

Перегрев экономики Беларуси: серьезна ли угроза и чего ожидать в 2025 году?

BEROC, 2024

BEROC Policy Paper Series, PP no. 122

РЕЗЮМЕ:

Экономика Беларуси быстро восстановилась от спада 2022 года. В III квартале 2024 года ВВП страны на 3,4% превысил средний уровень докризисного 2021 года. Рост экономической активности происходил на фоне стимулирующей внутренней экономической политики, максимального с 2008 года избыточного спроса в России и сопровождался стремительным повышением потребительского спроса и заработных плат, снижением безработицы до рекордно низких отметок и достижением наивысшего с 2013 года уровня загрузки производственных мощностей в промышленности. Это породило широкий дискурс о вероятном перегреве экономики Беларуси, корректная диагностика которого имеет критическое значение для экономической политики и перспектив повышения благосостояния граждан страны. В настоящей аналитической записке предпринята попытка провести диагностику экономики Беларуси на предмет ее возможного перегрева в 2024 году и способствовать дальнейшей дискуссии по данной проблематике. Полученные результаты указывает на высокую вероятность перегрева экономики Беларуси в 2024 году. Его масштаб оценивается максимальным с 2014 года, но не критичным для макроэкономической дестабилизации в краткосрочной перспективе при условии отсутствия сильных внешних шоков. Однако в случае сильных внешних потрясений экономика может войти в глубокую рецессию, так как она стала «хрупкой» для воздействия шоков.

Ключевые слова: перегрев экономики, разрыв выпуска, потенциальный ВВП, инфляция, заработная плата, безработица, кредит, экономическая политика, монетарные условия.

1. Введение

Санкционный шок 2022 года привел к резкому и значительному экономическому спаду в Беларуси. ВВП страны потерял 4,7% в 2022 году и откатился к уровням 2012–2013 гг. Однако уже во второй половине 2022 года экономика начала восстанавливаться и продемонстрировала рост на 3,9% в 2023 году и на 4,5% в январе – сентябре 2024 года. В результате спад 2022 года был не просто преодолен, а ВВП Беларуси вышел на исторически максимальные значения. Уже в II квартале 2024 года реальный ВВП был на 3,3% выше среднего уровня довоенного 2021 года, а в III квартале 2024 года – на 3,4%.

Высокий рост экономики Беларуси в 2023–2024 гг. сопровождался стремительным усилением потребительской активности и повышением реальных заработных плат, снижением уровня безработицы до исторических минимумов, достижением рекордной с 2013 года загрузки производственных мощностей, высоким ростом кредитования и денежной массы, а также значительным расширением расходов государственного бюджета, в том числе социальных выплат и оплаты труда. Кроме того, ВВП Беларуси рос на фоне быстрого расширения российской экономики, которая в 2024 году признавалась рекордно перегретой с 2008 года не только неправительственными экспертами, но и Банком России.¹ Россия остается главным экономическим партнером Беларуси, куда поставляется около 60% белорусского экспорта и откуда приходит более 50% импорта.

В результате в публичном поле возник заочный дискурс между неправительственными экономистами, белорусскими чиновниками, Нацбанком и близкими к государству экспертами о том, является ли экономика Беларуси перегретой и какие у нее перспективы развития в среднесрочном периоде? Среди неправительственных экономистов преобладает мнение о довольно серьезном масштабе перегрева белорусской экономики в 2024 году. Косвенно на это указывают и эксперты Нацбанка, публикуя оценки положительного разрыва выпуска,² и некоторые близкие к правительству эксперты.³ Правительство же, по крайней мере публично, утверждает, что экономика Беларуси не перегрета, а высокие темпы роста соответствуют ее равновесной траектории.⁴

¹ См.: <http://cbr.ru/press/event/?id=18869>.

² См.: https://www.nbrb.by/publications/inflationquarterly/inflationquarterly_2024_3.pdf.

³ См.: Готовский (2024), URL: <https://www.nbrb.by/bv/pdf/articles/12166.pdf>.

⁴ См.: 1) <https://belta.by/economics/view/golovchenko-proinfljatsionnyh-faktorov-v-belarusi-net-i-blizko-641798-2024/>;

Ответ на вопрос о перегреве экономики имеет критическое значение для благосостояния населения и положения бизнеса Беларуси на горизонте нескольких лет. Если экономика перегрета, а власти не будут адекватно реагировать на эту ситуацию и продолжат стимулировать внутренний спрос в попытке временно поддержать высокие темпы роста ВВП, то это сильно снизит устойчивость экономики к шокам и приведет либо к резкому и серьезному экономическому спаду, либо к продолжительному периоду стагнации.

Настоящее исследование ставит целью объяснить для широкой общественности концепцию перегрева экономики, провести анализ состояния белорусской экономики на предмет ее возможного перегрева в 2024 году и способствовать дальнейшей дискуссии по данному вопросу для принятия экономическими субъектами на всех уровнях обоснованных и эффективных решений.

Аналитический материал имеет следующую структуру. В разделе 2 раскрывается концепция перегрева экономики, отклонения ВВП от равновесного состояния, систематизируются индикаторы и симптомы перегрева, описываются потенциальные экономические последствия перегрева и меры реагирования на него посредством экономической политики государства. В разделе 3 анализируется состояние экономики Беларуси и индикаторов перегрева в 2024 году. В разделе 4 описываются наиболее реалистичные сценарии развития белорусской экономики в среднесрочной перспективе. Итоги подводятся в разделе 5, где также представлены рекомендации по мерам экономической политики.

2) <https://www.sb.by/articles/rost-zarabotnoy-platy-obemov-proizvodstva-nakhoditsya-v-absolyutno-dopustimyykh-parametrakh-golovchen.html>;

3) <https://economy.gov.by/ru/news-ru/view/andrey-kartun-belorusskaja-ekonomika-funktsioniruet-v-normalnom-temperaturnom-rezhime-49375-2024/>;

4) <https://www.sb.by/articles/snopkov-oboznachil-5-faktorov-podtverzhdayushchikh-otsutstvie-peregrev-a-ekonomiki-v-strane.html>.

2. Перегрев экономики: что это, когда возникает, какие последствия несет и как на него реагировать?

2.1 Что такое перегрев экономики?

Сильная и растущая экономика – это желаемое положение вещей для общества. Больше людей трудоустроены и зарабатывают. Качество жизни повышается. Однако быстро растущая экономика остается желательной лишь до того момента, пока этот рост сохраняет устойчивость. Случаются периоды, когда экономика растет слишком быстро. И это ведет к ее перегреву.

Перегрев экономики – это ситуация, когда достигнут предел эффективного использования мощностей производителями для удовлетворения спроса со стороны населения, фирм и правительственных учреждений (Central Bank of Ireland, 2024). Доступных трудовых ресурсов, машин, оборудования и прочих капитальных ресурсов становится недостаточно для подстройки предложения товаров и услуг под высокий внутренний и внешний спрос на них. В результате при имеющихся технологиях производства для выпуска каждой дополнительной единицы продукции требуется больше затрат, чем она приносит дохода.

2.2 Разрыв выпуска и потенциальный ВВП – важнейшие индикаторы для экономической политики государства

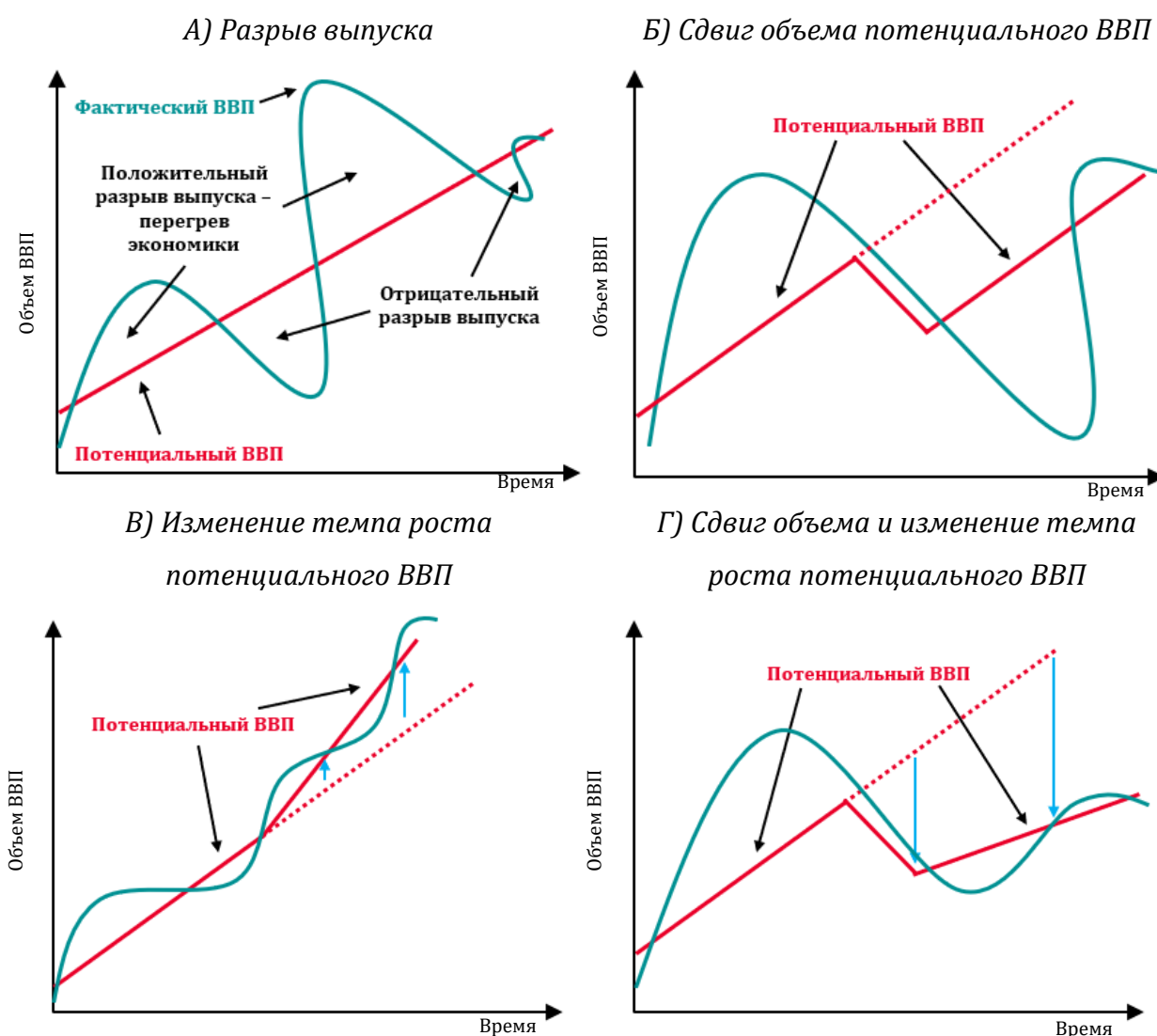
В практике экономической политики для оценки соотношения спроса и устойчивого предложения в экономике применяется индикатор разрыва выпуска. Разрыв выпуска характеризует отклонение фактического реального ВВП страны от своего потенциального (или равновесного, или сбалансированного) объема (**Рис. 1.А**). Потенциальный ВВП представляет такой уровень выпуска, который экономика способна произвести при полной загрузке факторов производства при существующих ресурсных, технологических и институциональных ограничениях (Jahan & Mahmud, 2013; Банк России, 2024). Полная загрузка факторов производства не предполагает их использования на 100%, а соответствует их естественной (или наиболее эффективной) степени задействования.

Когда фактический объем ВВП соответствует потенциальному уровню, в экономике, при прочих равных, не накапливаются макроэкономические дисбалансы: не формируется ни дополнительное проинфляционное, ни

дезинфляционное давление. Перегрев экономики наступает при значительном превышении фактическим объемом ВВП страны своего потенциального уровня или, другими словами, при значительном положительном разрыве выпуска (**Рис. 1.А**).

Потенциальный ВВП не является раз и навсегда заданным. Он изменяется под влиянием динамики факторов производства. Такие изменения могут быть резкими, когда сильно сдвигается сам объем потенциального ВВП (**Рис. 1.Б**). А могут быть постепенными и продолжительными, когда наблюдается ускорение (или замедление) темпов роста объема потенциального ВВП в долгосрочном периоде (**Рис. 1.В**). Также возможно комбинация описанных выше вариантов (**Рис. 1.Г**).

Рисунок 1: Схематичное представление разрыва выпуска и потенциального ВВП



Источник: разработка автора.

Сдвиг объема потенциального ВВП, как правило, происходит под влиянием сильных разовых факторов, влияющих на производственные возможности экономики. Например, стихийное бедствие может привести

к выбытию части ресурсов, а открытие крупного месторождения полезных ископаемых, напротив, к увеличению. Введение масштабных санкций в отношении государства, подрывающих сложившиеся производственно-логистические и финансовые цепочки, также способно привести к снижению уровня потенциального ВВП.

Долгосрочное изменение темпа роста потенциального ВВП происходит под влиянием технологических инноваций, которые приводят к повышению совокупной факторной производительности. Ключевую роль здесь играют политические и экономические институты (благоприятный бизнес-климат, верховенство права и независимость судебной системы, повышение качества государственного управления, улучшение регуляторной среды, гарантии исполнения контрактов и прав собственности, демократические процедуры выборов и др.), а также ценности общества (степень принятия риска, дистанция власти, межличностное доверие и др.).

Крупный санкционный шок может приводить не только к резкому снижению объема потенциального ВВП, но и к замедлению его долгосрочных темпов роста из-за усложнения доступа к передовым технологиям и негативного воздействия на бизнес-климат. В то же время в перспективе нескольких лет после санкционного шока и изначального снижения объема потенциального ВВП его темпы роста могут временно повышаться даже сверх докризисных значений в силу мобилизации внутренних ресурсов для закрытия высвободившихся ниш в части предложения товаров и услуг. После их закрытия долгосрочные темпы роста потенциального ВВП, при прочих равных, снизятся ниже досанкционных значений.

Обозначенные детерминанты потенциального ВВП показывают, что повлиять на него инструментами монетарной политики невозможно. Ключевую роль в повышении потенциала экономики играет институциональная политика, а также структурные изменения в налогово-бюджетной политике. С помощью монетарной политики можно создавать благоприятные условия для коммерциализации инноваций (например, за счет доступности кредитных ресурсов и благоприятной среды для инвестиционного планирования и прогнозирования при низкой и предсказуемой инфляции), однако нельзя повлиять на глубинные детерминанты их развития.

2.3 Последствия перегрева экономики

Перегрев экономики опасен тем, что он может перерасти в серьезный экономический спад. Когда у производителей остается все меньше

возможностей по дополнительному задействованию мощностей (в том числе работников), то повышенный спрос на товары и услуги будет все меньше приводить к увеличению выпуска и все больше к увеличению импорта и ускоренному повышению цен. Высокий рост цен будет стимулировать рост зарплат, что обусловит дальнейшее увеличение издержек производителей и вновь усилит давление на цены. Покупательная способность доходов населения начнет постепенно уменьшаться, инвестиционное планирование и прогнозирование станет труднее, а местные производители начнут терять конкурентоспособность на внешних рынках из-за увеличившихся издержек. В результате следствием перегрева экономики может стать ослабление экономической активности, потери благосостояния домохозяйств и увеличение безработицы, а при масштабном изначальном размере перегрева – спад производства. Результаты научных исследований показывают, что высокая волатильность в экономике (значительные колебания разрыва выпуска) способна оказывать негативное воздействие на долгосрочный рост ВВП, особенно в странах с низким уровнем дохода (Hnatkoska & Loayza, 2003).

В среде перегрева экономики, когда доходы населения и бизнеса растут высокими темпами, их ожидания могут становиться сверхоптимистичными. Возникает вероятность недооценки рисков и принятия на себя избыточной долговой нагрузки. На практике это выражается в стремительном увеличении нового кредитования и задолженности по кредитам, что транслируется в быстрый рост денежной массы в экономике. Если в будущем доходы перестанут расти также быстро и их динамика будет корректироваться к сбалансированной траектории, то это может спровоцировать трудности с погашением и обслуживанием ранее принятых обязательств. В результате повысится угроза банкротств, неплатежей, и вероятность наступления банковского кризиса. Премия за риск в таких условиях возрастет, что приведет к увеличению процентных ставок и может негативно отразиться на устойчивости государственного долга и бюджета.

Если перегрев экономики вызван чрезмерным притоком в страну иностранного капитала, то внезапное существенное замедление или сокращение этого притока может привести к сильному ослаблению национальной валюты, потере золотовалютных резервов (если центральный банк будет продавать иностранную валюту для ограничения рисков финансовой дестабилизации), сильному инвестиционному спаду и сокращению ВВП (Eichengreen & Gupta, 2016).

Негативные последствия перегрева экономики имеют шансы перерасти в вызовы для социальной и политической стабильности, так как высокая

инфляция и безработица в наибольшей степени бьют по наименее обеспеченным гражданам.

2.4 Индикаторы и симптомы перегрева экономики

Ключевым индикатором перегрева экономики выступает значительный положительный разрыв выпуска. Сложность с оцениваем данным индикатора связана с его ненаблюдаемой природой. Потенциальный ВВП и, следовательно, разрыв выпуска нельзя обнаружить в первичных статистических данных. Для оценивания этих индикаторов требуется применение специальных экономико-математических методов анализа. В BEROC используется макроэкономическая гэл-модель (QPM), которая базируется на экономической теории и характеристиках белорусской экономики, в том числе учитывает высокую степень вмешательства государства в экономику и санкционное воздействие.⁵ Методологически схожая модель является базовым инструментом для макроэкономического анализа, прогнозирования и проектирования мер монетарной политики в Нацбанке Беларуси (Нацбанк Беларуси, 2018).

Более простым способом оценки потенциального ВВП и разрыва выпуска является использование статистических процедур выделения тренда в динамике реального ВВП (линейный тренд, фильтр Ходрика-Прескотта, полосовой фильтр и др.). Эти методы просты в применении, но не имеют надежного экономического обоснования.

Модели не являются истиной в последней инстанции и им можно не доверять, даже если на то нет объективных оснований. В связи с этим для оценки перегрева экономики целесообразно изучать его симптомы, т. е. такие экономические индикаторы, которые возможно непосредственно зафиксировать в первичных статистических данных, а также в опросах населения и бизнеса.

В экономической литературе нет однозначного набора наблюдаемых индикаторов перегрева экономики. Дискуссионными представляются не только сами индикаторы, но и требуемое их количество. В настоящей работе предлагается опираться на принцип бритвы Оккама. Его суть заключается в том, что если имеется возможность надежно объяснить какое-то явление, не плодя дополнительные сущности (предположения и допущения), то так и следует его объяснять. В связи с этим использование большого числа индикаторов для оценки перегрева экономика видится

⁵ С моделью BEROC можно ознакомиться в работе BEROC (2023a).

избыточным. Многие из них будут взаимосвязаны друг с другом, а часть будет мало релевантна для экономического цикла и приводить к «зашумлению» результатов.

Основываясь на определении перегрева экономики, можно выделить четыре наиболее релевантных симптоматических индикатора.

Первый индикатор характеризует загрузку производственных мощностей. Этот показатель является опросным. Если трудовые и капитальные ресурсы используются на рекордном или максимальном за продолжительный временной период уровне, то вероятность нахождения экономики в состоянии перегрева возрастает.

Второй индикатор характеризует состояние рынка труда. Здесь следует сосредоточить внимание на безработице и вакансиях. Если в экономике много людей, которые находятся в поисках работы, но не могут ее найти, то следует меньше беспокоиться о перегреве экономики. В противном случае справедливо обратное.

Третий индикатор характеризует рост цен в экономике, в том числе стоимость рабочей силы. Если спрос в экономике быстро расширяется, а имеющиеся производственные мощности полностью загружены, то для удовлетворения этого спроса производителям необходимо увеличить загрузку мощностей сверх оптимального уровня. Это потребует более высоких зарплат для привлечения новых работников (или оплаты переработки) и более высокой степени использования капитала (повышенная амортизация). Издержки на производство единицы продукции возрастут, что будет оказывать давление на цены в сторону их повышения. Таким образом, если рост цен в экономике ускоряется (или долгое время остается повышенным), то это сигнализирует об ее вероятном перегреве.

Четвертый индикатор характеризует кредитную активность. Так как перегрев экономики связан с экономическим циклом и макроэкономической стабильностью, то наиболее релевантным показателем представляется изменение объема нового кредитования (или кредитный импульс), а не задолженность по кредитам. Именно новые кредиты поддерживают текущий спрос на товары и услуги и способствуют генерированию их выпуска. Стремительный рост нового кредитования будет стимулировать совокупный спрос, что может привести к перегреву экономики. Задолженность по кредитам не всегда коррелирует с экономическим циклом и ее отклонение от трендового уровня призвано оценить риски для финансовой стабильности, а не макроэкономической (Безбородова, 2018).

В практике МВФ применялся следующий набор индикаторов перегрева (IMF, 2013):

1. Внутренние индикаторы.

- Объем ВВП относительно его предкризисного тренда.
- Разрыв выпуска.
- Уровень безработицы.
- Инфляция.

2. Внешние индикаторы.

- Условия торговли (отношение цен экспорта к ценам импорта).
- Приток капитала.
- Сальдо текущего счета.

3. Финансовые индикаторы.

- Рост кредита.
- Рост цен на недвижимость.
- Рост цен акций.

Для большинства индикаторов МВФ оценивал отношение значения показателя в крайнем временном периоде к его среднему значению за десять лет до кризисного эпизода. Полученный результат менее 0,5 стандартного отклонения интерпретировался как отсутствие сигнала о перегреве; более или равный 0,5, но меньший 1,5 стандартного отклонения, – как сигнал о вероятности перегрева; более или равный 1,5 стандартного отклонения – как сигнал перегрева.

В приложении к Беларуси к сопоставлению значений макроэкономических индикаторов с их историческими средними значениями необходимо подходить с осторожностью. Экономика Беларуси прошла несколько структурных трансформаций, последняя из которых началась в 2022 году после ужесточения санкций западных стран и не завершена в 2024 году в силу постоянной адаптации к новым санкционным проявлениям. Кроме того, до 2011 года экономика Беларуси функционировала в режиме довольно высокого роста ВВП – в 2000–2011 гг. на 7,1% в среднем в год. С 2012 года стали отчетливо проявляться структурные изъяны модели роста, что трансформировалось в устойчивое снижение прироста ВВП, который за десятилетие до 2022 года составил 0,7% в среднем в год.⁶ Усреднение таких разных периодов в целях определения

⁶ С анализом причин замедления экономического роста в Беларуси можно ознакомиться в работах Д. Крука (Kruk, 2018; 2020), В. Комкова (2020), Н. Мирончик и А. Левихиной (2020), World Bank (2018).

устойчивого темпа прироста ВВП выглядит крайне дискуссионным и, скорее всего, ошибочным.

2.5 Как властям реагировать, чтобы предотвратить перегрев экономики или смягчить последствия при его возникновении?

Перегрев экономики – это следствие разбалансировки совокупного спроса и совокупного предложения. Для того чтобы вернуть экономику к равновесию, необходимо «остужать» спрос и способствовать качественному увеличению производственного потенциала.

Устойчивое увеличение производственного потенциала (или повышение потенциального ВВП) – это не быстрый процесс, требующий институциональных преобразований и технологических инноваций. Крайне важно, чтобы расширение предложения товаров и услуг было устойчивым: его временное наращивание за счет сверхсильной нагрузки производственных мощностей и дешевых кредитов не является устойчивым. В связи с тем, что устойчивое увеличения потенциала является продолжительным процессом, главную роль в предотвращении перегрева (либо в минимизации его негативных последствий) играет политика регулирования спроса.

«Рабочей лошадью» стабилизационной экономической политики является монетарная (или денежно-кредитная) политика. Монетарная политика представляет собой комплекс мероприятий центрального банка государства, направленных на корректировку объема денег в экономике для достижения некоторой комбинации стабилизации инфляции и выпуска. Основными инструментами монетарной политики выступают процентные ставки центрального банка и его операции на открытом рынке. Так как монетарная политика не способна оказать влияние на глубинные детерминанты экономического роста (институты и ценности), то ее эффективное влияние на деловую активность ограничивается кратко- и среднесрочным периодом.

Для «охлаждения» перегретой экономики центральные банки, как правило, повышают процентные ставки. Увеличение ставок центрального банка транслируется на межбанковский рынок и далее на рынки кредитов, вкладов и ценных бумаг. Повышение процентных ставок с определенной временной задержкой обуславливает ослабление спроса в экономике, так как потребление и капитальные инвестиции становятся менее привлекательными в сравнении со сбережением.⁷ Так

⁷ С влиянием монетарной политики на экономику Беларуси можно ознакомиться в исследованиях Н. Мирончик (2015), А. Харитончика (2022)

как с момента принятия мер в области монетарной политики до их эффектов на поведение домохозяйств и фирм проходит время, оптимальным паттерном поведения для центрального банка является упреждающая реакция на возможный перегрев экономики.

Вторым важнейшим инструментом стабилизационной политики является фискальная (или налогово-бюджетная) политика. Фискальная политика представляет собой комплекс мероприятий правительства по использованию государственных доходов и расходов для воздействия на экономику. Фискальная политика воздействует на экономику посредством изменения размера и типов налогов, объема и структуры расходов, а также масштаба и форм государственных заимствований. В условиях перегрева экономики власти могут уменьшить объем расходов (или повысить налоги) для сокращения избыточного спроса. Трудность с использованием фискальной политики для противодействия перегреву связана с тем, что принятие решений требует больше временных и трудовых затрат в сравнении с монетарной политикой.

Макроэкономическая стабилизация может дополняться макропруденциальной политикой, направленной на предотвращение системного банковского кризиса. К примеру, применение пруденциальных мер для избегания избыточного кредитования и формирования буферов (ресурсов, зарезервированных для обеспечения устойчивости деятельности) в банках для абсорбирования шоков при их возникновении.

3. Экономика Беларуси в 2024 году: есть ли перегрев?

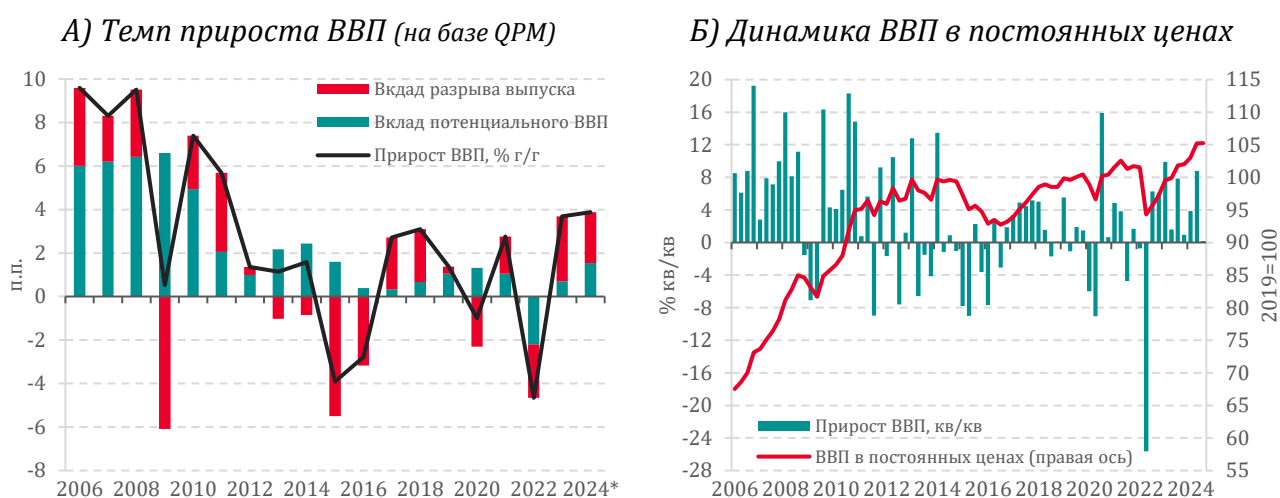
3.1 Динамика ВВП и его отклонение от сбалансированного уровня

Экономика Беларуси в 2023–2024 гг. быстро восстанавливалась после санкционного шока 2022 года. Снижение ВВП на 4,7% в 2022 году было более чем компенсировано ростом на 3,9% в 2023 году и на 4,5% г/г в январе – сентябре 2024 года (**Рис. 2**).

Высокие показатели экономического роста в 2023 и 2024 годах частично связаны со структурной трансформацией экономик Беларуси и России в санкционной среде. После ужесточения с февраля 2022 года санкционной политики западных стран в отношении России и Беларуси и разрушения сложившихся производственно-логистических цепочек Россия и Беларусь потеряли некоторую часть совокупного предложения товаров и услуг. В свою очередь сокращение совокупного спроса оказалось временным и впоследствии он даже вырос

в среде увеличения военных расходов и генерируемых ими межотраслевых эффектов. Внутренние производители получили стимулы к наращиванию выпуска для удовлетворения внешнего и внутреннего спроса. Это главным образом нашло отражение в увеличении экспорта белорусских товаров (во многом в Россию) и потребительских расходов домашних хозяйств **(Рис. 3)**. В результате после снижения уровня потенциального ВВП в 2022 году из-за масштабного санкционного шока последовало его увеличение в 2023–2024 гг. **(Рис. 2.А)**. При этом в период структурной трансформации темпы прироста потенциального ВВП Беларуси могут временно превосходить довоенные темпы.

Рисунок 2: Динамика ВВП Беларуси (на основе сезонно скорректированных данных)



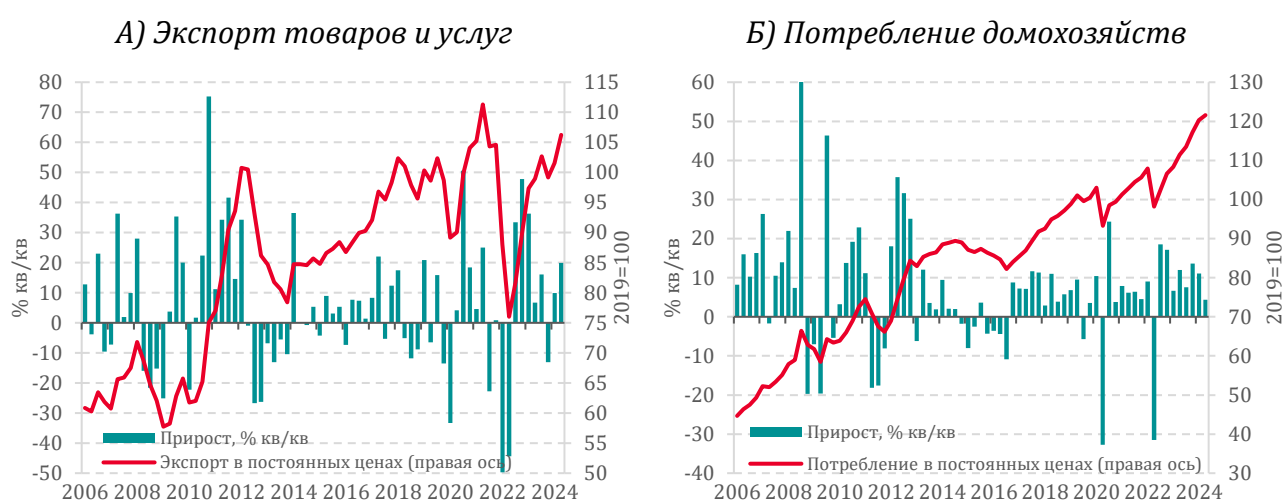
Источник: разработка автора на базе квартальной модели прогнозирования (QPM; BEROС, 2023а), данных Белстата.

Примечание: * значения в 2024 году являются прогнозом на основе информации, доступной к октябрю 2024 года. На рисунке 2.А представлены показатели на основе логарифмированных данных. Фактический темп прироста ВВП равен сумме темпа прироста потенциального ВВП и изменения разрыва выпуска (а не самого разрыва выпуска) за соответствующий период по отношению к предыдущему. Г/г – темп прироста период к соответствующему периоду предыдущего года; кв/кв – аннуализированный темп прироста период к предыдущему периоду с устранением сезонности.

В то же время, объем реального ВВП в 2024 году не только восстановился к довоенному уровню, но значительно его превзошел. По предварительной оценке, в III квартале 2024 года объем ВВП примерно на 3,4% превышал средний уровень 2021 года **(Рис. 2.Б)**. Высокий рост ВВП сопровождался крайне сильной динамикой потребительского спроса. Потребление населения в II квартале 2024 года превысило средний уровень 2021 года более чем на 17% **(Рис. 3.Б)**, и в III квартале 2024 года это превышение нарастало.

Оценки на базе макроэкономической гзп-модели BEROC (QPM) показывают, что с середины 2023 года рост белорусской экономики опережал возможности устойчивого расширения предложения товаров и услуг. К середине 2023 года завершилась фаза восстановления экономики после спада 2022 года – реальный ВВП Беларуси достиг потенциального объема **(Рис. 4.А)**. С III квартала 2023 года экономика вошла в фазу перегрева – реальный ВВП превысил сбалансированный объем и образовался положительный разрыв выпуска. До II квартала 2024 года превышение нарастало и разрыв выпуска достиг 3,6% **(Рис. 4.Б)**.

Рисунок 3: Динамика экспорта и потребительских расходов в Беларуси (на основе сезонно скорректированных данных; в постоянных ценах)



Источник: разработка автора на базе данных Белстата.

Примечание: кв/кв – аннуализированный темп прироста период к предыдущему периоду с устранением сезонности.

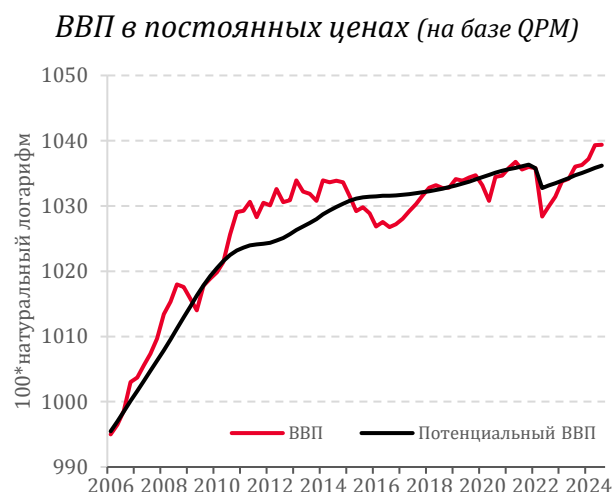
В III квартале 2024 года импульс роста ВВП существенно ослаб, так как производители все более отчетливо ощущали воздействие ресурсных ограничений, а динамика внешнего спроса начала ослабевать. Одновременно, за счет умеренного роста инвестиций (объем которых относительно ВВП в III квартале 2024 года все еще не достиг довоенных уровней) постепенно происходит подстройка стороны предложения под высокий спрос **(Рис. 4.А)**. В результате разрыв выпуска перестал расширяться и составил около 3,2% в III квартале 2024 года **(Рис. 4.Б)**. Это и есть масштаб перегрева экономики Беларуси по состоянию за III квартал 2024 года.

Результаты применения более простых статистических методов также сигнализируют о значимом превышении ВВП своей трендовой траектории **(Рис. 4.Б)**. Разрыв выпуска около 3–3,5% потенциального ВВП является серьезным и максимальным с 2014 года **(Рис. 4)**. Оценки

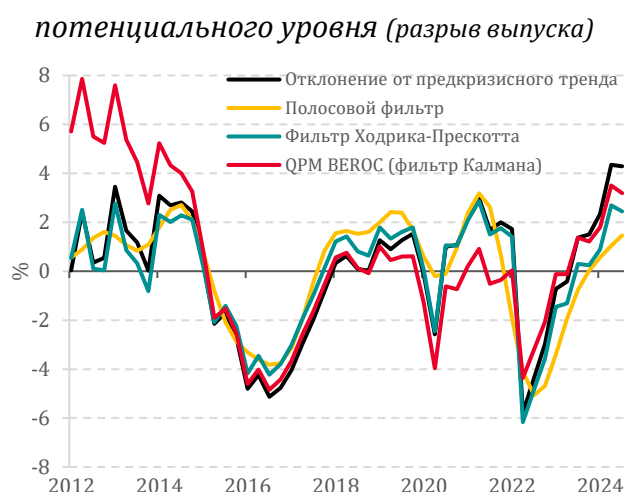
Нацбанка Беларуси в целом схожи с представленными результатами: объем ВВП во второй половине 2023 года превысил потенциальный уровень и по итогам III квартала 2024 года это превышение достигло порядка 2–2,5% (Нацбанк Беларуси, 2024).

Рисунок 4: Динамика ВВП и разрыва выпуска в Беларуси (на основе сезонно скорректированных логарифмированных данных)

А) Объем фактического и потенциального



Б) Отклонение объема ВВП от



Источник: разработка автора на базе данных Белстата, QPM (BEROC, 2023а).

3.2 Состояние симптоматических индикаторов перегрева экономики

В настоящем разделе анализируется состояние обозначенных в разделе 2.4 симптоматических индикаторов перегрева экономики.

Первый индикатор – загрузка производственных мощностей. В сентябре 2023 года загрузка производственных мощностей промышленных предприятий достигла рекордного с сентября 2013 года уровня в 70% (согласно опросам НИЭИ Минэкономики Беларуси).⁸ Загрузка колебалась вблизи этой отметки в дальнейшем и обновила максимум лишь на 1 п.п. только в августе 2024 года, выйдя к 71%, затем вновь снизилась до 70% в сентябре и восстановилась до 71% в октябре 2024 г.⁹ Следует отметить, что в 2013 году экономика Беларуси функционировала в состоянии сильного перегрева – положительный разрыв выпуска в среднем превышал 5%, в том числе составлял около

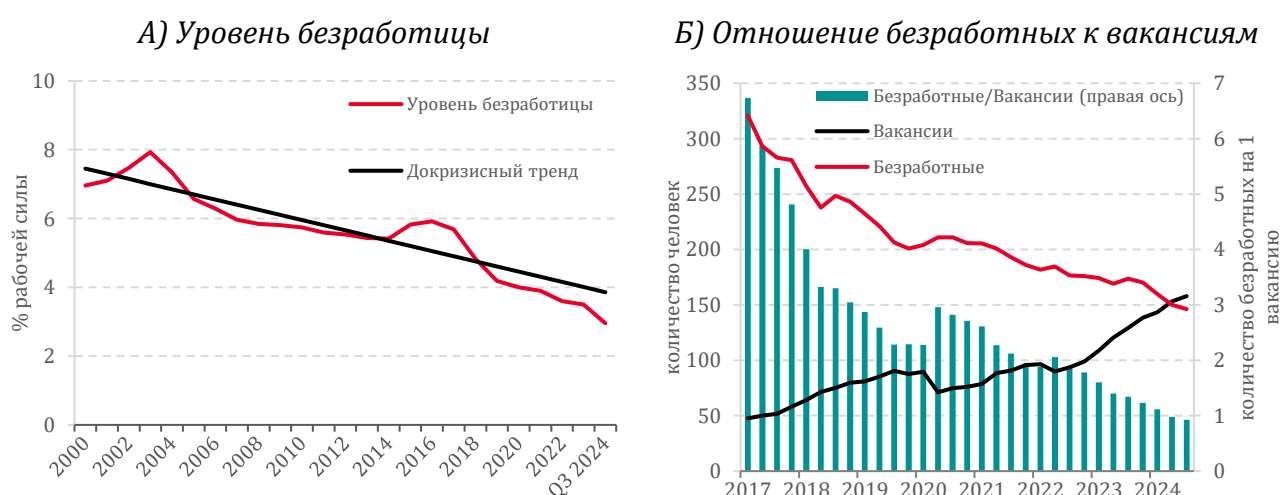
⁸ См.: <https://economy.gov.by/ru/news-ru/view/tsifry-i-fakty-uroven-zagruzki-proizvodstvennyx-moschnostej-dostig-10-letnego-maksimuma-48200-2023/>.

⁹ См.: <https://economy.gov.by/ru/news-ru/view/tsifry-i-fakty-trend-na-rost-promyshlennogo-proizvodstva-soxranjaetsja-49417-2024/>; <https://economy.gov.by/ru/news-ru/view/tsifry-i-fakty-rukovoditeli-prompredpriyatij-soobschajut-ob-uvelichenii-sprosa-na-svoju-produktsiju-i-49576-2024/>; <https://economy.gov.by/ru/news-ru/view/tsifry-i-fakty-rukovoditeli-prompredpriyatij-ozhidajut-uvelichenija-sprosa-na-svoju-produktsiju-soxranenija-49690-2024/>.

4,6% в III квартале 2013 года. **(Рис. 4).** Рекордная более чем за десятилетний период загрузка мощностей в промышленности, которая являлась отраслевым драйвером роста ВВП Беларуси в 2023–2024 гг., сигнализирует о вероятном перегреве экономики. Согласно результатам опроса малого и среднего бизнеса, проблема нехватки мощностей осенью 2023 года вышла на третье место среди барьеров для роста деловой активности (BEROC, 2023b).

Второй индикатор – дефицит работников. Уровень безработицы в Беларуси в III квартале 2024 года был исторически минимальным – 2,95% рабочей силы (с устранением сезонности). Снижение показателя в 2023–2024 гг. шло быстрее довоенных трендовых темпов **(Рис. 5.А).** Отношение безработных к вакансиям сильно снизилось в 2023–2024 гг., и по итогам III квартала 2024 года на одну вакансию приходилось уже меньше одного безработного **(Рис. 5.Б).** Предложение трудовых ресурсов сократилось из-за неблагоприятных демографических трендов и усилившейся эмиграции в 2020–2023 гг. Спрос же на труд сильно вырос в среде стремительного повышения спроса на товары и услуги. Опросные индикаторы также указывают на проблему дефицита кадров: осенью 2023 года нехватка работников вышла на первое место среди барьеров для роста деловой активности в каждом опрошенном секторе белорусской экономики – промышленности, строительстве, торговле и других услугах (BEROC, 2023b). Дефицит работников указывает на высокую вероятность перегрева экономики.

Рисунок 5: Состояние рынка труда в Беларуси (на основе сезонно скорректированных данных)

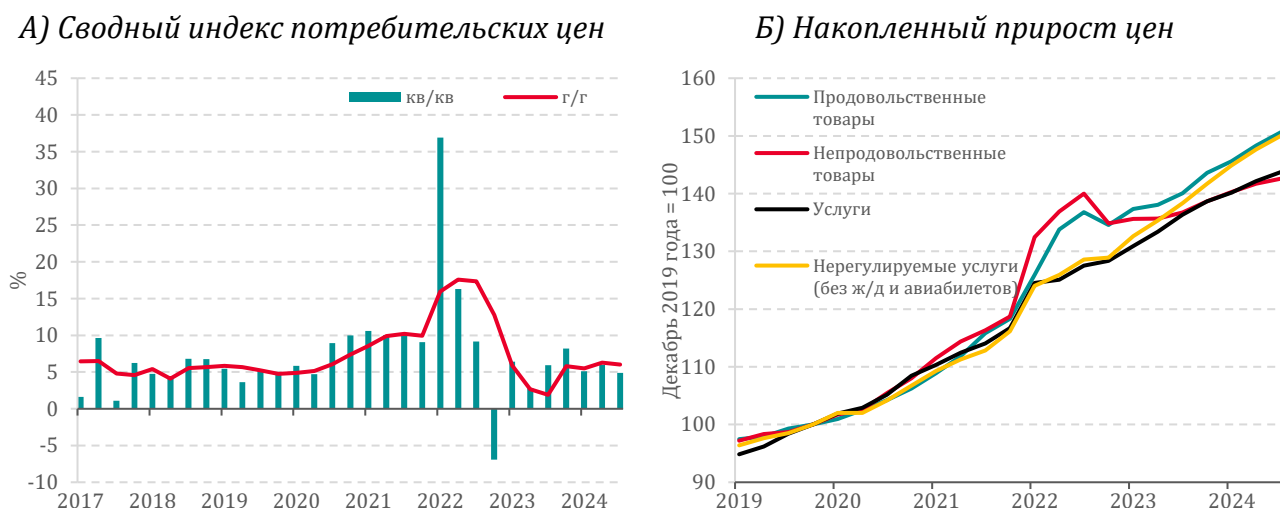


Источник: разработка автора на базе данных Белстата.

Примечание: отношение безработных к вакансиям рассчитано на основе данных Белстата о количестве безработных (в рамках опросов населения) и данных Министерства труда и соцзащиты Беларуси о количестве вакансий.

Третий индикатор – рост цен в экономике. Традиционный показатель потребительской инфляции не в полной мере применим для Беларуси, так как с октября 2022 года в стране действует строгое ценовое регулирование. Производителям необходимо согласовывать повышение отпускных цен с госорганами, а для импортеров и торговли установлены предельные надбавки.¹⁰ Ужесточение ценового контроля выразилось в уникальном для Беларуси снижении потребительских цен в IV квартале 2022 года и крайне низком их росте на протяжении большей части 2023 года. Однако с IV квартала 2023 года инфляция повысилась и балансирует вблизи 6% в 2024 году даже в среде жесткого ценового контроля (**Рис. 6.А**). Этот уровень инфляции превышает значения 2018–2019 гг., когда экономика находилась в состоянии макроэкономической сбалансированности.

Рисунок 6: Динамика потребительской инфляции в Беларуси (на основе сезонно скорректированных данных)



Источник: разработка авторов на базе данных Белстата.

Примечание: г/г – темп прироста период к соответствующему периоду предыдущего года; кв/кв – аннуализированный темп прироста период к предыдущему периоду с устранением сезонности.

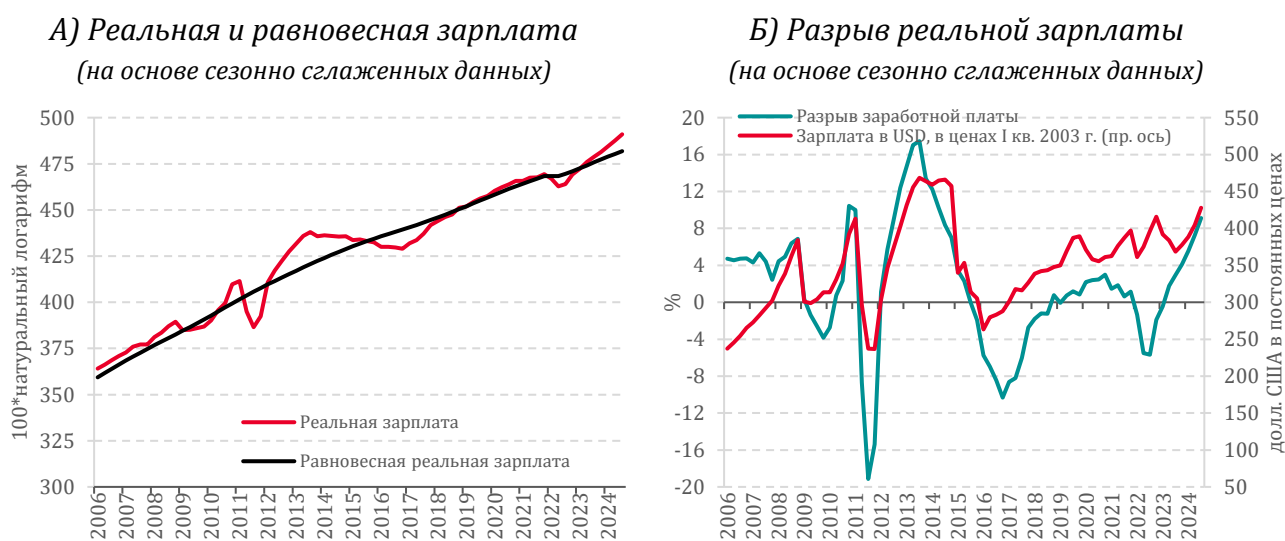
Особенно показательной выглядит динамика инфляции в сегменте услуг, непопадающих напрямую под ценовое регулирование (далее – нерегулируемые услуги). Нерегулируемые услуги дорожали на 10% кв/кв в среднем в 2023 году (аннуализированный темп прироста за квартал с устранением сезонности) и на 8% в среднем в I–III кварталах 2024 года. В результате уровень цен на нерегулируемые услуги в 2024 году значительно отклонился вверх от уровня цен на

¹⁰ С 1 января 2024 года производителям разрешено без согласования с государственными органами повышать регулируемые цены на потребительские товары не более чем на 0,3% в месяц.

непродовольственные товары (**Рис. 6.Б**). Таких масштабных отклонений в уровнях цен не наблюдалось до периода восстановления мировой экономики после удара пандемии COVID-19, который сопровождался удорожанием перевозок и товаров во всем мире. Устойчиво более высокий темп роста цен на нерегулируемые услуги в сравнении с непродовольственными товарами сигнализирует о накоплении инфляционного навеса – потенциала ускоренного роста цен при смягчении либо отмене ценового контроля.

Значительные темпы подорожания нерегулируемых услуг во многом являются следствием повышения издержек на оплату труда, которые являются доминирующей статьей затрат в сервисном секторе. Средняя реальная заработная плата в Беларуси начала расти быстрыми темпами с конца 2022 года (**Рис. 7.А**). В 2023 году уровень реальной зарплаты превысил сбалансированный и это отклонение стремительно расширялось. В результате в III квартале 2024 года размер средней реальной зарплаты уже более чем на 9% превышал сбалансированный уровень (**Рис. 7.Б**), а по сравнению со средним значением довоенного 2021 года он поднялся более чем на 25% (**Рис. 7.А**).

Рисунок 7: Динамика реальной заработной платы в Беларуси



Источник: разработка автора на базе данных Белстата, QPM (BEROC, 2023а).

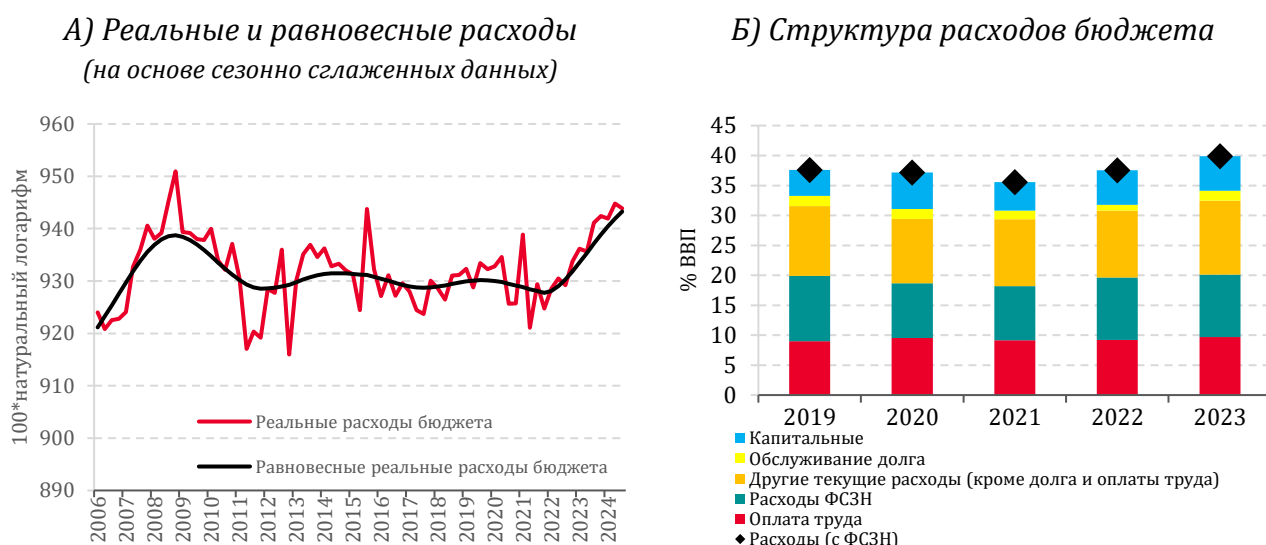
Примечание: разрыв зарплаты представляет собой отклонение реальной средней заработной платы от своего равновесного (или инфляционно-нейтрального) уровня, оцененного на базе QPM.

Во многом такой высокий рост зарплат стал следствием дефицита работников, возникшего в результате структурной трансформации экономики, которая наложилась на усиление миграционных процессов и негативные демографические тренды. После февраля 2022 года спрос на товары и услуги временно снизился, но быстро восстановился и даже вырос. При

этом с рынка ушла часть предложения, которая формировалась западными фирмами. Высвободившиеся ниши требовали закрытия, и это привело к увеличению спроса на труд, который еще и стимулировался избыточным совокупным спросом на товары и услуги. В то же время работников не стало больше, их стало меньше из-за эмиграции, естественной убыли и старения населения. Сохранение и привлечение новых сотрудников вынуждало фирмы и бюджетный сектор повышать заработные платы.

Дефицит работников – важный, но не единственный фактор быстрого роста заработных плат в 2023–2024 гг. Значимое влияние имела также бюджетная политика. На это указывает крайне высокий рост бюджетных расходов в 2023–2024 гг., заметно превосходивший сбалансированные темпы (Рис. 8.А). Социальные выплаты и расходы на оплату труда во многом обеспечили наращивание бюджетных трат в последние годы (Рис. 8.Б).

Рисунок 8: Динамика расходов консолидированного бюджета в Беларуси



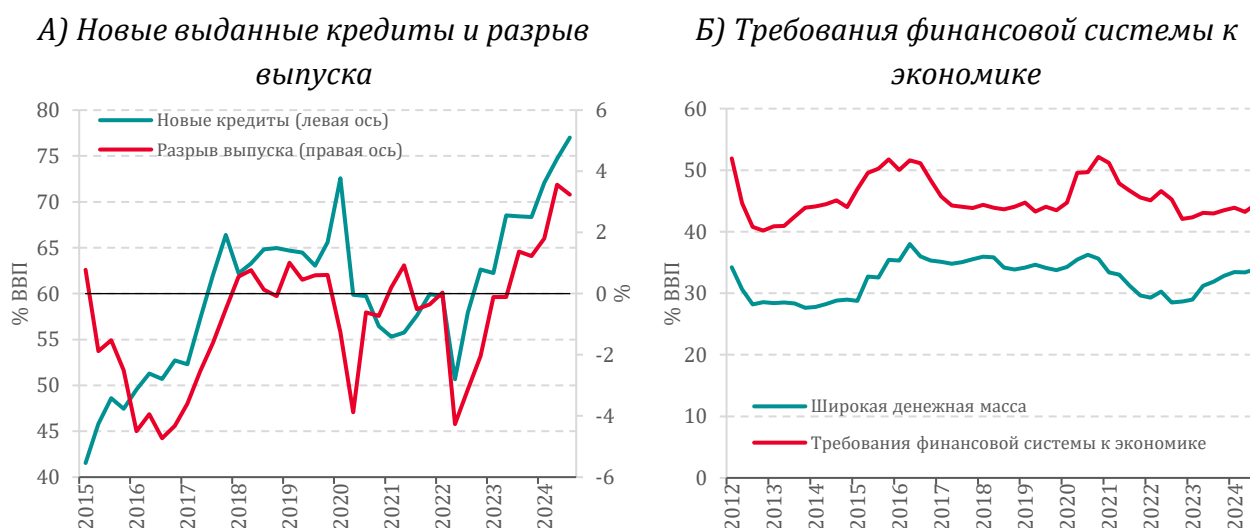
Источник: разработка автора на базе QPM (BEROC, 2023a), данных Минфина Беларуси, Белстата, ЕФСР.

Примечание: на рисунке 8.А представлены реальные непроцентные расходы бюджета расширенного правительства Беларуси. Оценка равновесной траектории расходов подвержена высокой неопределенности после 2021 года. Нельзя исключать, что несмотря на повышение роли внутреннего финансирования из-за ухода международных институтов развития из Беларуси, равновесная траектория оставалась более пологой в 2022–2024 гг. в сравнении с приведенной оценкой. В таком случае характер бюджетной политики в 2023–2024 гг. был гораздо более стимулирующим для экономической активности и ее вклад в разрыв выпуска был большим по сравнению с приведенным на рисунке 12.А.

Четвертый индикатор – рекордный объем новых выданных кредитов. Объем новых выданных кредитов в III квартале 2024 года находился на уровне около 77% ВВП (с устранением влияния сезонного фактора). Темпы кредитования значительно ускорились с II квартала

2023 года под влиянием повышенного спроса экономики на деньги и мягких денежно-кредитных условий (**Рис. 9.А**). Вероятно, частично рост отношения объемов выданных кредитов к ВВП стал следствием увеличения значимости внутренних источников финансирования экономики после ужесточения санкций в отношении белорусских банков и предприятий, в том числе отключения некоторых банков от SWIFT. Тем не менее, отношение новых кредитов к ВВП до 2022 года колебалось вблизи уровня 60%, и увеличение показателя выше 70% выглядит весьма значительным. Динамика нового кредитования тесно коррелирует с показателем разрыва выпуска и сигнализирует о перегреве экономики (**Рис. 9.А**). Именно новые кредиты генерируют новый выпуск, а нежесткие монетарные условия позволяют фирмам и населению получать кредиты и поддерживать высокий уровень спроса.

Рисунок 9: Динамика кредитования в Беларуси (на основе сезонно сглаженных данных)



Источник: разработка автора на базе данных Нацбанка Беларуси, Белстата, QPM (BEROC, 2023a).

Требования финансовой системы к экономике (которые помимо выдач по операциям кредитного характера учитывают и погашения) также росли в 2023–2024 гг. Однако их размер относительно ВВП не достиг довоенных уровней (**Рис. 9.Б**). Это говорит о том, что значительная часть новых кредитов идет на погашение долгов. Требования финансовой системы к экономике относительно ВВП достигли уровней, примерно соответствующих значениям, которые наблюдались в период макроэкономической стабильности 2017–2019 гг. Это сигнализирует о небольших рисках для финансовой стабильности со стороны кредитования. Однако финансовые и экономические циклы не всегда коррелируют и имеют разную продолжительность. Так в исследовании экспертов Нацбанка Беларуси было выявлено, что финансовый цикл в Беларуси более продолжительный и имеет большую амплитуду в

сравнении с бизнес-циклом. При этом сильной связи между деловым и финансовым циклами исследовали не выявили, но отметили наблюдаемые совместные движения между изменением финансового цикла и бизнес-циклом (Мирончик и др., 2023). Следовательно, более быстрый рост требований финансовой системы по сравнению с ростом ВВП (изменение финансового цикла в сторону его роста) может, как и в случае выдач кредитов, быть сигналом вхождения в экономическую экспансию, сопряженную с перегревом экономики.

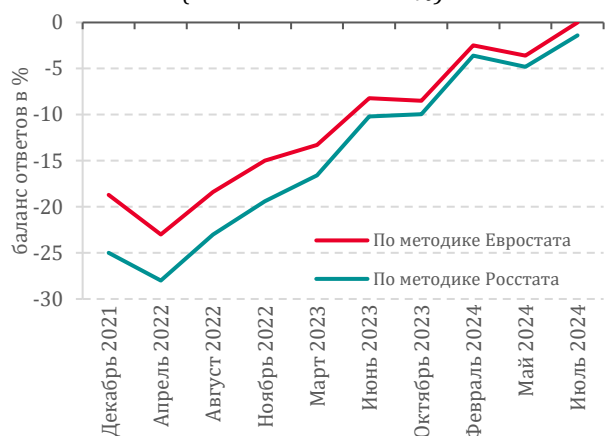
Высокая кредитная активность в сегменте населения – требования банков к населению в сентябре 2024 года достигли 10,4% ВВП, что на 0,8 стандартного отклонения больше среднего за 2017–2021 гг., – может частично являться следствием значительного увеличения уровня потребительской уверенности. В декабре 2021 года доля домохозяйств, оценивавших текущее материальное и экономическое положение и его перспективы в негативном ключе, примерно на 25% превышала долю домохозяйств, оценивавших его позитивно. В июле 2024 года эти удельные веса сравнялись – уровень потребительской уверенности серьезно повысился и достиг максимальной отметки за весь период опросов BEROC с декабря 2021 года **(Рис. 10.А)**. Потребительская уверенность в Беларуси в середине 2024 года была выше, чем в преобладающем числе стран ЕС (BEROC, 2024b). Такое улучшение экономических настроений домохозяйств, сопряженное с высокой кредитной активностью и ростом доходов, может сигнализировать о сверхоптимизме потребителей, что является симптомом перегрева экономики.

Финансовый индикатор роста цен на недвижимость в III квартале 2024 года превысил среднее значение 2017–2021 гг. на 1,4 стандартного отклонения. В соответствии с критерием МВФ такой размер превышения указывает на вероятность перегрева экономики. Цены на недвижимость в Беларуси стали активно расти с 2023 года **(Рис. 10.Б)**, чему способствовал ряд факторов: доступность кредитования на фоне мягких монетарных условий, высокий рост заработных плат, значительное улучшение экономических настроений домохозяйств, снижение привлекательности сбережений в иностранной валюте из-за санкций и ужесточившихся процедур комплаенса, а также снижение объема предложения жилья на фоне уменьшения его строительства.

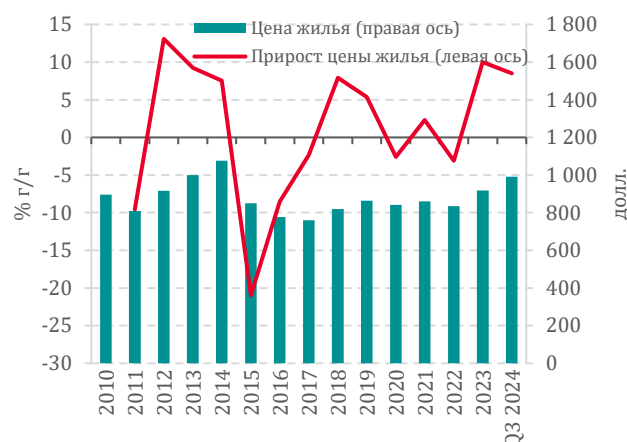
Помимо обозначенных четырех важнейших индикаторов перегрева экономика были проанализированы остальные показатели, использовавшиеся МВФ и представленные в разделе 2.4.

Рисунок 10: Потребительская уверенность и динамика цен на недвижимость в Беларуси

А) Индекс потребительской уверенности
(баланс ответов в %)



Б) Цены на недвижимость



Источник: разработка авторов на базе данных Нацбанка Беларуси, Белстата, опросов BEROC.

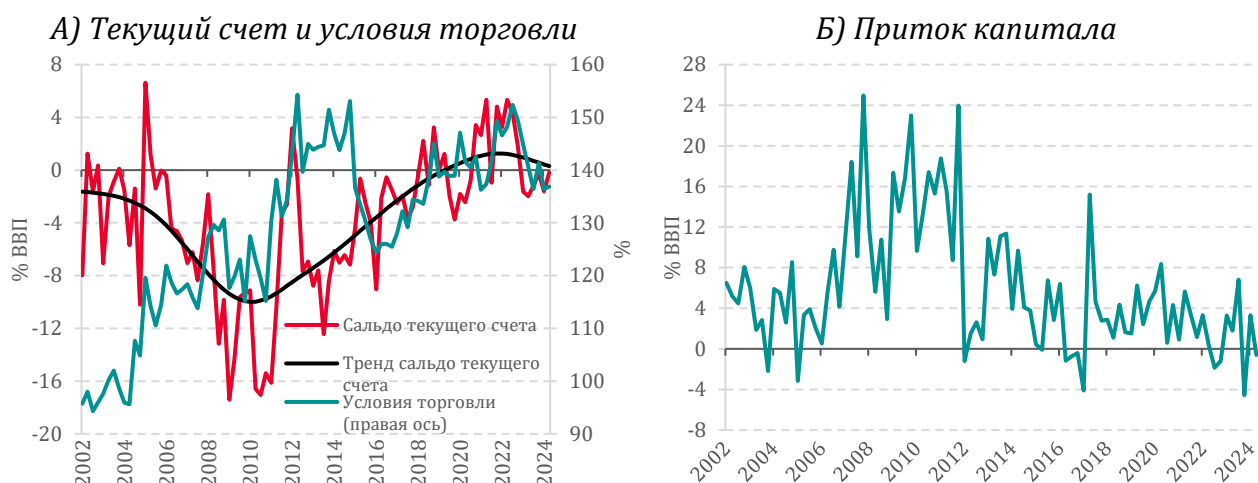
Внешние индикаторы состояния условий торговли (отношение цен экспорта к ценам импорта), текущего счета платежного баланса и притока капитала не сигнализируют о перегреве экономики в 2024 году. Вместе с тем сальдо текущего счета платежного баланса с 2023 года перешло в область дефицита после нескольких лет профицита, что преимущественно обусловлено наращиванием импорта (**Рис. 11.А**). С учетом того, что сальдо текущего счета опустилось несколько ниже трендовой траектории, это можно рассматривать как потенциальный сигнал избыточного внутреннего спроса в белорусской экономике в 2024 году.

Возможно, что норма текущего счета для Беларуси повысилась в последние годы в связи со структурной трансформацией экономики. С 2022 года западные рынки капитала оказались де-факто закрытыми для белорусского правительства. Сильно усложнились возможности банковской системы и бизнеса привлекать внешнее финансирование из ЕС и США. Это могло ограничить возможности устойчивого финансирования дефицита текущего счета и повысить его норму. Так, приток капитала в Беларусь сократился в последние годы и в II квартале 2024 года он был на 1,1 стандартного отклонения ниже среднего значения 2017–2021 гг. (**Рис. 11.Б**).

С другой стороны, сохранилась поддержка со стороны России (даже прощение части госдолга в размере около \$0,5 млрд в IV квартале 2023 года), а белорусское правительство фактически отказалось выплачивать долги по еврооблигациям в соответствии с проспектом их эмиссии. Стабильность этих компенсаторных механизмов неочевидна. В связи с этим

докризисная норма текущего счета (дефицит около 1,5–2% ВВП) и околонулевое сальдо внешней торговли товарами и услугами может рассматриваться как пограничное состояние для макроэкономической стабильности в части внешнеэкономической позиции Беларуси. Пересечение этой границы – уход торговли в дефицит – может привести к повышению давления на валютном рынке страны.

Рисунок 11: Показатели внешнего сектора в Беларуси (на основе сезонно сглаженных данных)

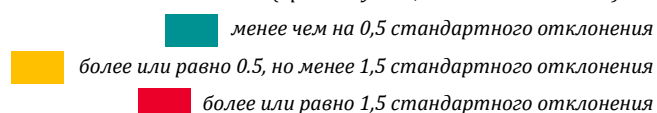


Источник: разработка авторов на базе данных Нацбанка Беларуси, Белстата.

Комплексная оценка на базе девяти индикаторов МВФ (объем новых выданных кредитов используется вместо роста цен акций из-за неразвитости фондового рынка в Беларуси) указывает на вероятный перегрев экономики Беларуси в 2024 году (**Таб. 1**). Его масштаб можно охарактеризовать как умеренный, что в целом соответствует полученным оценкам положительного разрыва выпуска (**Рис. 4.Б**). Перегрев экономики фиксируют внутренние и финансовые индикаторы (**Таб. 1**). Это косвенно сигнализирует о том, что главной причиной его формирования является внутренняя экономическая политика властей.

Таблица 1: Индикаторы перегрева экономики в Беларуси

последнее доступное квартальное наблюдение превышает среднее значение за 2017–2021 гг. (кроме случаев, обозначенных ниже) на:



Индикатор	Оценка
Внутренние	
Объем ВВП относительно его предкризисного тренда*	
Разрыв выпуска	
Уровень безработицы	
Инфляция**	
Внешние	
Условия торговли (отношение цен экспорта к ценам импорта)	
Приток капитала (относительно ВВП)	
Сальдо текущего счета (относительно ВВП)	
Финансовые	
Требования финансового сектора к экономике (относительно ВВП)	
Выдачи новых кредитов банками (относительно ВВП)	
Рост цен на недвижимость (в долларах США)	
Итоговая оценка	

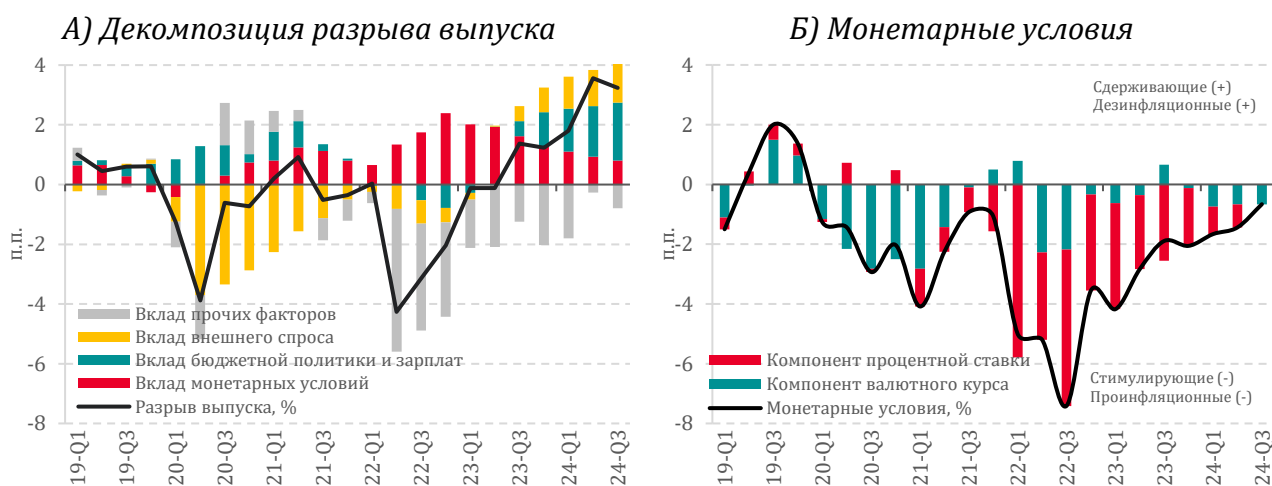
Источник: разработка автора на базе данных Белстата, Нацбанка Беларуси, QPM (BEROC, 2023a), IMF (2013).

Примечание: цвета, присвоенные каждому индикатору, соответствуют следующим количественным оценкам: красный = 2, желтый = 1, зеленый = 0. Общий результат по каждому блоку индикаторов (внутренние, внешние, финансовые) рассчитан как отношение суммы баллов в рамках блока к максимальной сумме баллов в рамках блока. Красный цвет, присвоенный блоку индикаторов, соответствует общему результату блока более или равному 0,66; желтый – более или равный 0,33, но меньший 0,66; зеленый – менее 0,33. * Объему ВВП, превышающему докризисный тренд более чем на 2,5%, присваивается красный цвет. Объему ВВП, отклоняющемуся вниз от докризисного тренда более чем на 2,5%, присваивается зеленый цвет. Объему ВВП, находящемуся в диапазоне от минус 2,5% до плюс 2,5% относительно докризисного тренда, присваивается желтый цвет. ** Инфляции более или равной 10% присваивается красный цвет; менее 10%, но более 5% – желтый цвет; менее или равной 5% – зеленый цвет.

3.3 Какие факторы привели к перегреву экономики Беларуси?

Для ответа на данный вопрос целесообразно рассмотреть декомпозицию разрыва выпуска Беларуси. Декомпозиция разрыва выпуска показывает, какие внешние и внутренние факторы привели к превышению фактическим реальным ВВП своего потенциального (или сбалансированного) уровня (**Рис. 12.А**).

Рисунок 12: Вклады факторов в разрыв выпуска и монетарные условия в Беларуси



Источник: разработка автора на базе QPM (BEROC, 2023a).

Примечание: III квартал 2024 года – предварительная оценка. Монетарные условия оценены как комбинация отклонений реальных процентных ставок по рублевым активам и реального эффективного курса рубля от своих равновесных уровней. Положительные значения монетарных условий указывают на их сдерживающий экономическую активность и дезинфляционный характер, отрицательные – на стимулирующий и проинфляционный характер.

После сильного негативного шока первой половины 2022 года экономическая активность в Беларуси начала быстро восстанавливаться со второго полугодия 2022 года. К середине 2023 года объем ВВП достиг своего потенциального уровня – отрицательный разрыв выпуска закрылся (**Рис. 12.А**). Этому способствовало восстановление экономической активности в России (отражено в исчерпании отрицательного вклада внешнего спроса в разрыв выпуска), смягчение денежно-кредитных условий за счет понижения процентных ставок (**Рис. 12.Б**), увеличение бюджетных расходов (**Рис. 8.А**), а также постепенная настройка производственно-логистических цепочек (отражено в уменьшении отрицательного вклада прочих факторов в разрыв выпуска).

В III квартале 2023 года объем ВВП Беларуси превысил сбалансированный уровень – образовался положительный разрыв выпуска. Экономика вошла в фазу перегрева, размер которого расширился и достиг 3,2% потенциального ВВП в III квартале 2024 года.

К перегреву экономики привели как внутренние, так и внешние факторы. Главными внутренними факторами стали чрезмерно продолжительное сохранение избыточно мягких денежно-кредитных условий, стремительное повышение заработных плат в среде дефицита работников, значительное увеличение расходов бюджета (**Рис. 12.А**). Важно отметить, что значимость этих факторов менялась: к концу 2023 года монетарное стимулирование уступило первенство бюджетному и динамике зарплат.

На декомпозиции разрыва выпуска видно, что экономическая политика в Беларуси в 2023–2024 гг. имела проциклический характер – власти не стремились «остудить» перегретую экономику, а обеспечивали ее стимулирование. Так, бюджетные расходы (с учетом ФСЗН) выросли более чем на 10% в реальном выражении за 2023 год и примерно на 7% г/г за девять месяцев 2024 года (**Рис. 8.А**). Расходы росли быстрее ВВП и преимущественно за счет текущих трат (оплата труда, социальные выплаты и др.), а не инвестиционных (**Рис. 8.Б**). В результате объем реальных бюджетных расходов заметно превышал трендовую траекторию в 2023–2024 гг., даже если учесть повышение значимости внутренних источников финансирования экономики (в том числе инфраструктуры) после уменьшения инвестиций международных институтов развития. Нарращивание Нацбанком покупок гособлигаций на вторичном рынке (более на Br2 млрд в январе – сентябре 2024 года после Br0,65 млрд за весь 2023 год) в среде высокого роста доходов бюджета указывает на намерение властей сохранять стимулирующую бюджетную политику в конце 2024 года – начале 2025 года. Также в последние годы власти вновь стали активно использовать директивное кредитование.¹¹ Все это позволяет предположить, что власти Беларуси в 2023–2024 гг. вернулись к практике маскировки структурных проблем, связанных с низкой эффективностью экономической модели, в том числе посредством привычного стимулирования доходов населения в предвыборный период за счет бюджетных и квазибюджетных инструментов (BEROC, 2024a).

В части монетарной политики Нацбанк с конца 2023 года начал реализовывать меры, направленные на сужение денежно-кредитных стимулов. Однако в условиях утраты институциональной и операционной независимости реакция Нацбанка на перегрев экономики и усиление на этом фоне инфляционных рисков носила

¹¹ См.: Обеспечение финансовой стабильности в 2023 году и задачи на 2024 год. Доклад заместителя Председателя Правления Национального банка Республики Беларусь Д.Л. Калечица на расширенном заседании Правления.

запаздывающий, ограниченный и инерционный характер. В результате масштаб денежно-кредитного стимулирования сократился в 2024 году, однако монетарные условия не стали ограничительными (**Рис. 12.Б**). Это позволяло фирмам и населению удовлетворять крайне высокий спрос на деньги и поддерживать повышенные темпы кредитования и, следовательно, совокупного спроса.

Ключевым внешним фактором перегрева белорусской экономики стало наращивание внешнего спроса в России. По заявлениям главы российского центробанка, перегрев российской экономики в первой половине 2024 года достиг наибольшего масштаба за последние 16 лет.¹² Так как более 70% выпуска обрабатывающей промышленности Беларуси, ставшей отраслевым драйвером роста ВВП в 2023–2024 гг., идет на экспорт (и, прежде всего, в Россию, особенно в отраслях машиностроения и пищевом комплексе), то перегрев спроса в России де-факто импортировался в Беларусь. В силу межотраслевых эффектов значительное наращивание производства в обрабатывающих отраслях распространялось в остальные сферы экономики. Кроме того, рост спроса на рабочую силу в обрабатывающих отраслях, связанных с военно-промышленным комплексом, усиливал конкуренцию на рынке труда и вынуждал фирмы в других секторах повышать заработные платы быстрее темпов роста производительности труда.

4. Сценарии возврата экономики Беларуси к сбалансированному состоянию

Перегрев экономики к осени 2024 года достиг 3,2% потенциального ВВП. Это серьезный масштаб избыточного спроса, который, тем не менее, пока не выглядит критичным с точки зрения угрозы скорой макроэкономической дестабилизации. К примеру, в 2012–2014 гг. экономика Беларуси непрерывно функционировала в состоянии перегрева, размер которого не опускался ниже 2,8% потенциального ВВП, а в среднем превышал 5%. В то же время значительный перегрев экономики делает ее крайне «хрупкой» для воздействия шоков. Так, ухудшение состояния российской экономики в 2014 году (наряду с ошибочной политикой привязки курса белорусского рубля к доллару) стало триггером начала глубокой рецессии в Беларуси, растянувшейся на 2015–2016 гг. и сопровождавшейся сокращением реальной заработной платы и реальных потребительских расходов населения соответственно на 7,1 и 5,5% за два

¹² См.: <http://cbr.ru/press/event/?id=18869>.

года, а также падением инвестиционной активности на 27,8% за два года, которое не удалось преодолеть и в 2024 году.

Белорусская экономика к середине 2024 года вышла на пик деловой активности, за которым неизбежно последует фаза ослабления ее динамики. Перегретая экономика в любом случае будет корректироваться к сбалансированному состоянию. Скорость этой коррекции и масштаб сопровождающего этот процесс ослабления деловой активности будет зависеть от исходного масштаба избыточного спроса, развития ситуации во внешнем секторе (прежде всего в России), степени адаптивности населения и бизнеса (которая, судя по результатам 2022–2024 гг., является высокой), а также действий властей.

В настоящее время базовым сценарием в среднесрочной перспективе представляется мягкая посадка экономики. Данный сценарий предполагает постепенное «остывание» спроса и одновременную медленную подстройку стороны предложения.

Динамика совокупного спроса ослабнет как в части экспорта, так и внутреннего потребления. Внешние условия вряд ли будут благоприятными для наращивания экспортных поставок белорусской продукции. Здесь ключевое значение сыграет ожидаемое замедление российской экономики в условиях достижения исторически максимальной загрузки производственных мощностей, значительного ужесточения денежно-кредитных условий, ограничения льготных ипотечных программ и планируемого российскими властями ослабления бюджетного стимула. Это окажет сдерживающее воздействие на спрос на белорусский экспорт, прежде всего не относящийся к продукции военно-промышленного комплекса.

В экспортоориентированной белорусской экономике ослабление динамики внешнего спроса будет ограничивать возможности производителей по поддержанию высоких темпов роста заработных плат. Наряду с выходом монетарных условий к нейтральным уровням, это окажет сдерживающее воздействие на потребительский спрос. Однако ослабление его динамики ожидается медленным и инерционным, а объем потребления товаров и услуг, при отсутствии сильных шоков, будет оставаться повышенным в 2025 году: монетарные условия не станут ограничительными, а бюджетные расходы будут расти вследствие президентской электоральной кампании.

Производственный потенциал будет расширяться, если не случится масштабных катаклизмов в мировой или российской экономиках, которые сложно прогнозировать. Бизнес в любом случае инвестирует,

пусть в контексте Беларуси инвестиционная активность оставалась «вялой» – валовое накопление основного капитала (по предварительным расчетам) приблизилось к 23,5% ВВП в III квартале 2024 года (с устранением сезонности), что меньше показателей 2017–2020 гг. (в среднем около 26,4% ВВП) и довоенного 2021 года (около 23,8% ВВП). Тем не менее, даже при таких инвестициях капитал обновляется, а технологии развиваются. Однако скорость повышения потенциала белорусской экономики крайне низкая: в 2012–2021 гг. темп прироста потенциального составлял примерно 1% в год, а в 2023–2024 гг. оценивается в диапазоне 1–2%.

Реализация базового сценария мягкой посадки будет означать замедление прироста ВВП с около 4,3% в 2024 году до примерно 1,5–2,5% в 2025 году (**Рис. 13.А**). Разрыв выпуска останется положительным, но сократиться с 3,2% в III квартале 2024 года до 2,6% к концу 2025 года (**Рис. 13.Б**). Таким образом, экономика будет медленно «остывать», но оставаться перегретой. Это будет оказывать проинфляционное воздействие и поддерживать умеренное давление на внешнюю торговлю и валютный рынок. Инфляция в базовом сценарии прогнозируется вблизи 6–8% в 2025 году после 5,5–6% в 2024 году (**Рис. 13.В**), дефицит внешней торговли – в районе 0–2% ВВП, а белорусский рубль ослабнет на 4–6% в терминах корзины иностранных валют (**Рис. 13.Г**).

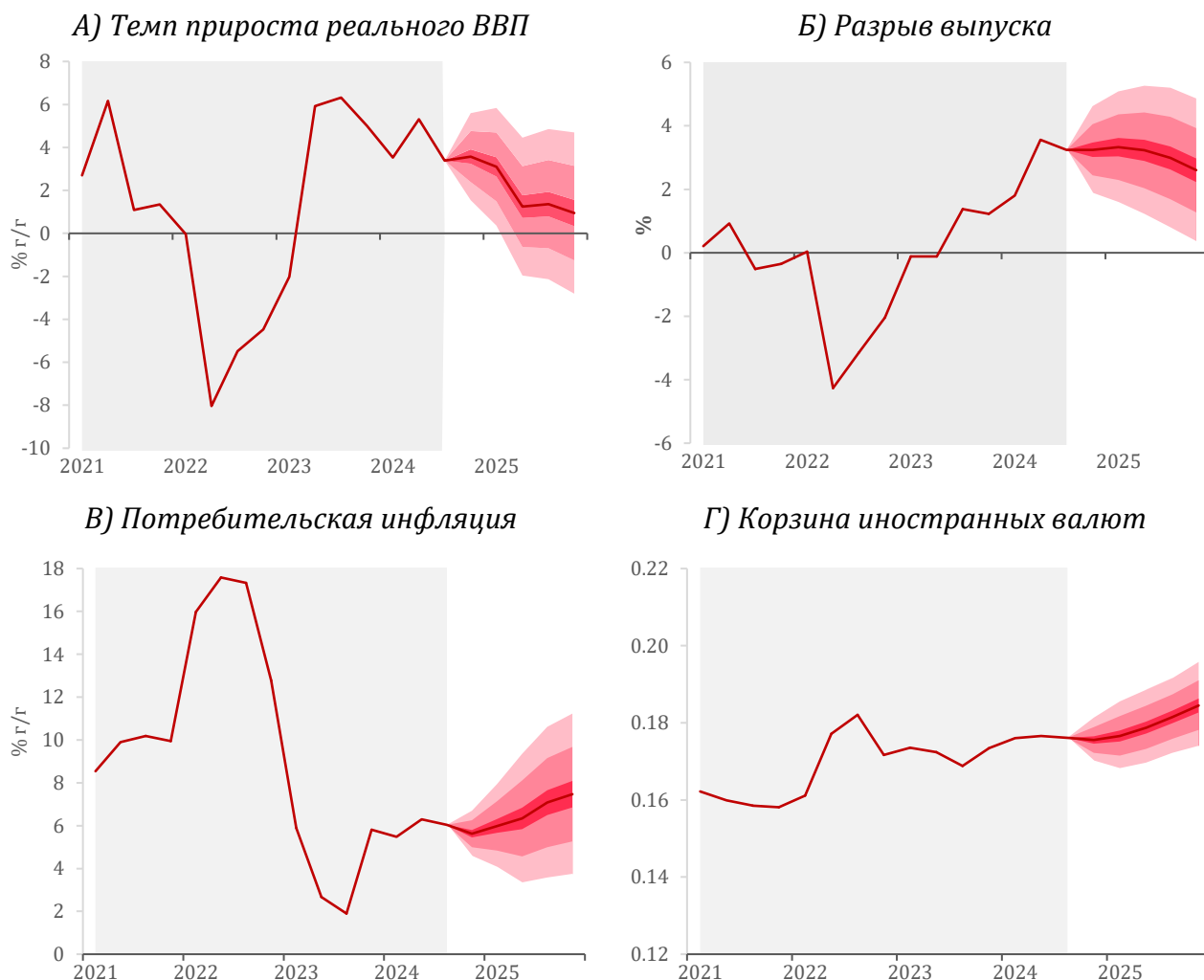
Вероятность более драматичного сценария – жесткой посадки – отнюдь не нулевая, и к нему надо быть готовым. «Жесткая посадка» предполагает резкое ослабление экономической активности и, соответственно, заметное и сильное сокращение доходов граждан. Это примерно то, что экономика Беларуси проходила в 2015–2016 гг. – глубокая рецессия, сопряженная с сильным падением потребительских расходов и инвестиционной активности. Ключевой риск при наступлении подобного неблагоприятного сценария заключается в том, выдержат ли фирмы и банки резкое охлаждение спроса без скатывания к кризису неплатежей, череде банкротств и полномасштабному финансовому кризису.

Существует также вариант закрытия положительного разрыва выпуска за счет быстрого увеличения потенциала экономики. Однако вероятность реализации подобного сценария оценивается низкой. Устойчивое расширение потенциала экономики – это длительный процесс, требующий интенсификации инвестиций в расширение производственных мощностей и повышение производительности труда. В среде высокой неопределенности, постоянных санкционных проявлений, ценового контроля на внутреннем рынке и, что более важно, не формирующих стимулов к активному инвестированию действующих

политических и экономических институтов резкое увеличение темпов роста потенциального ВВП является маловероятным событием.

Рисунок 13: Прогноз ключевых макроиндикаторов Беларуси по базовому сценарию

(на основе сезонно сглаженных данных)



Источник: разработка автора на базе QPM (BEROC, 2023a).

Примечание: г/г – темп прироста период к соответствующему периоду предыдущего года. Корзина иностранных валют – среднее геометрическое курсов белорусского рубля к российскому рублю, доллару США и китайскому юаню с весами соответственно 0,6, 0,3 и 0,1. Диапазоны на рисунке соответствуют 15%, 50% и 75% доверительным интервалам.

5. Заключение

Анализ состояния белорусской экономики, проведенный в настоящем исследовании, свидетельствует о ее умеренном перегреве в 2024 году. Масштаб перегрева в III квартале 2024 года достиг 3,2% потенциального ВВП. Размер избыточного спроса в II–III кварталах 2024 года был максимальным с 2014 года, но не критичным с точки зрения скорой

макроэкономической дестабилизации при условии отсутствия сильных внешних потрясений. Главными факторами разбалансировки спроса и предложения в экономике стали избыточно мягкая экономическая политика белорусских властей в 2023–2024 гг. и рекордный за последние 16 лет перегрев экономики России – основного экономического партнера Беларуси.

После купирования рисков финансовой стабильности в I–II кварталах 2022 года мягкая экономическая политика была оправдана для содействия адаптации населения и бизнеса к изменившимся условиям функционирования и настройки производственно-логистических цепочек. Однако белорусские власти поддерживали стимулы чрезмерно долго – уже к III кварталу 2023 году они привели экономику к перегреву. И если Нацбанк начал медленно, с опозданием и крайне ограниченно реагировать на возросшие угрозы для макроэкономической стабильности посредством уменьшения денежно-кредитного стимула, то бюджетное стимулирование не только не сократилось, но даже расширилось во второй половине 2023 – первой половине 2024 гг.

В результате к началу IV квартала 2024 года «хрупкость» экономики Беларуси для воздействия сильных шоков заметно повысилась. Базовый сценарий по состоянию на октябрь 2024 года предполагает медленное «остывание» экономики под влиянием ослабления динамики спроса в России и снижения монетарного стимула. Этому соответствует замедление прироста ВВП с около 4,3% в 2024 году до 1,5–2,5% в 2025 году.

В то же время значительный масштаб превышения совокупным спросом производственных возможностей повышает риски сильного коррекционного спада в среднесрочной перспективе, сопряженного с потерей благосостояния населения и угрозами для финансового состояния банков и фирм, если в мировой и/или российской экономиках произойдет сильный спад. Момент для серьезного ужесточения экономической политики упущен в конце 2023 года: в условиях достигнутого масштаба перегрева и тотального ценового контроля велика угроза того, что существенное ужесточение политики приведет к экономическому спаду, способному перерасти в полномасштабный финансовый кризис.

Для недопущения жестокой посадки экономической политике стоит постепенно придать умеренно жесткий характер. Это предполагает повышение процентных ставок до 3–4% в реальном выражении по межбанковским кредитам и срочным вкладам (около (-1%) и 2% соответственно в III квартале 2024 г.) и до около 6% по рублевым рыночным кредитам (немного менее 5% в III

квартале 2024 г.), ужесточение пруденциальных ограничителей кредитной нагрузки населения и ограничение роста бюджетных и квазибюджетных расходов. Одновременно для содействия подстройке стороны предложения под высокий спрос целесообразно ослабить давление государства на бизнес, смягчить и последовательно устранить ценовой контроль на внутреннем рынке и сместить фокус бюджетных расходов с текущих на инвестиционные (при условии обеспечения эффективности инвестиций).

Населению и бизнесу для минимизации потенциальных негативных последствий в случае реализации неблагоприятного сценария в 2025–2026 гг. необходимо осознавать «хрупкость» успехов белорусской экономики, формировать резервы и разработать сценарии реагирования на «жесткую посадку» экономики.

При этом важно понимать, что, несмотря на возврат к старым контрэффективным практикам экономической политики, белорусские власти накопили достаточно серьезный массив компетенций в части реагирования на кризисные явления. Большое значение имеет сохранение гибкости курсообразования в настоящее время, в отличие от привязки курса белорусского рубля до 2015 года. Плавающий курс позволяет избежать ситуации чрезмерной переоцененности национальной валюты и предотвратить резкие и болезненные курсовые корректировки наподобие 2011 и 2015 гг. Кроме того, плавающий курс выполняет функцию поглотителя шоков, смягчая негативные последствия для реального сектора экономики и населения. Еще большую устойчивость экономике придало бы действительное обеспечение операционной и институциональной независимости Национального банка.

Литература

Банк России. 2024. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. URL:

[https://www.cbr.ru/Content/Document/File/164702/on_2025\(2026-2027\).pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/164702/on_2025(2026-2027).pdf).

Безбородова, А. 2018. Кредитный импульс и восстановление экономики: опыт Республики Беларусь. *Банкаўскі веснік*. № 4/657. С. 10–19.

Готовский, А. 2024. Экономический рост и внешнеторговое сальдо Республики Беларусь в первом полугодии 2024 года. *Банкаўскі веснік*. № 8/733. С. 3–15.

Комков, В. 2020. Качество роста белорусской экономики. *Банкаўскі веснік*. № 3/680. С. 22–25.

Крук, Д. 2020. Экономический рост в Беларуси: идентификация барьеров и выбор приоритетов. *Банкаўскі веснік*. № 3/680. С. 15–21.

Мирончик, Н. 2015. Теоретическое представление о монетарной трансмиссии в Республике Беларусь. *Банкаўскі веснік*. № 4/621. С. 16–22.

Мирончик, Н., Левихина, А. 2020. Как ускорить рост белорусской экономики? *Банкаўскі веснік. Тэматычны выпуск. «Исследования банка № 19»*.

Мирончик, Н., Романюк, В., Савченко, И. 2023. Финансовый цикл в Беларуси. *Банкаўскі веснік. Тэматычны выпуск. «Исследования банка № 21»*.

Нацбанк Беларуси. 2018. Модель среднесрочного проектирования монетарной политики Национального банка: методологические основы. URL: <https://www.nbrb.by/mp/theoretical-materials/model-srednesrochnogo-proektirovaniya-mp.pdf>.

Нацбанк Беларуси. 2024. Информация о динамике и факторах изменения потребительских цен и тарифов: III квартал 2024 г. URL: https://www.nbrb.by/publications/inflationquarterly/inflationquarterly_2024_3.pdf.

Харитончик, А. И. 2022. Трансмиссионный механизм монетарной политики: анализ и регулирование в Республике Беларусь. *Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. БГЭУ*. URL: <http://edoc.bseu.by:8080/handle/edoc/96321>.

BEROC. 2023a. Quarterly projection model for Belarus: methodological aspects and practical applications. *BEROC Working Paper Series*. WP no. 82.

BEROC. 2023b. Small and medium enterprises (SMEs). October 2023. *Belarus Economy Monitor: trends, attitudes and expectations*. URL:

BEROC. 2024a. Economic and electoral cycles in Belarus: interrelationships and challenges of 2025–2026. *BEROC Policy Paper Series*. PP no. 120. <https://beroc.org/upload/medialibrary/c50/c50a4949f4b87a8892a8bb812e32ebfc.pdf>.

BEROC. 2024b. Households. July 2024. *Belarus Economy Monitor: trends, attitudes and expectations*. URL: <https://beroc.org/upload/medialibrary/538/53848ea4c26fd79c1639f8afed61fae3.pdf>.

Central Bank of Ireland. 2024. Explainer – What does overheating in the economy mean? URL: <https://www.centralbank.ie/consumer-hub/explainers/what-does-overheating-in-the-economy-mean#:~:text=Overheating%20is%20when%20the%20economy,is%20very%20little%20available%20slack>.

Eichengreen, B., Gupta, P. 2016. Managing Sudden Stops. *Policy Research Working Paper*. No. 7639. World Bank, Washington, DC.

Hnatkovska, V., Loayza, N. 2003. Volatility and Growth. *Policy Research Working Paper*. No 3184. World Bank, Washington, DC.

IMF. 2013. World economic outlook: hopes, realities, risks. April 2013. International Monetary Fund. Washington, DC.

Jahan, S., Mahmud, A.S. 2013. What is the output gap? *Finance & Development. A Quarterly Publication of the International Monetary Fund*. Vol. 50, No. 3. PP. 38–39.

Kruk, D.E. 2018. Economic growth in Belarus: what lies beneath the stylized facts. *Journal of Belarusian State University. Economics*. No 1. PP. 132–144.

World Bank. 2018. Belarus systematic country diagnostic: towards a competitive, inclusive and dynamic Belarus. *World Bank Systematic Country Diagnostics*.