreach Center, Working Paper No.39.