

## Краткий обзор

*Через двадцать пять лет после распада Советского Союза Беларусь представляет собой особый пример переходного процесса, который сочетает в себе, с одной стороны, относительно высокий уровень благосостояния, социально ориентированную политику и зачатки предпринимательства, а с другой стороны - остатки коммунистического прошлого. Основой белорусской экономической модели в течение большей части этого периода было сочетание внешних заимствований и мягких бюджетных ограничений в отношении принадлежащей государству части экономики, подкрепляемое мощной системой административного контроля. В периоды благоприятных внешних условий такое сочетание обеспечивало сравнительно высокие темпы экономического роста и позволяло властям выполнять свою часть "социального контракта" с населением, который ставил своей целью почти полную занятость на рынке труда. Но данная модель также неизбежно вела к постоянному накоплению квази-бюджетного дефицита, а его последующая монетизация вызвала макроэкономические и валютные неурядицы. В настоящий момент белорусская экономическая модель близка к тому, чтобы исчерпать себя, и изменения в экономической политике видятся неизбежными.*

### **Выпала ли Беларусь из переходного процесса?**

Уникальный опыт Беларуси опровергает многие представления о характере и особенностях процесса посткоммунистического переходного периода. Беларусь встала на свой собственный путь такого перехода, отличный от того, что происходило в других странах, но, тем не менее, все равно ведущего к трансформации экономической системы.

По общепринятым меркам "продвижения по пути рыночных реформ" Беларусь фактически "застыла" в состоянии застопорившихся, незавершенных рыночных реформ в точке, которую большинство других посткоммунистических стран прошло еще в середине 1990-х годов. По этому признаку Беларусь отстает не только от наиболее развитых экономик Центральной и Восточной Европы, но также и от стран Содружества Независимых Государств и Украины.

В то же время в течение двух последних десятилетий средний темп роста ВВП в Беларуси был выше не только по сравнению с соседними странами, но и со странами Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ), а также Юго-Восточной Европы. В результате Беларусь добилась значительного прогресса: к 2015 г. ВВП на душу населения в Беларуси составлял порядка 70% от среднего уровня ВВП в 11 странах ЦВЕ по сравнению с 48% в 1995 г. Благодаря политике социальной защиты и внутренней консолидации Беларусь также достигла сравнительно справедливого распределения результатов такого роста.

В то же время Беларусь была страной с самым высоким средним темпом инфляции среди всех переходных экономик; она не смогла добиться устойчивой макроэкономической стабильности и пережила несколько последовавших друг за другом финансовых кризисов. Таким образом, во

многим Беларусь опровергает некоторые общепринятые представления о переходном процессе: трансформация в стране развивалась по собственному сценарию, в ее рамках формулировались отличные от других стран цели, как в политической, так и в экономической сферах, и были достигнуты отличающиеся от других стран результаты.

### **Чем Беларусь отличалась от других?**

Общепринятая интерпретация неоднозначного переходного пути Беларуси (она разделяется большинством международных финансовых институтов) заключается в том, что Беларусь медлила и откладывала неизбежные реформы благодаря рентным потокам из России в обмен на политические уступки. Основным механизмом являлись энергетические субсидии, которые предоставлялись в обмен на политическую лояльность и союзничество со своим большим соседом. Беларусь получила доступ к российской нефти и газу по ценам существенно ниже мировых рыночных цен, что сформировало механизм прямого субсидирования белорусских предприятий и населения. Кроме того, страна могла экспортировать нефтепродукты и другие энергоносители по рыночным ценам. Такой механизм во многом был эквивалентен внешней субсидии.

В соответствии с другими интерпретациями, основанными на политэкономии переходного периода, отложенные реформы рассматриваются как рациональный выбор политиков и правящих кругов. В большинстве переходных экономик выбор курса реформ не был осознанным политическим решением, а, скорее, вынужденным и «принятым на вооружение» вследствие ограниченности имеющихся вариантов. Только страны, имеющие достаточные собственные ресурсы для смягчения потрясений переходного периода (или особые условия доступа к внешним ресурсам), могли делать выбор в пользу неспешных и осторожных реформ. Беларусь, благодаря получаемой от России "плате за лояльность" в течение длительного периода, была одной из таких немногих посткоммунистических стран, которая могла позволить себе долгосрочное планирование.

Одна из оригинальных интерпретаций уникального опыта Беларуси основана на идее организационных возможностей, и во многом ее достижения объясняются сохраненными организационными возможностями. Благодаря строгому централизованному контролю Беларусь смогла избежать «разбазаривания» активов на принадлежащих государству предприятиях, ограничила связанные с извлечением рентного дохода устремления и сохранила технические и производственные мощности.

Еще одной специфической особенностью переходного периода в Беларуси был "социальный контракт" с населением, в соответствии с которым власти обеспечивали стабильность, порядок и невысокий уровень имущественного расслоения. Этот "социальный контракт" и преобладавшие социальные ценности сыграли важную роль в придании очертаний переходному процессу в Беларуси.

### **Уникальная белорусская экономическая модель**

Белорусские экономисты предложили классифицировать политическую и

экономическую систему, которая развивалась в Беларуси, как "государственный капитализм". Такая классификация учитывает отличия от советской плановой системы, но одновременно и указывает на значительную роль, которую государство продолжает играть в экономике.

Центральным элементом политической системы является пирамида принятия решений, характеризующаяся чрезмерной концентрацией полномочий сверху. Беларусь придерживается перекошенной системы президентской республики, при которой президент фактически имеет больше полномочий, чем законодательная власть («суперпрезидентская» политическая система), в то время как Национальное Собрание имеет ограниченные полномочия. Многие члены Совета Министров напрямую назначаются президентом; Совет Министров служит главным образом в качестве исполнителя решений, принимающихся в администрации президента.

Цели экономической политики в Беларуси формулируются через "государственные программы". Существует сложная иерархия таких программ, во главе которых находятся пятилетние программы социально-экономического развития. Для их достижения на оперативном уровне существует разветвленная система законодательных и нормативных актов, выстраивающих особые механизмы (действующие по принципу «сверху вниз») административного контроля за экономикой.

Более пристальный и критический взгляд на белорусскую модель "государственного капитализма" обнажает одну ключевую особенность: в отношении государственных предприятий имеют место мягкие бюджетные ограничения. В результате, в нынешней белорусской модели гораздо больше "государственного", чем "капиталистического".

В принципе, у государства есть все рычаги для введения жестких бюджетных ограничений в отношении компаний, которые находятся под его опекой. Однако специфика модели отношений между госбанками и госкомпаниями предопределяет систему мягких бюджетных ограничений. Государственные банки активно участвуют в оказании финансовой поддержки государственным компаниям, в частности, имеющим отношение к выполнению различных государственных программ, через механизм так называемого «целевого кредитования». Такие кредиты выдаются бенефициарам на льготных условиях (по ставкам ниже рыночных), а банки субсидируются правительством через компенсацию разницы в процентных ставках. Директивное кредитование привело к перекосам на рынке и имело серьезные негативные микро- и макроэкономические последствия: расхолаживание интереса госпредприятий к реструктуризации, ухудшение качества банковских портфелей и коснувшееся всех отраслей экономики нерациональное распределение ресурсов. В конечном итоге это приводило к макроэкономической нестабильности.

### **Отсутствие приватизации при росте нового частного сектора**

Одно из ключевых отличий постсоветской Беларуси от других стран с переходной экономикой заключалось в ограничении широкомасштабной

приватизации государственных компаний, оставшихся как наследие советских времен. Приватизация была болезненным и неоднозначным вопросом, и власти не хотели прибегать к массовой приватизации. Изменения в статусе советских госпредприятий свелись лишь к акционированию: большинство из них стало корпорациями, но по-прежнему с государственной собственностью.

Причины неудач неоднократных попыток приватизации многогранны. Помимо недостатка политической воли, зачастую имел место конфликт между запрашиваемой и предлагаемой ценой. Власти обычно основывали запрашиваемую цену на балансовой стоимости, в то время как потенциальные инвесторы оценивали предприятия рыночными методами, и последняя оценка, как правило, была существенно ниже, чем балансовая. Правительство также выдвигало дополнительные постприватизационные требования и условия. Главным образом они касались сохранения числа занятых и объемов выпуска, что делало предложения непривлекательными для инвесторов. Кроме того, потенциальные инвесторы зачастую высоко оценивали политические риски в Беларуси после того, как имели место несколько случаев национализации. В результате примеры состоявшихся приватизационных сделок преимущественно представлены приобретением госсобственности российскими государственными корпорациями.. Последним удалось договориться о цене в ходе закрытых, непрозрачных и часто политически обусловленных переговоров. Кроме того, такие российские инвесторы де-факто сами имеют существенную политическую власть, которая может быть использована для защиты своих прав после приватизации.

В результате в экономике Беларуси все еще доминирует государственный сектор. Он сохраняет лидирующие позиции и по объемам выпуска, и по обеспечению занятости. Особенно ярко государственная собственность превалирует в промышленности. Антиподом промышленности по доле госсобственности являются сферы розничной торговли и бытовых услуг. Частный сектор доминирует в этих сферах благодаря органическому росту новых частных фирм и появлению иностранных компаний на белорусском рынке.

### **Экономическое управление, подчиненное целям государства**

Управление государственными предприятиями встроено в белорусскую административную систему на уровне министерств. Функциональная обязанность последних заключается в претворении в жизнь экономической политики в рамках своей отрасли. Ключевым инструментом управления долгое время была система «государственных заданий», которые доводятся сверху на индивидуальной основе до государственных компаний, а в некоторых отдельных случаях и до всех субъектов экономической деятельности. Задания имеют иерархическую структуру, начиная с пятилетних макроэкономических заданий в соответствующих программах социально-экономического развития. Затем эти задания трансформируются в годовые задания, которые далее в свою очередь преобразуются в индикативные задания по отраслям и регионам, перспективные производственные задания более низкого уровня, а также основные задания

государственных компаний.

Данная система доминировала в 1990-ые и 2000-ые годы, но в последнее время стала ослабевать. Тем не менее, она оказала существенное влияние на работу государственных компаний и банков.

Между государственным и частным сектором всегда существовал систематический разрыв в уровне производительности труда, что негативно влияло на общий экономический рост в стране. Ключевым свидетельством неэффективности и плохой работы государственных компаний является сохранение рабочей силы при сокращении спроса на продукцию. Предприятия вели себя таким образом, поскольку сохранение либо увеличение занятости зачастую является одним из целевых заданий, и это, само по себе, представляет барьер на пути реструктуризации. Директивное кредитование также способствовало неэффективной работе компаний, так как дешевые кредиты поощряли государственные компании к чрезмерному инвестированию в физический капитал. Кроме того, оно создает неверные стимулы для неэффективных компаний, поскольку мягкие бюджетные ограничения не мотивируют реструктуризацию.

Энергетика и сельское хозяйство являются двумя отраслями, олицетворяющими собой непрозрачную систему явных и неявных субсидий, которые приводят к использованию мягких бюджетных ограничений и вызывают квази-бюджетные дефициты.

### **Искаженное финансовое посредничество, ведущее к нерациональному распределению ресурсов**

По своему юридическому статусу Национальный банк Республики Беларусь (НБ РБ) «независим в принятии своих решений». Однако он испытывает неофициальное давление со стороны верхних эшелонов власти, что влияет на принятие его решений. Это отражается не только на его отношениях с коммерческими банками, но и на решениях в сфере монетарной политики и политики обменного курса.

Банковская система играет доминирующую роль в белорусской кредитно-финансовой системе, на фоне практически отсутствующих рынков капитала. В структуре собственности коммерческих банков государство остается основным игроком: на принадлежащие государству банки приходится примерно 66% объема всех активов банковской системы.

Бизнес-модель государственных банков подразумевает использование собственных средств этих банков в качестве важного источника финансирования активных операций благодаря их относительно высокой капитализации. Это ведет к раздутому (в сравнении с частными банками) кредитному портфелю, значительная часть которого формируются в рамках системы директивного кредитования. Со стороны пассивов на государственные банки приходится достаточно большая доля депозитов, что во многом является следствием мер экономических властей. Например,

государственным предприятиям неофициально рекомендуется держать свои счета в государственных банках. Что касается населения, государственные банки с успехом привлекают депозиты благодаря своим разветвленным региональным сетям.

В последние несколько лет прибыльность, достаточность капитала и ключевые показатели деятельности банковского сектора ухудшались главным образом из-за возрастающей доли проблемных кредитов на балансе банков.

### **Гибкие трудовые контракты и низкая защищенность от безработицы**

Рынок труда в Беларуси имеет несколько специфических особенностей: с одной стороны, он характеризуется гибкостью с точки зрения возможной продолжительности и условий трудовых контрактов, а с другой стороны – чрезмерным регулированием, ведущим к инерционности.

Наличие возможностей трудоустройства являлось важной частью социального контракта в Беларуси. Главными декларируемыми целями политики в сфере трудовых отношений являются доступность работы для каждого, а также повышение личных доходов (зарплат) при отсутствии существенного неравенства. Основным инструментом установления желаемых уровней зарплат является применение шкалы зарплат, регулирующей зарплаты для каждой профессии.

В Беларуси существуют два типа контрактов: бессрочные и срочные. Большинство работодателей предпочитает срочный контракт, обычно продолжительностью один год. В этом контракте нет обязательств по его продлению после истечения срока его действия. При сокращении занимаемой должности он также позволяет уволить работника всего лишь с трехмесячным выходным пособием. Благодаря гибкости рынка труда с точки зрения наличия контрактов различной продолжительности занятость постепенно переместилась от менее производительных и низкооплачиваемых рабочих мест в сельском хозяйстве и промышленном производстве в зарождающийся и быстро растущий сектор услуг.

Экономический рост в Беларуси в последние два десятилетия можно назвать ростом в пользу бедных: он обеспечивал выгоды от роста для каждого, уменьшал бедность, сохраняя достаточно низкий уровень неравенства в обществе. В период с 2000 г. по 2015 г. имел место 4-кратный рост среднего реального располагаемого дохода. В соответствии с «социальным контрактом» правительство акцентировало внимание не столько на помощи уязвимым группам населения, сколько стремилось предоставить каждому возможность найти работу а также широкий набор дополнительных услуг наряду с субсидированием ряда цен и тарифов.

Социально ориентированный характер политики доходов в Беларуси сочетается с отсутствием надлежащего страхования от безработицы и пособий по безработице. Технически пособия по безработице для зарегистрированных безработных существуют, но они очень малы и не

зависят от уровня прежней зарплаты. Более того, для получения пособия зарегистрированный безработный часто должен участвовать в бесплатных социальных либо общественных работах.

## **Внешняя торговля по-прежнему ориентирована на Восток**

Исторически самым важным торговым партнером Беларуси была и остается Россия. Со стороны экспорта больше половины от его общего объема приходится на нее, тогда как со стороны импорта – более трети. Вторым по важности торговым партнером является Европейский Союз. Экспорт в Россию сравнительно разнообразен и, помимо непродовольственных потребительских товаров и сельскохозяйственной/пищевой продукции, также включает в себя транспортное оборудование и машины; в импорте преобладают нефтепродукты. Для сравнения, экспорт Беларуси в ЕС состоит главным образом из минерального топлива, в то время как импорт формируется из товаров более высокой степени обработки, включая химическую продукцию, машины и транспортное оборудование.

Минеральное топливо традиционно преобладало как в экспорте, так и в импорте в качестве главной товарной группы, составляя более трети общего объема торговли страны, с большим отрывом от последующих товарных групп. Беларусь унаследовала от Советского Союза крупные нефтеперерабатывающие заводы и перерабатывает поступающую из России сырую нефть, получая из нее очищенные сорта топлива, бензин и т. д. для последующего экспорта в ЕС. Со временем доля сырьевых товаров в белорусском экспорте постепенно возрастала и вытесняла экспорт промышленных товаров, которые могли найти свою нишу преимущественно только на рынках СНГ. В глобальном масштабе белорусская экономика может конкурировать главным образом в сфере сельскохозяйственной, пищевой и химической продукции.

За последние 15 лет имел место неуклонный рост как экспорта, так и импорта услуг. Положительный баланс в торговле услугами частично компенсирует хронический дефицит в торговле товарами. По своему составу в экспорте услуг преобладают транспортные услуги, при этом ключевыми видами транспортных перевозок являются железнодорожные, автомобильные и трубопроводные. В последние годы свою долю в общем экспорте услуг увеличили сектор информационно-коммуникационных технологий и туристический сектор. В составе импорта услуг ключевыми являются строительные, транспортные услуги, а также туризм.

## **... Потоки прямых иностранных инвестиций ...**

До 2007 г. поступление прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в Беларусь было крайне незначительным. Начиная с 2008 г. ежегодные поступления стабилизировались на уровне около 1,5 миллиарда евро в год. С учетом размера страны, Беларусь получила больше ПИИ, чем некоторые из ее соседей, но меньше, чем новые страны-члены ЕС.

ПИИ в Беларусь имеют в основном российское происхождение, инвестиции из этой страны составляют почти 60% от их общего объема. Через Россию

приходят в Беларусь и некоторые западные компании. Кроме того, ПИИ из Кипра, вероятно, также имеют российское происхождение, поэтому возможно, что прямая и косвенная зависимость ПИИ от России еще больше. Следующей страной по объему ПИИ в Беларусь, хотя и далеко отставшей от России, является Австрия, на которую приходится лишь 3,5% объема ПИИ.

Значительная часть ПИИ поступила в рамках реализации нескольких крупных приватизационных сделок. На совместные предприятия с участием государственных компаний и инвестиции в строительство новых объектов приходится меньшая доля. Небольшое количество инвестиционных проектов, связанных со строительством новых объектов (которые можно рассматривать как «более качественные» ПИИ) является убедительным доказательством сложных условий для бизнеса в стране. Власти Беларуси в качестве основной формы привлечения ПИИ поощряют создание совместных предприятий между государственными компаниями и зарубежными инвесторами. И хотя количество таких сделок значительное, они не способствуют существенному притоку ПИИ.

Большинство инвестиционных проектов, связанных со строительством новых объектов в Беларуси, осуществляются в специальных экономических зонах. В Беларуси существуют три формы таких зон: шесть свободных экономических зон, Китайско-белорусский промышленный парк и Белорусский парк высоких технологий. Специальные зоны могут быть полезным инструментом политики привлечения ПИИ, особенно в странах с рискованными условиями ведения предпринимательской деятельности и нечетко сформулированными правами собственности.

### **... и интеграционные связи**

Традиционно внешнеэкономические связи Беларуси тесно ассоциировались с Россией, а с недавнего времени – с инициированным Россией евразийским интеграционным проектом. Формально евразийская экономическая интеграция развивалась очень быстро, начиная с образования в 2010 г. Евразийского таможенного союза между Беларусью, Россией и Казахстаном. Двумя годами позже эти же страны провозгласили о переходе на более высокий уровень интеграции - Единое экономическое пространство, а в 2015 г. – создали Евразийский экономический союз (ЕАЭС). Евразийский экономический союз расширился географически и сейчас включает в себя, кроме трех стран-основателей, также Армению и Кыргызстан.

Изначально концепция евразийской интеграции постулировала лишь либерализацию взаимной торговли товарами через устранение тарифов и внедрение общего внешнего тарифа. Сегодня в рамках ЕАЭС заявляется о стремлении вывести интеграцию на качественно новый уровень за пределами связанных с торговлей вопросов и способствовать развитию так называемых "четырёх свобод" – общего рынка товаров, услуг, капитала и труда, а также координации экономической политики и энергетических рынков, формирование которых планируется завершить к 2025 г.

Совместное членство в ЕАЭС и в ВТО создает проблему для Беларуси.

Беларусь – единственная страна в объединении, не являющаяся членом ВТО (и вообще, она остается среди немногих стран мира еще не входящих в ВТО). В то же время она должна косвенно придерживаться правил ВТО из-за своих обязательств перед партнерами по ЕАЭС. Сама Беларусь все еще довольно далека от выполнения исходных требований ВТО, касающихся сельскохозяйственных субсидий и высокого уровня вмешательства правительства в экономику.

### **Модель роста, ведущая к макроэкономической нестабильности ...**

Период с 1996 г. по 2008 г. стал для Беларуси периодом высоких темпов роста благодаря внешним условиям (реинтеграции с российской экономикой, которая открыла дорогу белорусскому экспорту и внешним заимствованиям) и экспансионистской политике, способствовавшей инвестициям в основной капитал и росту доходов.

Положение дел стало меняться примерно в 2007 г., когда Россия стала требовать обратно часть белорусских нефтяных экспортных пошлин и увеличила вдвое цены на поставляемый в Беларусь газ. Перед белорусскими властями встала дилемма: изменить более радикально политический курс (что устранило бы активное сальдо торгового баланса, поддерживаемое внешними рентами) или сохранить его, одновременно изыскивая новые возможности привлечения внешних ресурсов для компенсации рентных потерь. Первый вариант политики был бы связан с непопулярными мерами жесткой экономии, поэтому власти выбрали второе решение.

Сочетание политики, стимулирующей рост посредством спроса, и сокращающиеся внешние ренты привели к растущим внешнему дисбалансу и быстрому росту внешнего долга: во второй половине 2000-ых продолжался рост дефицита текущего счета, который в 2010 г. достиг 15% ВВП, а валовый внешний долг за период с 2005 г. по 2010 г. вырос в четыре раза.

Одним из главных источников макроэкономических дисбалансов был квазибюджетный дефицит, вызванный неэффективным директивным кредитованием и мягкими бюджетными ограничениями. Директивное кредитование, так или иначе, приводило к нагрузке на бюджет, поскольку де-факто правительство приняло на себя конечный риск по таким кредитам. Плохие долги, возникавшие в результате директивного кредитования, в конечном итоге накапливались как квазибюджетный дефицит.

Еще одним важным источником макроэкономических дисбалансов была популистская политика регулирования доходов, которая была присуща практически всему периоду высоких темпов роста. Директивные повышения заработной платы обуславливали существенный рост удельных затрат на рабочую силу и приводили к потерям в конкурентоспособности.. Превышение темпа роста реальной зарплаты над темпом роста производительности труда также было источником инфляционного давления. Монетарная политика приспособлялась к существующей среде и поддерживала экспансионистскую политику в области доходов. Кроме того квазифискальный дефицит, вызванный директивным кредитованием, постепенно

трансформировался в открытый дефицит и также монетизировался. Таким образом, мягкие бюджетные ограничения и политика в области доходов в конечном итоге привели к нарастанию инфляционного давления и макроэкономической нестабильности.

### **... и достигшая своего предела**

Комплекс мер экономической политики, преобладавший в 2003-2007 гг., представлял собой сочетание: (i) искусственной поддержки обменного курса; (ii) монетарного стимулирования; (iii) прямого стимулирования заработной платы; и (iv) налогово-бюджетных стимулов (направленных на стимулирование как потребительского спроса, так и инвестиционного спроса). Вследствие внешнего неравновесия и хронического давления на валютном рынке – на фоне увеличивающегося разрыва между фактическим обменным курсом и равновесным – власти вынуждены были все активнее прибегать к внешним заимствованиям. В результате после 2008 г. имел место резкий скачок внешнего долга.

Вследствие присущей экономике и экономической политике противоречий в период между 2009 г. и 2015 г. Беларусь перенесла три валютных кризиса (в 2009 г., 2011 г. и 2014-2015 гг.). Во всех случаях имела место существенная девальвация белорусского рубля, что отражало необходимость корректировки реального обменного курса.

Несмотря на противоречия до конца 2014 г. комплекс мер экономической политики практически не менялся, «замораживая» макроэкономические дисбалансы. Большой упор на стимулирование спроса теперь приводил не только к ценовому и курсовому «навесу» и отложенному давлению на цены и курс, но все в большей мере к прямому давлению на них, поскольку экономические агенты на этом фоне все в большей мере предпочитали использовать иностранную валюту. Поэтому, эффективность экономической политики снижалась, а возможности ее влияние на темпы роста выпуска и доходов сужались.

### **Двигается ли Беларусь к новой модели экономической политики?**

В конце 2014 г. стало понятно, что далее удерживать фиксированный обменный курс невозможно. С помощью нескольких шагов власти полностью изменили макроэкономическую политику.: Например, они отказались от фиксированного обменного курса и ввели режим плавающего обменного курса. Одновременно был введен режим таргетирования денежной массы, предполагающий весьма жесткие целевые ориентиры на 2015 г. Наряду с такими действиями Национального банка правительство заявило о намерении отказаться от механизмов стимулирования спроса либо ограничить их.

Новый формат экономической политики можно описать следующим образом: (i) плавающий обменный курс; (ii) таргетирование денежной массы с жесткими промежуточными задачами; (iii) жесткая фискальная политика; и (iv) ограничение использования нетрадиционных инструментов стимулирования спроса (целевое кредитование, стимулирование заработной платы и т. д.).

Введение режима плавающего обменного курса быстро принесло положительные результаты: помогло восстановить внешнее равновесие и послужило в качестве эффективного амортизатора шоков. Изменения в монетарной среде были подкреплены некоторым ужесточением фискальной политики. В частности, имели место существенные сокращения капитальных расходов бюджета, а также расходов на государственные закупки товаров и услуг и бюджетных трансфертов.

В результате макроэкономическая ситуация в Беларуси изменилась. До 2015 г. она представляла собой сочетание, с одной стороны, роста ВВП (хотя и уменьшавшегося в последние годы) и низкой безработицы, но, с другой стороны, имели место существенный дефицит текущего счета, переоцененный обменный курсом и высокая инфляция. После 2015 г. ситуация изменилась: фактический обменный курс примерно соответствует равновесному обменному курсу, дефицит текущего счета близок среднесрочному равновесию, и имеются признаки снижения темпов инфляции. Но эти характеристики, способствующие финансовой стабильности, сопровождаются сокращением выпуска и растущей безработицей. В результате в 2015 г. страна впервые за 20 лет столкнулась со спадом ВВП.

### **Сейчас Беларусь сталкивается с новыми вызовами и рисками для финансовой стабильности ...**

В нынешней макроэкономической ситуации Беларуси необходимо найти новые стимулы для роста. Важным видится вопрос, может ли макроэкономическая политика поспособствовать формированию таких стимулов и каким образом, учитывая те вызовы, с которыми экономические власти столкнулись в настоящее время.

Для монетарных властей вызовом во многих отношениях стали высокие инфляционные ожидания,, существенно сужая их пространство для маневра. Эти ожидания взвинчивают реальные процентные ставки и ограничивают инвестиционную активность. Поэтому фирмы воздерживаются от инвестиций, принимая во внимание низкий потенциал роста и низкую ожидаемую отдачу от инвестиций даже в случае улучшения внешних условий.

Подавление инфляционных ожиданий можно считать одной из приоритетных целей монетарной политики и макроэкономической политики в целом. Режим таргетирования денежной массы хоть снижает риски валютных кризисов, но не является эффективным «помощником» в разрешении проблемы высоких и нестабильных инфляционных ожиданий.

Преодоление нынешней ситуации депрессии инвестиций требует широкого спектра изменений, касающихся как структурных, так и краткосрочных вопросов и способствующих формированию устойчивой монетарной среды. Нестабильность ожиданий вызывает очевидный конфликт для НБ РБ между стабильностью цен и сглаживанием выпуска. В этом случае приоритетность соображений ценовой и финансовой стабильности приводят к чрезмерной

жесткости монетарной политики с точки зрения выпуска и ограничению деловой активности.

Эти вызовы в сфере экономической политики, усиливаются новыми рисками для финансовой стабильности. Например, растущие долги создают риски для будущей макроэкономической стабильности. На микроуровне источниками проблемы плохих долгов преимущественно становятся две группы фирм: государственные компании (особенно бенефициары директивных кредитов) и заемщики валютных средств без собственной валютной выручки. Рецессия 2015 г. и значительное обесценивание национальной валюты усилили проблемы с обслуживанием долгов.

С позиции банковского сектора, вероятно, что официально озвученная доля проблемных активов, которая уже достигла тревожного уровня, все еще не отражает реальную ситуацию (вследствие несовершенства практики ведения учета и подготовки отчетности).

Бремя растущего корпоративного долга может иметь широкий перечень негативных последствий. Компании, которые столкнулись с долговыми проблемами, вынуждены отказаться от своих инвестиционных планов или урезать их. Банки, имеющие много проблемных долгов, вынуждены создавать резервы, что влияет на их возможности по кредитованию и привлечению средств и негативно сказывается на деловой активности в экономике. Портфели с некачественными кредитами влияют на работу банков; дальнейшее их ухудшение может представить угрозу для их платежеспособности, потенциально создавая риски для всей банковской системы в целом.

Власти осознают эти риски. Проблемным банкам власти рекомендуют провести докапитализацию. Однако такие рекомендации не всегда могут быть выполнимы, особенно для государственных банков. Их докапитализация может привести к значительному росту госдолга, что может, само по себе, быть равнозначной угрозой финансовой стабильности. На этом фоне экономические власти стали рассматривать сценарий создания специального агентства для работы с безнадежными долгами.

На макроуровне основные риски для устойчивости государственного долга связаны с его валютной структурой, в которой преобладают обязательства в иностранной валюте. Наиболее вероятно, что затраты на обслуживание будущего долга в иностранной валюте будут возрастать, тогда как объемы будущих доходов правительства в иностранной валюте неопределенны, а уровень международных резервов также низок. Правительству потребуется пойти на новые заимствования в иностранной валюте с тем, чтобы иметь возможность обслуживать свои обязательства в иностранной валюте. Устойчивость государственного долга может оказаться под вопросом, если окажутся невозможными новые заимствования либо если долговое бремя продолжит расти.

### **... и нуждается в обновлении своих отношений с международными финансовыми учреждениями**

В 1990-ые годы Беларусь заключила два соглашения "стэндбай" с МВФ (в 1993 г. и 1995 г.);

однако впоследствии по инициативе белорусской стороны эти соглашения были постепенно свернуты вследствие противоречий между условиями МВФ и приоритетами национальной политики. Глобальный финансовый кризис 2008-2009 гг. и острая потребность Беларуси во внешнем финансировании заставила Беларусь в 2008 г. обратиться за финансовой помощью МВФ через заключение соглашения "стэндбай".

В такой обстановке власти Беларуси заняли более гибкую позицию на переговорах и приняли на себя ряд обязательств не только по краткосрочным макроэкономическим показателям, но и по ряду структурных вопросов, на обсуждение которых ранее было наложено негласное «табу». В свою очередь МВФ занял более гибкую позицию по структурным вопросам, которые до этого служили отправной точкой для переговоров с Беларусью.

Весь 2009 г. Беларусь придерживалась условий МВФ и осуществила большинство стабилизационных мер. Однако в 2010 г. ситуация изменилась. Белорусским властям хотелось добиться быстрого экономического восстановления и вернуться к привычным темпам роста выпуска и доходов перед президентскими выборами.

Неприятие повестки дня МВФ и наличие других источников внешнего финансирования (прежде всего, Евразийского фонда стабилизации и развития — ЕФСР) привели к тому, что Беларусь не стремилась к обсуждению новой программы поддержки со стороны МВФ в 2011-2015 гг. Вместо этого в 2011 г. Беларусь обратилась в ЕФСР за стабилизационным кредитом с явным расчетом на то, что условия этого кредита будут меньше противоречить целям ее экономической политики, и что на ЕФСР можно будут оказывать политическое давление, что на самом деле и произошло.

В настоящее время Беларусь, похоже, играет в стратегическую игру с двумя возможными донорами внешнего финансирования, пытаясь добиться для себя наиболее благоприятных условий кредитования.

## Что дальше?

Самым интригующим сегодня является вопрос о том, сможет ли Беларусь продолжить эксперименты с экономической стратегией и политикой, которые отличаются путей других посткоммунистических стран, или же ей придется принять господствующую модель трансформационных реформ и перейти к общепринятым схемам.

Важно различать устойчивость курса экономической политики страны и устойчивость белорусской экономической модели как таковой. В отношении первого аспекта, ответ кажется ясным: прошлый курс экономической политики исчерпал себя и должен быть заменен. На самом деле, такая замена уже происходит и укореняется новая модель экономической политики. Что касается устойчивости экономической модели страны, которая сохраняется в белорусском бренде государственного капитализма, то пока нет очевидных аргументов для того, чтобы утверждать, что данный тип модели подвергается изменениям. Но даже для того, чтобы обеспечить ее сохранение, властям все равно потребуются предпринять некоторые реформы, чтобы получить «больше капитализма – меньше государства».

Главным испытанием жизнеспособности белорусской модели «государственного капитализма» будет желание властей ввести жесткие бюджетные ограничения в отношении государственных компаний и банков. Капитализм, частично основанный на государственной собственности, в принципе возможен, однако он не совместим с политикой мягких бюджетных ограничений. Чтобы белорусские власти могли обосновать свои притязания на "государственный капитализм", они должны двигаться в направлении применения жестких бюджетных ограничений в отношении государственных компаний и банков.

Однако такое изменение политики будет иметь серьезные социальные последствия, поскольку оно приведет к реструктуризации государственного сектора экономики с целью повышения его эффективности, включая сокращение избыточной рабочей силы. Другим компонентом нынешней экономической модели, который требует реформирования для повышения ее эффективности, является строгий иерархический процесс принятия решений в рамках экономической политики. Время покажет, готовы ли белорусские власти к радикальным шагам в этих направлениях.