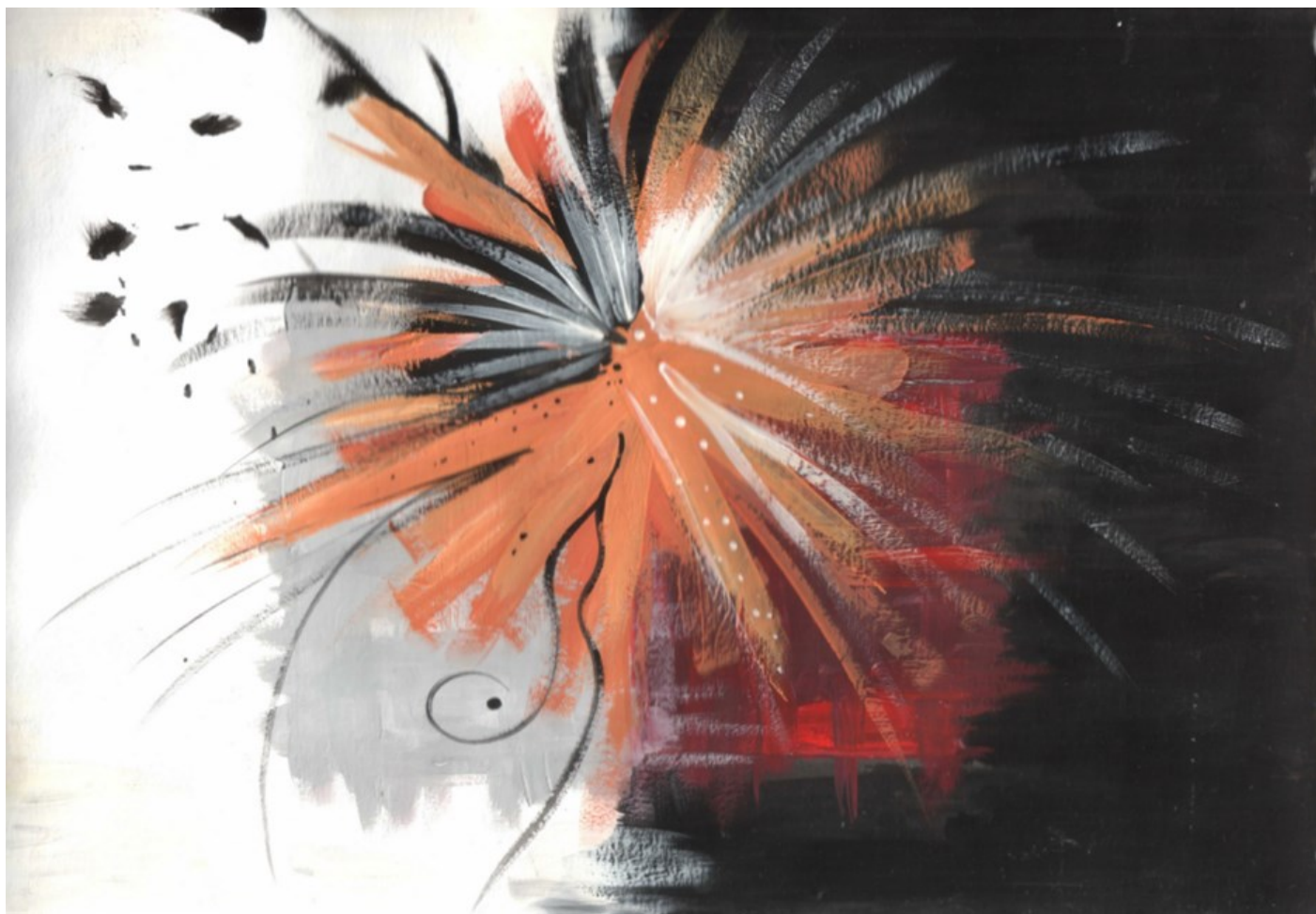




CASE Belarus — Центр социально-  
экономических исследований Беларусь

# Экономические тенденции в Беларуси



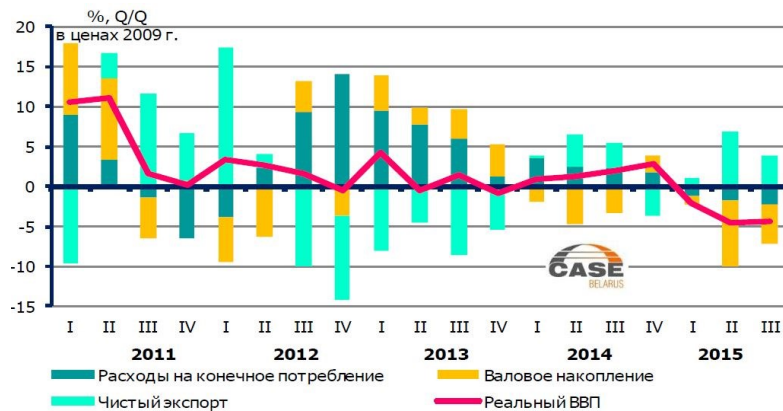
Март  
**2016**

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>Экономический рост.</b> Беларусь одновременно переживает и циклическую, и структурную рецессию .....	3
<b>Заработная плата.</b> Население пока не ощутило в полной мере снижение потребления: реальная зарплата в долларовом выражении за последний год снизилась всего на 1% .....	5
<b>Депозиты населения.</b> На фоне снижения процентных ставок сокращаются срочные банковские вклады населения .....	7
<b>Валютный рынок.</b> Несмотря на глубокую девальвацию белорусского рубля, спрос на иностранную валюту по-прежнему превышает предложение .....	10
<b>Режим валютного курса.</b> Привязка белорусского рубля к российскому рублю становится реальностью .....	12
<b>Платежный баланс.</b> Приток капитала по финансовому счету оказался недостаточным, чтобы покрыть дефицит по текущему счету .....	13
<b>Баланс финансовых потоков.</b> Межсекторальный финансовый дисбаланс в экономике Беларуси составляет 15% к ВВП. Сверхпотребление осуществляют – предприятия, Нацбанк и правительство. Ресурсы им поставляют население, банки и остальной мир .....	15

## Беларусь одновременно переживает и циклическую, и структурную рецессию

Рис.1 Структура ВВП по составляющим спроса



Источник: CASE Belarus

С середины 2011 года экономика Беларуси находится в состоянии стагнации. В 2013 году Беларусь по данным МВФ занимала 61-е место в мире по ВВП на душу населения по рыночному курсу, а в ноябре 2015 году – уже 81-е место.

Стагнация длилась четыре года и в 2015 году переросла в рецессию (рис. 1). Внутренний спрос сокращается. Причем как инвестиции, так и потребление.

Динамика структуры реального ВВП в первые три квартала 2015 года совпадала с той, которая была в третьем и четвертом кварталах 2011 года и первом квартале 2012 года (рис. 1). В этом смысле 2015 год напоминал кризисный 2011 год. Разница заключалась лишь в том, что в 2011 году внешний спрос на белорусскую продукцию был выше. Это было обусловлено девальвацией белорусского рубля по отношению ко всем валютам, включая российский рубль.

В 2015 и начале 2016 года девальвация белорусского рубля по отношению к доллару и евро происходит в целом синхронно с аналогичной девальвацией российского рубля. Поэтому в отличие от 2011 года, в 2015 году и начале 2016 года внешний спрос на белорусскую продукцию на рынке Российской Федерации не такой большой, потому что она не намного дешевле (если вообще дешевле) аналогичной российской продукции.

Вторая особенность состоит в том, что в настоящее время Беларусь одновременно переживает и циклическую, и структурную рецессию, чего прежде не было. С 2006 года в экономике Беларуси наблюдается падающая динамика структурной составляющей (движущей силы экономики, долгосрочного тренда) роста (рис. 2).

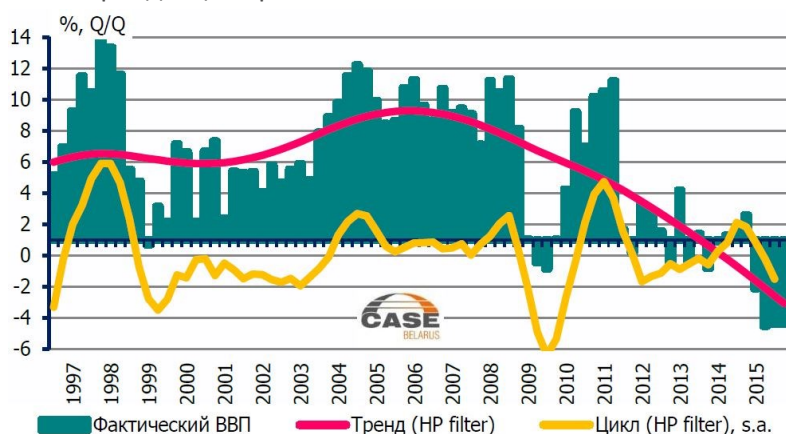
Но благодаря росту циклической составляющей в 2007-2008, 2010-2011 гг. это не так заметно отражалось на общих фактических темпах роста. Согласно результатам исследования экспертов Евразийской экономической комиссии, вклад структурной составляющей в общий экономический рост в Беларуси в 2010-2013 гг. составлял 30%, а вклад циклической составляющей – 70%.

С 2011 года началось замедление темпов роста и циклической составляющей. В конце 2014 года обе составляющие – и тренд, и цикл – вошли в отрицательную область роста (рис. 2).

В итоге, в 2015 году экономика Беларуси погрузилась в рецессию.

Тот факт, что Беларусь одновременно переживает и циклическую, и структурную рецессию, говорит о том, что природа нынешнего кризиса отличается от тех, с которыми приходилось сталкиваться прежде. Сложность ситуации заключается в том, что для борьбы с циклической и структурной рецессией нужно использовать разные инструменты, которые могут вступать в противоречие. Для преодоления структурной рецессии нужно проводить структурные (институциональные) реформы, первыми этапами которых должны идти либерализация и макроэкономическая стабилизация, требующие проведения жесткой денежно-кредитной политики. Для преодоления циклической рецессии нужно стимулировать внутренний спрос за счет смягчения денежно-кредитной политики. Поэтому в данном случае важно определиться с очередностью: сначала предстоит вылечить одну болезнь и затем приступить ко второй.

Рис.2 Тренд и цикл реального ВВП



Источник: CASE Belarus

Возможно, целесообразнее начать с проведения структурных реформ, устранив в первую очередь сложившиеся административные механизмы неэффективного распределения ограниченных ресурсов и уже затем вернуться к политике смягчения, имея уверенность в том, что на этот раз ресурсы достанутся тем, кто сможет обеспечить их эффективное использование.

Эксперты (Дмитрий Крук, BEROC) полагают, что «в случае отсутствия

структурных реформ в ближайшие годы темп роста не превысит 2-3%, даже в случае возобновления роста циклической составляющей ВВП. В случае же проведения структурных реформ, в Беларуси установятся темпы роста ВВП по 7% в год на протяжении 10-ти лет».

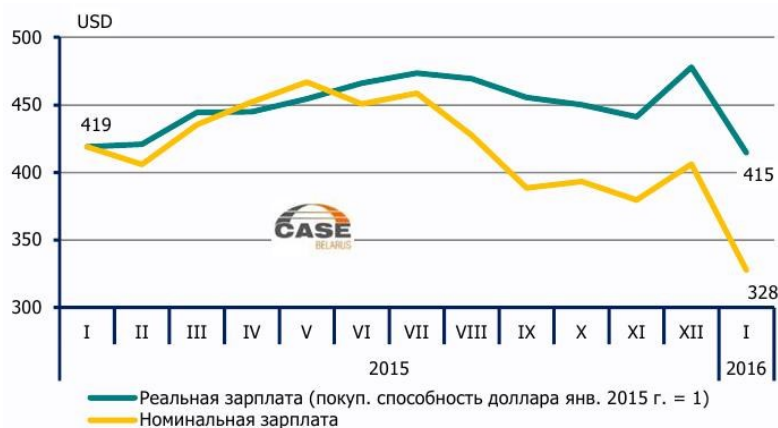
Пока не принимаются существенных мер ни в отношении структурной, ни в отношении циклической составляющих роста, рецессия угрожает перерасти в депрессию.

В январе 2016 года ВВП сократился на 4,3%. Всемирный банк прогнозируют снижение ВВП Беларуси в 2016 году на 1%, МВФ – минус 2,1%, Исследовательский центр ИПМ – 0%.

Минус 4,3% в январе по ВВП, на наш взгляд, – это предсказуемо. Это эффект высокой базы января прошлого 2015 года. Ведь падение на уровне 3% и больше в прошлом году произошло только с апреля. А в январе было еще минус 0,4%, а инвестиции вообще росли на 4,5%. В феврале ВВП сократится также на уровне 4%, а вот в марте будет уже в районе минус 2%, а в апреле – в районе минус 1,2% и далее так будет до конца года. По итогам года будет в районе минус 1%, то есть экономика будет находиться на одном уровне, когда закончится эффект базы. А закончится он в апреле.

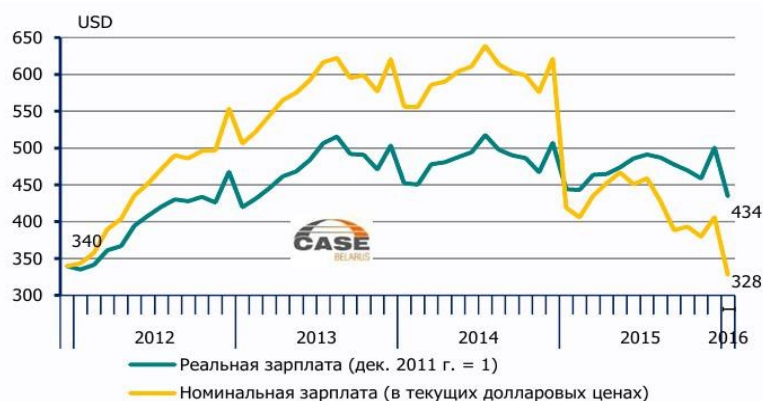
## Население пока не ощутило в полной мере снижение потребления: реальная зарплата в долларовом выражении за последний год снизилась всего на 1%

Рис.3 Среднемесячная зарплата в долларовом выражении (по сравнению с январем 2015 года)



Источник: CASE Belarus

Рис.4 Среднемесячная зарплата в долларовом выражении (по сравнению с январем 2015 года)



Источник: CASE Belarus

Учитывая, что нынешний уровень производительности труда по ВВП к декабрю 2011 года практически не изменился, то реальную зарплату в 340 долларов можно считать условно равновесной.

Таким образом, в настоящее время она по-прежнему выше на 90 долларов, по сравнению со своим равновесным уровнем. Это по-прежнему высокая зарплата, которая при сложившемся уровне производительности экономики, неспособна обеспечить ценовую конкурентоспособность производимых на территории Беларуси товаров.

В дальнейшем снижение реальной зарплате в долларовом эквиваленте может происходить по двум каналам.

Во-первых, за счет роста потребительских цен на импортные товары, а также на отечественные товары с высокой долей импортных компонентов, обусловленного девальвацией национальной валюты. Кроме того, цены могут расти и на отечественные товары, поскольку многие предприятия имеют непогашенные валютные кредиты.

Во-вторых, за счет сокращения размера средней зарплате в рублевом выражении. Такое сокращение происходит уже пятый месяц к ряду (с августа прошлого года). В январе же 2016 года

Среднемесячная номинальная зарплата в долларовом эквиваленте в январе 2015 г. к аналогичному месяцу предыдущего года снизилась на 21,7% – с 419 до 328 долларов (рис. 3).

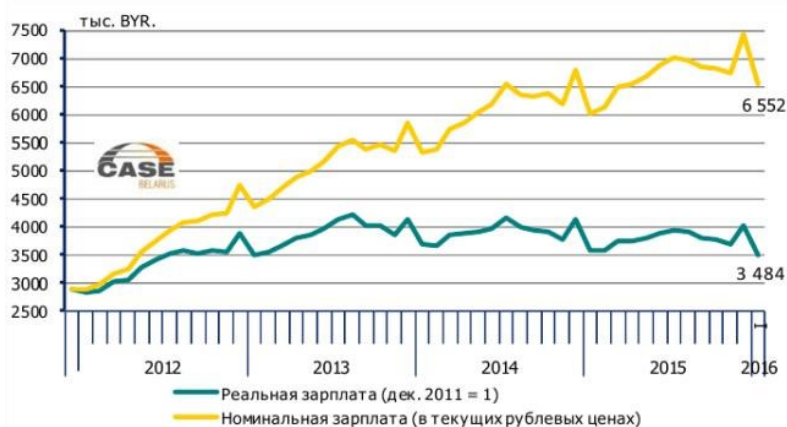
Однако в реальном выражении (с учетом выросшей покупательной способности доллара) зарплата в долларовом эквиваленте в январе 2016 г. составила 415 долларов и снизилась по отношению к январю 2015 г. всего на 4 доллара (или на 1%).

Чтобы понять, какая реальная зарплата в долларовом выражении является равновесной, необходимо выбрать для отсчета последнюю точку, когда в экономике Беларуси отсутствовал внешний дисбаланс (отрицательное сальдо текущего счета платежного баланса). Это вторая половина 2011 года – первая половина 2012 года.

Так, в долларовых ценах декабря 2011 года реальная зарплата в январе 2016 года составила 434 долларов (рис. 4).

В декабре 2011 года реальная зарплата составляла 340 долларов.

Рис.5 Заработная плата в рублевом выражении



Источник: CASE Belarus

продолжился нисходящий тренд по снижению уровня номинальной средней зарплаты. За последние полгода средняя номинальная зарплата снизилась на 457 тыс. BYR – с 7 млн. 008 тыс. BYR в июле до 6 млн. 552 тыс. BYR в январе (рис. 5).

Тем не менее, в реальном выражении она составляет 3 млн. 484 тыс. BYR, то есть на 21% превышает уровень декабря 2011 г.

При официально прогнозируемой инфляции - 16-18% в год, нынешняя

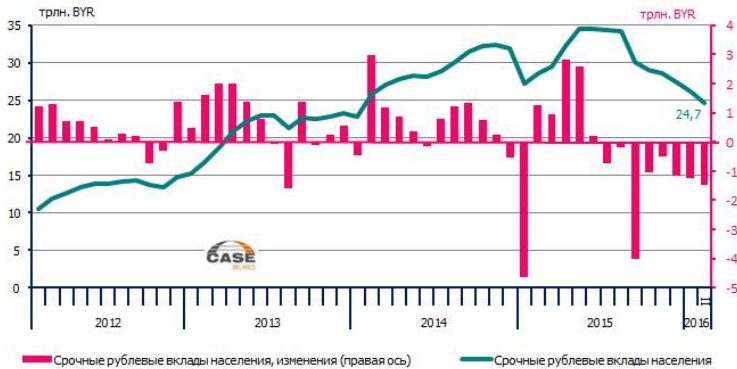
средняя номинальная зарплата в рублевом выражении должна снизиться еще на 300 тысяч BYR – с 6 млн. 552 тыс. BYR до 6 млн. 250 тыс. BYR. Только тогда она сравняется с уровнем зарплаты декабря 2011 года.

Зарплата может и не понижаться. Тогда ее реальная величина сравняется с уровнем декабря 2011 г. после повышения потребительских цен на 25%. Но произойдет это уже в 2017 году.

# Депозиты населения

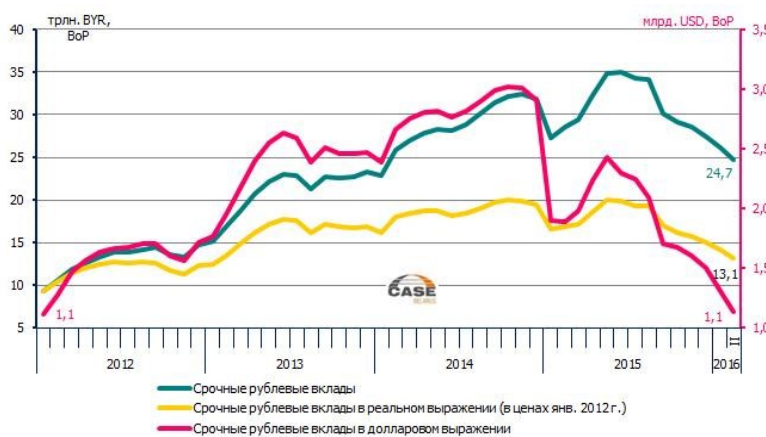
На фоне снижения процентных ставок сокращаются срочные банковские вклады населения

Рис.6 Срочные рублевые вклады населения



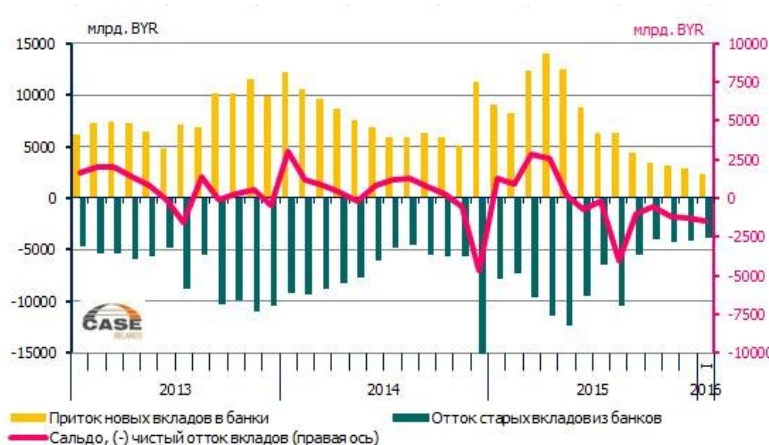
Источник: CASE Belarus

Рис.7 Срочные рублевые вклады населения в реальном выражении (янв. 2012 = 1)



Источник: CASE Belarus

Рис.8 Сальдо притока-оттока срочных рублевых банковских вкладов населения



Источник: CASE Belarus

Отток срочных рублевых вкладов населения из банков происходит восемь месяцев подряд. Причем последние четыре месяца возрастающими темпами (рис. 6). С июня 2015 г. по февраль 2016 г. их уровень сократился с 35 трлн. BYR до 24,7 трлн. BYR или на 30%.

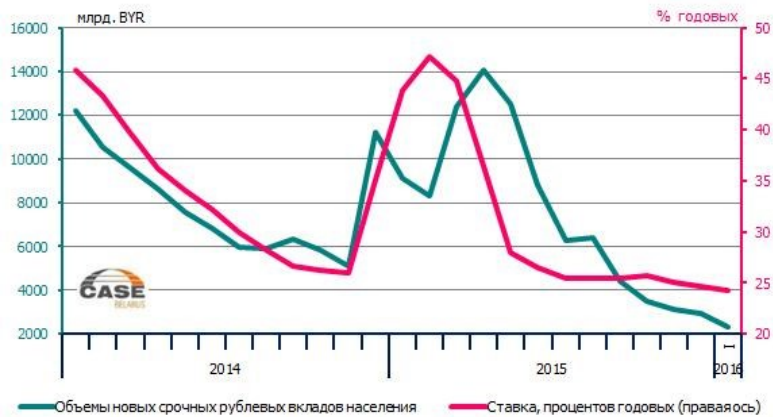
В реальном выражении падение выглядит намного существеннее. Что собой представляет объем финансовых ресурсов в размере 24,7 трлн. BYR в качестве ресурсной базы для банков? Ведь 24,7 трлн. BYR в начале 2016 года и, например, в начале 2011 года, — это с точки зрения внутренней покупательной способности две разные суммы. В ценах января 2012 г. сумма 24,7 трлн. BYR представляет собой 13,1 трлн. BYR (рис. 7). Учитывая, что в январе 2012 г. объем срочных рублевых депозитов составлял 9,4 трлн. BYR, то в настоящее время их реальный уровень выше всего на 40%.

Еще более внушительным выглядит падение с точки зрения внешней покупательной способности. 24,7 трлн. BYR в январе 2016 г. и 9,4 трлн. BYR в январе 2012 г. в долларовом выражении в пересчете по среднемесячному обменному курсу — это одна и та же сумма (1,1 млрд. USD). А еще год назад (в октябре-ноябре 2014 г.) эта сумма превышала 3 млрд. USD (рис. 7).

Запас депозитов населения в банках формируется за счет притока новых и изъятия старых вкладов. В последние пять месяцев по старым вкладам наблюдался сравнительно небольшой отток. Он не стал причиной

общего сокращения вкладов. Главной причиной этого сокращения стало то, что приток новых срочных рублевых вкладов в этот период снизился до минимального за последние годы уровня и перестал покрывать их отток (рис. 8).

**Рис.9** Объемы новых срочных рублевых вкладов населения и ставка доходности



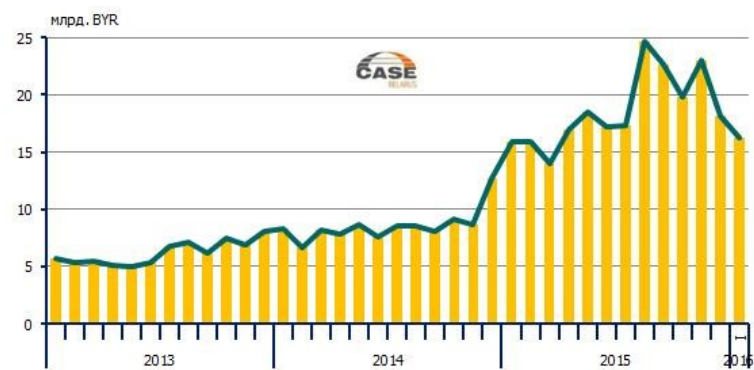
Источник: CASE Belarus

**Рис.10** Сальдо притока-оттока срочных валютных банковских вкладов населения



Источник: CASE Belarus

**Рис.11** Рублевые денежные средства, потраченные населением на новые валютные вклады



Источник: CASE Belarus

валютный вклад в банке. Это поведение основывалось на высоких девальвационных ожиданиях, которые, в конечном счете, и сбылись.

Только в декабре, и особенно в январе, это поведение изменилось. По всей видимости, этому способствовала глубокая девальвация белорусского рубля, а также дальнейшее снижение номинальной и реальной средней заработной платы. В любом случае, в январе на пополнение и открытие новых валютных вкладов был направлен гораздо меньший объем рублевых средств (рис. 11). Возможно, это поворотная точка, изменение тренда. Население, вероятно, считает, что доллар стал слишком дорогим, чтобы вкладывать рубли в его покупку и дальше сберегать его. Тем более что проценты по валютным вкладам снизились, а с потенциалом роста курса

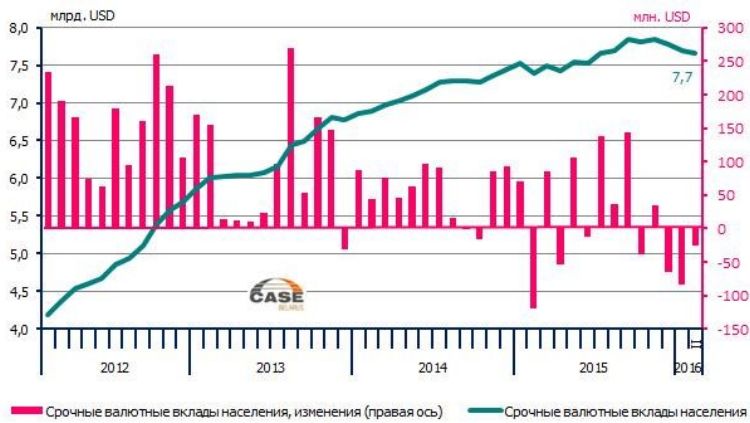
Снижение средней процентной ставки по рублевым вкладам для населения ниже уровня 30% годовых в мае прошлого года, привело к уменьшению объема новых рублевых вкладов. При этом, когда ставка доходности во второй половине прошлого года установилась на уровне 25% годовых, уменьшение объема новых рублевых вкладов продолжилось (рис. 9).

Это было обусловлено девальвацией белорусского рубля. Население не стало снимать оставшиеся вклады в рублях (кто хотел, тот уже давно снял), но перестало пополнять и открывать новые рублевые вклады. Вместо этого высвобождающиеся средства оно стало направлять на пополнение и открытие новых валютных вкладов. В итоге, если в 2013-2014 годах среднемесячный объем новых валютных вкладов населения составлял 750 млн. USD, то в начале 2015 г. – 1 млрд. USD, а в мае 2015 г. – 1,25 млрд. USD (рис. 10).

Особенно хорошо это видно, если посчитать, какой объем рублевых средств население затратило, чтобы увеличить объем новых валютных вкладов. Ведь во второй половине прошлого года приходилось тратить все большее количество рублей на покупку одного и того же объема иностранной валюты. В итоге, вплоть до конца года, даже в условиях сокращения реальных доходов, склонность населения к сбережениям не снижалась, а росла (рис. 11). Модель поведения граждан была следующей: купить как можно больше иностранной валюты и пополнить

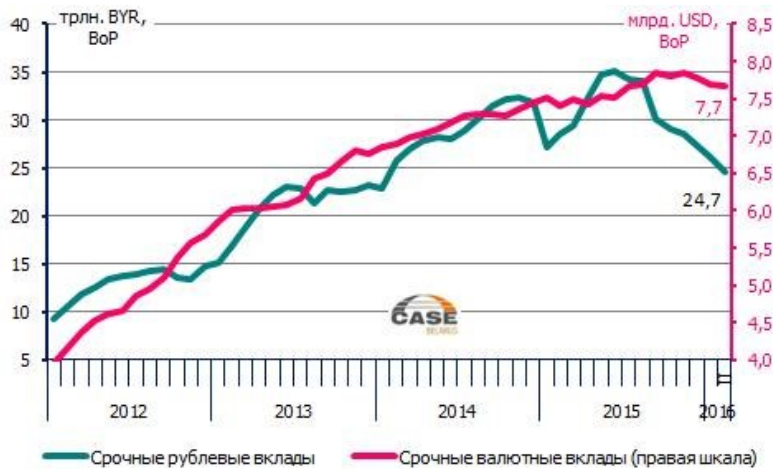


Рис.12 Срочные валютные вклады населения



Источник: CASE Belarus

Рис.13 Срочные рублевые и валютные вклады населения



Источник: CASE Belarus

За последние четыре года такое наблюдается впервые (рис. 12).

Пока отток срочных валютных вкладов относительно небольшой – 174 млн. USD. Причем часть этих средств не покинула банки, а перешла в валютные облигации. За последние два месяца банки на чистой основе продали населению и предприятиям облигаций на 126 млн. USD. В первой половине 2015 г. население и предприятия покупали их примерно в равных долях. Поэтому предположительно за последние два месяца население приобрело их на сумму 65-70 млн. USD. Таким образом, отток валютных вкладов населения из банков составил 100 млн. USD или 1,3% к уровню октября прошлого года.

Пока это не критическая для финансовой устойчивости банков величина. Но, тем не менее, сам по себе факт не совсем приятный. Если раньше снижение рублевых вкладов тут же компенсировалось увеличением валютных вкладов, и, наоборот, то в последнее время эта ниточка расплелась (рис. 13).

В последние годы депозиты населения формировали до 60% ресурсной базы коммерческих банков (в развитых странах – 25%). Население являлось прочной опорой для банков, выступая по отношению к ним в роли чистого кредитора.

доллара пока полной ясности нет. Часть вкладчиков переориентировалась на покупку валютных облигаций, где ставки доходности выше и доход освобождается от налогообложения. Но часть либо не знает об этом относительно новом инструменте, либо не доверяет ему.

С другой стороны, важно обратить внимание и на то, что, в отличие от рублевых, имеет место весьма значительный отток валютных вкладов населения (рис. 10). Возможно, это обусловлено снижением реальных (а в последние месяцы даже номинальных) доходов населения. В итоге, чтобы поддержать текущий уровень потребления, часть населения снимает вклады и направляет их на потребление.

Поэтому, как и с рублевыми вкладами, приток новых валютных вкладов не покрывает оттока по старым валютным вкладам. В результате срочные валютные вклады населения также начали снижаться. Причем это происходит на протяжении трех последних месяцев.

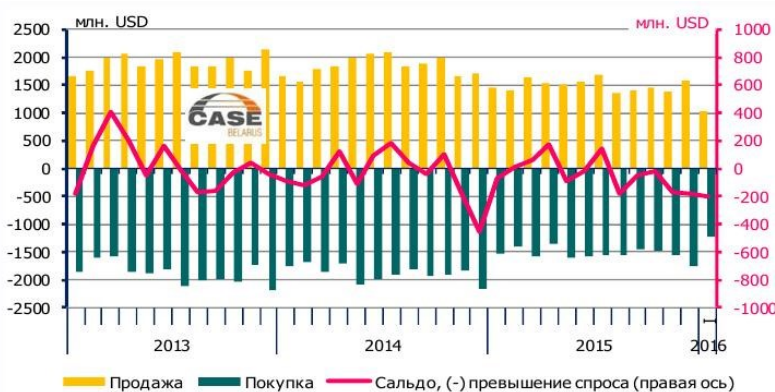
Несмотря на глубокую девальвацию белорусского рубля, спрос на иностранную валюту по-прежнему превышает предложение

Рис.14 Сальдо покупки-продажи иностранной валюты физлицами



Источник: CASE Belarus

Рис.15 Сальдо покупки-продажи иностранной валюты резидентами



Источник: CASE Belarus

Несмотря на существенную девальвацию белорусского рубля в январе текущего года (10% в реальном выражении к доллару, и 9,4% – к евро), сохранился нисходящий тренд на превышение спроса на иностранную валюту над предложением. Причем как со стороны населения (рис. 14), так и со стороны предприятий (рис. 15).

Отрицательное сальдо покупки-продажи иностранной валюты в январе увеличилось по сравнению с декабрем. Такое увеличение наблюдается третий месяц подряд, как по населению, так и по предприятиям. Население в январе выступило чистым покупателем иностранной валюты на сумму 189,4 млн. USD, предприятия-резиденты – на 198,2 млн. USD.

И все же ситуация на валютном рынке в январе существенно отличалась от предыдущих месяцев.

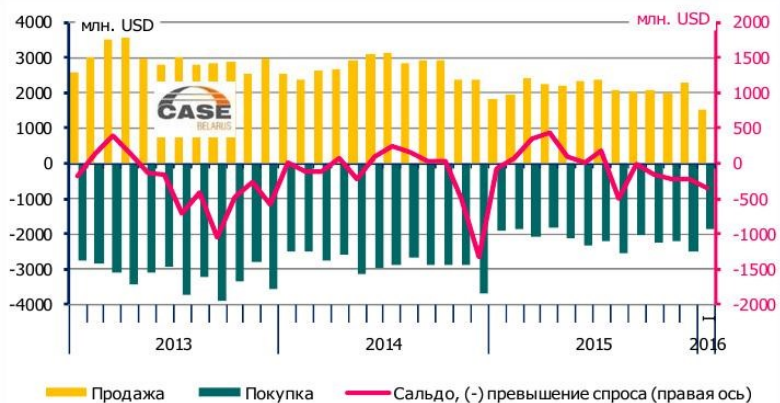
Во-первых, предприятия продали исторический минимум иностранной валюты начиная с 2011 года – всего 1,0 млрд. USD. Для сравнения, в 2015 г. в

среднем они продавали по 1,5 млрд. USD в месяц, а в 2014 г. – по 1,7 млрд. USD. При этом спрос на валюту со стороны предприятий также показал исторический минимум с 2011 года – 1,2 млрд. USD. Возможно, предприятия придерживались продажу валюты на фоне высокой волатильности цен на нефть и высоких девальвационных ожиданий, а Нацбанк мог придерживать спрос на валюту со стороны предприятий.

Во-вторых, население в январе также сократило объем продаж. Здесь январь 2016 года напоминал январь предыдущего года. В условиях быстрого роста курса доллара население сдает иностранную валюту только в случае крайней нужды, чтобы затем не покупать ее по более высокой цене. Так произошло и на этот раз. Тем не менее, спрос населения на иностранную валюту в январе был выше, чем в октябре и ноябре прошлого года (декабрь во внимание не принимаем, поскольку этот месяц несопоставим по уровню зарплаты). Конечно, в январе население купило наличной иностранной валюты на 481 млн. USD, что меньше, чем в среднем в октябре и ноябре (506 млн. USD). Однако если пересчитать объем затраченных средств в белорусских рублях на покупку валюты в январе по среднему курсу доллара в октябре и ноябре, то выяснится, что в январе спрос на валюту был выше на 8% по сравнению с октябрем и ноябрем.

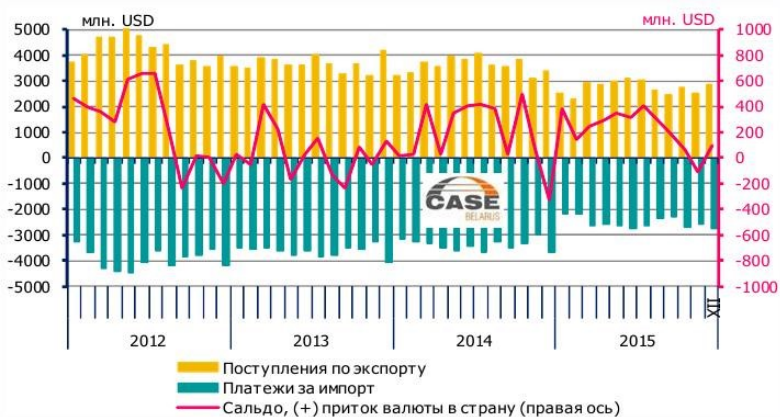
Все это указывает на сохранение у населения высоких инфляционных и девальвационных ожиданий.

**Рис.16** Сальдо покупки-продажи инвалюты на всех сегментах валютного рынка



Источник: CASE Belarus

**Рис.17** Денежные поступления по экспорту и платежи за импорт



Источник: CASE Belarus

Общий дисбаланс (отрицательное сальдо покупки-продажи) на валютном рынке составил в январе 347,2 млн. USD (рис. 16). На фоне сократившихся объемов рынка это достаточно много.

Просматривается нисходящий тренд на снижение сальдо покупки-продажи иностранной валюты (рис. 16). Этот тренд берет начало с апреля прошлого года. Причем последние шесть месяцев сальдо покупки-продажи иностранной валюты устойчиво имеет отрицательную величину.

В этой связи девальвацию белорусского рубля вряд ли можно объяснить только лишь падением девальвацией российского рубля к доллару в результате снижения цен на нефть. По всей видимости, внутренние факторы, которые приводят к несбалансированности внутреннего валютного рынка, также вносят свой вклад в формирование нового уровня равновесного курса белорусского рубля по отношению к иностранным валютам.

Одним из таких факторов может слу-

жить нисходящий тренд сальдо притока иностранной валюты в страну, который наблюдается с августа прошлого года (рис. 17).

Причем за последний квартал прошлого года чистый приток иностранной валюты в страну составил всего 53,8 млн. USD (или 0,4% к квартальному ВВП). Для сравнения, в первые три квартала прошлого года он составлял в среднем за каждый квартал 870 млн. USD (или 6,5% к ВВП).

## Привязка белорусского рубля к российскому рублю становится реальностью

Рис.18 Обменные курсы белорусского и российского рубля к доллару США



Источник: CASE Belarus

В последнее время все заметней стала наблюдаться синхронность в изменениях курсов белорусского и российского рубля по отношению к доллару и евро. Хотя, например, на ту же украинскую гривну, при всех проблемах в экономике Украины, снижение цен на нефть практически не повлияло. Похоже, без всякого принуждения и политического торга Беларусь добровольно согласилась на привязку белорусского рубля к российскому рублю.

Во второй половине 2014 года на фоне девальвации российского рубля к доллару, белорусский рубль сохранял свою относительную стабильность по отношению к доллару, не реагируя на поведение курса российского рубля. Однако с декабря 2015 года ситуация изменилась. Курс белорусского рубля к доллару начал повторять изменения курса российского рубля к доллару (рис. 18).

Таким образом, очевидно, что белорусский рубль фактически начал привязываться к российскому рублю. Произошла ли эта привязка по административной указке Нацбанка или, наоборот, вследствие либерализации режима торгов на бирже (чего нельзя исключать), отражая ожидания белорусских экономических агентов, точно сказать трудно. Но то, что привязка белорусского рубля к российскому рублю - это факт. Соответственно, Беларусь повела себя фактически как нефтедобывающая страна, не являясь таковой, девальвируя свою национальную валюту, как и нефтедобывающие страны (Россия, Венесуэла, Азербайджан, Казахстан, Норвегия)

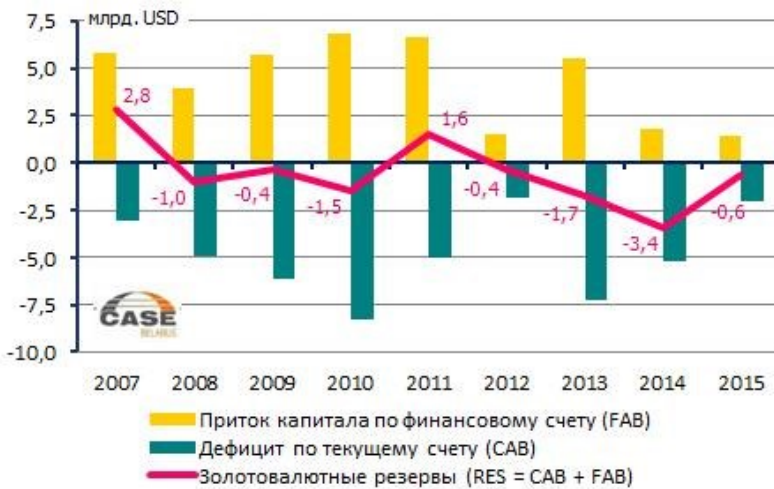
Напомним, что Беларусь за год добывает менее 2 млн. тонн нефти, в то время как Россия только за один день – 10 млн. тонн. В 2015 году потери на экспорте сырой нефти в результате снижения цен на нее составили для Беларуси полмиллиарда долларов, что не так уж много. При этом объяснение случившегося тем, что треть белорусского экспорта составляют нефтепродукты, на проверку также оказывается софизмом. Например, в 2015 году Беларусь потеряла на экспорте нефтепродуктов 3 млрд. USD, но при этом сэкономила 2 млрд. USD на импорте сырой нефти. Таким образом, чистые потери составили 1 млрд. USD, что не так уж критично.

На наш взгляд, привязка белорусского рубля к российскому рублю произошла потому, что пришло понимание, что не удастся быстро перенаправить экспортную продукцию с российского рынка на рынки других стран. Кроме того, значение могло иметь то, что Нацбанк последний год фактически не имел золотовалютных резервов, чтобы проводить интервенции и сглаживать сколь-нибудь долго колебания курса. Поэтому такая привязка могла произойти помимо воли Нацбанка и стать воплощением тех упрощенных и одновременно корыстных представлений экспортеров о том, какие факторы должны определять курс белорусского рубля. В данном случае, девальвация российского рубля могла послужить весомым аргументом белорусских экспортеров в том, что следует девальвировать и белорусский рубль. Поскольку девальвация выгодна многим экспортерам. И в условиях фактического отсутствия резервов, Нацбанк вынужден был пойти на такое тихое соглашательство, не выдержав давления со стороны экспортного лобби.

# Платежный баланс

Приток капитала по финансовому счету оказался недостаточным, чтобы покрыть дефицит по текущему счету

Рис.19 Аналитическое представление платежного баланса



Источник: CASE Belarus

Рис.20 Заранее установленные затраты МРА в течение года



Источник: CASE Belarus

этом в течение следующих 12-ти месяцев Нацбанку и Минфину предстоит погасить внутренние и внешние обязательства в размере 6,3 млрд. USD (рис. 20).

Сюда включаются погашение внутренних и внешних обязательств в иностранной валюте, а также валютные расходы госбюджета. Согласно расчетам правительства, «всего Беларусь должна заплатить по внешнему долгу в 2016 году 2,3 млрд. USD» [1]. К этому стоит добавить погашение валютной составляющей внутреннего долга (валютных облигаций Минфина). Кроме того, Нацбанк должен будет погасить 2,4 млрд. USD валютных облигаций, и еще, согласно данным платежного баланса, 0,5 млрд. USD внешнего долга. Из этого всего и набегает 6,3 млрд. USD.

Таким образом, чтобы удержать золотовалютные резервы хотя бы на прежнем уровне, Нацбанку и Минфину необходимо привлечь в течение года валютных средств на 6,3 млрд. USD. Часть средств будет привлечено за счет валютных доходов бюджета: от экспортных пошлин на нефть (0,20 млрд. USD по оценке CASE Belarus за 2015 год), нефтепродуктов (1,32 млрд. USD), калийных удобрений (0,46 млрд. USD), а также от импортных пошлин на товары (0,56 млрд. USD), включая посылки граждан из-за границы. Если внешнеторговые условия в текущем году существенно не изменятся по сравнению с прошлым годом, то валютные доходы бюджета составят 2,5 млрд. USD. В таком случае финансовый разрыв составляет 3,8 млрд.

Дефицит текущего счета платежного баланса Беларуси за 2015 год составил по предварительным данным 2,1 млрд. USD (или 3,7% к ВВП).

Приток капитала по финансовому счету оказался недостаточным, чтобы покрыть такой дефицит. Поэтому сложился не только дефицит по счету текущих операций, но и дефицит по всему платежному балансу. Как следствие, Нацбанку пришлось потратить валютные резервы на сумму 0,6 млрд. USD (рис. 19).

Такая ситуация повторяется из года в год. За последние четыре года Нацбанк потратил на финансирование дефицита платежного баланса 6,4 млрд. USD.

В условиях сохраняющегося внешнего дисбаланса Нацбанку приходится постоянно изыскивать средства на пополнение золотовалютных резервов, чтобы поддерживать их на адекватном уровне. Это приводит к увеличению заранее установленных затрат международных резервных активов (МРА). На начало февраля золотовалютные резервы составляли 4,0 млрд. USD. При

USD. Это согласуется со словами замминистра финансов М. Ермоловича, который в апреле прошлого года заявлял, что «общие разрывы в ближайшие 2-3 года (...) будут составлять в районе 3 млрд USD" [2].

На какие источники можно рассчитывать? Кредит ЕФСР ЕАБР на сумму 2 млрд. USD, который планируют выдавать четырьмя траншами. Первый транш ожидается в 2016 году в размере 1,1 млрд. USD. Он позволит рефинансировать долг перед Россией. Далее, запрошенный у МВФ кредит на 3 млрд. USD, который планируют выдавать тремя траншами по одному миллиарду. При благоприятном развитии событий первый транш в размере 1 млрд. USD может поступить в 2016 году. Далее, возможный выпуск евробондов в размере 1 млрд. USD. Далее, практика привлечения внешнего финансирования через уполномоченные коммерческие банки. Из предыдущих периодов (2010, 2013) известно, что банки способны за год привлекать до 4 млрд. USD. Поэтому остающиеся 1-2 млрд. USD разрыва им закрыть вполне по силам (только за январь текущего года они привлекли 0,3 млрд. USD). Еще в запасе банки КНР, а также правительство и банки России. Кстати, в прошлом году это был практически единственный источник внешних государственных займов, который обеспечил 2,1 млрд. USD.

Наконец, в запасе еще доходы от приватизации. Как следует из указа № 78 от 23 февраля текущего года «О мерах по повышению эффективности», такой сценарий также предусматривается властями, видимо, на крайний случай.

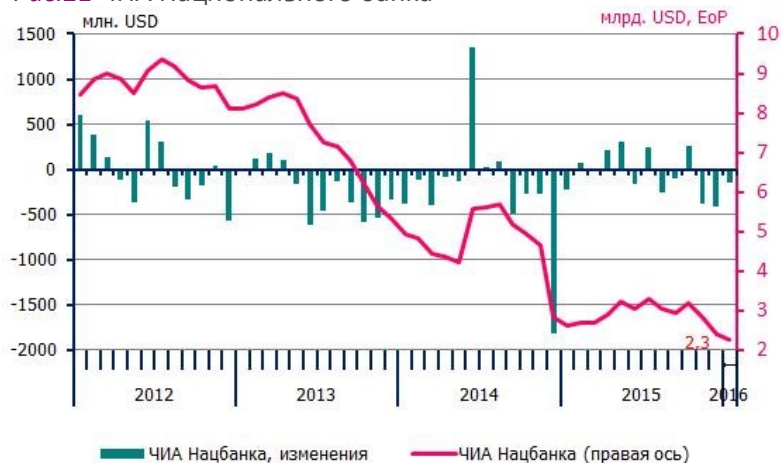
На наш взгляд, в этом году Беларуси все же удастся изыскать необходимые источники для финансирования образовавшегося разрыва. Погашение и обслуживание долга будет идти сложно, но оно будет идти. Дефолта по внешнему и внутреннему долгу удастся избежать. На это указывают и прогнозы по рейтингам международных кредитных агентств S&P и Fitch, которые для Беларуси остаются стабильными. Прогноз агентства Moody's по Беларуси хоть и остается негативным, но находится на уровне оценки Саа1 уже достаточно давно. Это на уровне Аргентины, но все же еще в двух шагах от оценки Саа3, которая выставлена Греции, Венесуэле, Пуэрто-Рико и Украине. Еще одним индикатором кредитоспособности страны можно считать годовую доходность евробондов страны. Сейчас по семилетним белорусским евробондам доходность находится в районе 7%, хотя еще в начале 2015 года она составляла 15%. Это означает, что у владельцев белорусских евробондов не вызывает сомнений способность правительства в 2018 году погасить данные обязательства.

К слову, в прошлом 2015 году перед властями уже стояла схожая задача. Заранее выявленные траты валютных резервов в первой половине прошлого года находились на том же уровне, что и сейчас (рис. 20). По итогам 2015 года были погашены внутренние и внешние обязательства в размере 6 млрд. USD (в этом году предстоит погасить 6,3 млрд. USD). Правда, в прошлом году в полном объеме привлечь финансирование не удалось, что привело в итоге к сокращению валютных резервов на 883,3 млн. USD. Хотя руководство Нацбанка прогнозировало в ОНДКП, что сокращение резервов не произойдет. В текущем году снижение резервов в таком объеме способно привести к потере финансовой стабильности. Поэтому нужно либо активизировать работу по привлечению средств на рефинансирование долговых обязательств, либо еще больше затянуть пояса, сократив потребительское и инвестиционное потребление, чтобы добиться уменьшения дефицита текущего баланса. К сожалению, экономика не генерирует пока продукт в том объеме, чтобы поддерживать потребление на текущем уровне. Дефицит текущего счета платежного баланса означает, что страна потребляет больше, чем производит. Это происходит либо за счет того, что остальной мир финансирует это сверхпотребление, что отражается в виде притока капитала по финансовому счету, либо за счет расходования ранее накопленных валютных резервов. В случае с Беларусью, это происходит за счет и того, и другого. В 2015 году сверхпотребление составило 2,1 млрд. USD (или 3,7% к ВВП), из которых 1,5 млрд. USD было профинансировано остальным миром, а 0,6 млрд. USD за счет сокращения ранее накопленных резервов. Это означает, что дефицит по счету текущих операций в новых сложившихся условиях крайне слабого притока иностранного капитала в страну и одновременного истощения золотовалютных резервов по-прежнему чрезмерно велик и требует дальнейшего уменьшения.

# Баланс финансовых потоков

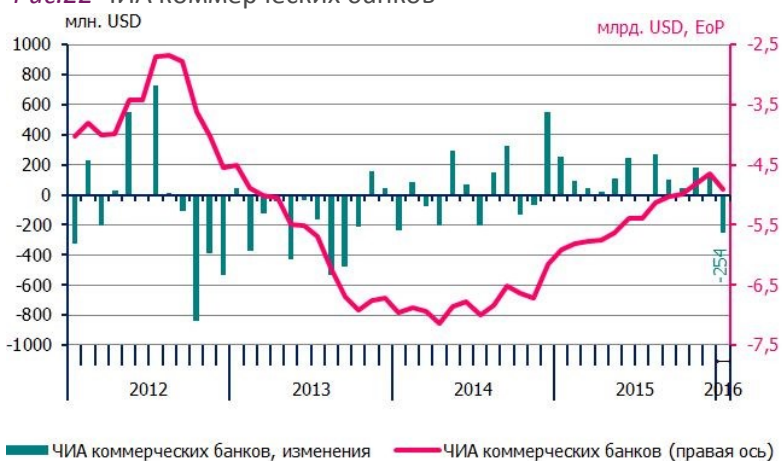
Межсекторальный финансовый дисбаланс в экономике Беларуси составляет 15% к ВВП. Сверхпотребление осуществляют предприятия, Нацбанк и правительство. Ресурсы им поставляют население, банки и остальной мир

Рис.21 ЧИА Национального банка



Источник: CASE Belarus

Рис.22 ЧИА коммерческих банков



Источник: CASE Belarus

Рис.23 ЧИА банковской системы



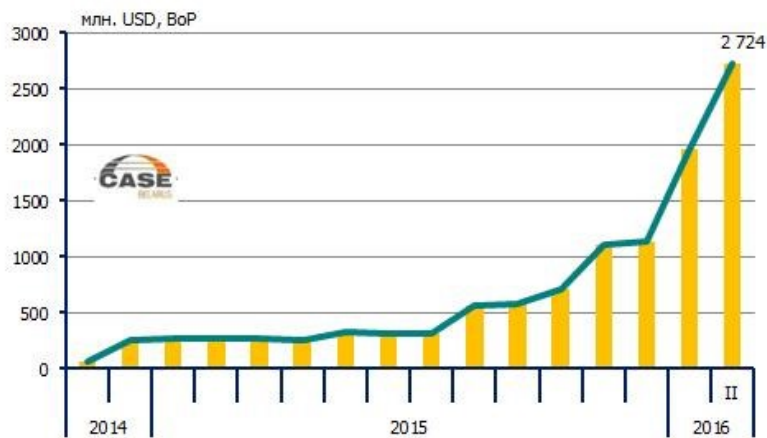
Источник: CASE Belarus

Это даже выше, чем в 2012-2014 годах, когда он составлял 12,5%. Сверхпотребление по-прежнему осуществляют госпредприятия и Нацбанк. А вот донор поменялся: остальной мир сменили банки и население. Рост внешнего долга сменился ростом внутреннего долга. Основная причина сверхпотребления предприятий – низкая капиталоотдача, а Нацбанка – необходимость погашать госдолг.

Чистые иностранные активы (ЧИА) Национального банка упали до 2,3 млрд. USD (рис. 21), сократившись за последние 3 месяца на 879,1 млн. USD. (0,9 млрд. USD). Такого низкого уровня ЧИА Нацбанк не имел даже в кризисном 2011 году. В мае 2011 г., когда Нацбанк отказался поддерживать текущую конвертируемость белорусского рубля, минимальный уровень составил 2,6 млрд. USD. Задержка с поступлением кредитов от МВФ и ЕФСР ЕАБР и необходимость погашать значительные объемы госдолга заставляют Нацбанк обращаться за помощью к коммерческим банкам. В итоге банки одалживают валюту за границей и передают ее Нацбанку. В 2010 году эта передача оформлялась в виде сделок СВОП, а сейчас в виде покупки банками облигаций Нацбанка. Позабыв про нормативы финансовой стабильности, Нацбанк рекомендовал банкам при установлении зарплаты своим топ-менеджерам учитывать объемы привлеченного ими иностранного капитала. В итоге был сломлен полуторагодовой тренд оттока иностранного капитала из банков. В январе был снова зафиксирован приток

иностранного капитала в банковскую систему через коммерческие банки, который составил 351 млн. USD (рис. 22). Учитывая, что Нацбанк порядка 100 млн. USD привлек самостоятельно, то общий приток финансовых ресурсов от нерезидентов в банковскую систему Беларуси составил в январе 450 млн. USD. (рис. 23).

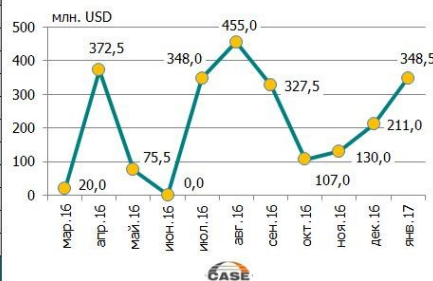
Рис.24 Валютные облигации Нацбанка в портфеле банков



Источник: CASE Belarus

Рис.25 Объем предстоящих Нацбанку выплат по погашению валютных облигаций

месяц	млн. USD
янв.16	210,7
фев.16	188,4
мар.16	20,0
апр.16	372,5
май.16	75,5
июн.16	0,0
июл.16	348,0
авг.16	455,0
сен.16	327,5
окт.16	107,0
ноя.16	130,0
дек.16	211,0
янв.17	348,5
<b>итого за 11 месяцев</b>	<b>2395,0</b>



Источник: CASE Belarus

В декабре банки приобрели валютных облигаций Нацбанка на 875 млн. USD (по средневзвешенной ставке доходности 7,7% годовых), а в январе – на 832 млн. USD (7,9% годовых). То есть за два месяца 1,7 млрд. USD. За последние семь месяцев – на сумму 2,4 млрд. USD. Если на начало июля 2015 г. в портфеле банков размещалось валютных облигаций Нацбанка в рублевом выражении на сумму 4,9 трлн. BYR, то на 1 февраля текущего года – уже на 53,2 трлн. BYR (или на 41,8 трлн. BYR в пересчете по обменному курсу на начало июля 2015 г.). Таким образом, в портфеле банков на 1 февраля накопилось валютных облигаций Нацбанка на сумму 2,7 млрд. USD (рис. 24).

Интересно, что валютные облигации Нацбанка не включаются ни в денежную базу, ни в широкую денежную массу. Отвлечение значительных объемов финансовых ресурсов из коммерческих банков и направление их на погашение внешнего госдолга (часть, правда, направляется на

погашение валютной составляющей внутреннего госдолга), возможно, также является фактором, объясняющим необычно низкую инфляцию в Беларуси на фоне произошедшей глубокой девальвации белорусского рубля. Нацбанк попросту отвлекает значительную часть финансовых ресурсов, не давая возможности банкам увеличивать объем требований к предприятиям и физическим лицам. Это также сказывается на замедлении инвестиционного процесса и является одной из внутренних причин нынешней рецессии.

Часть привлеченных средств, по всей видимости, идет на погашение предыдущих выпусков валютных облигаций. В январе Нацбанк погасил валютные облигации на 210,7 млн. USD, а в феврале – на 188,4 млн. USD. То есть 0,4 млрд. USD за два последних месяца.

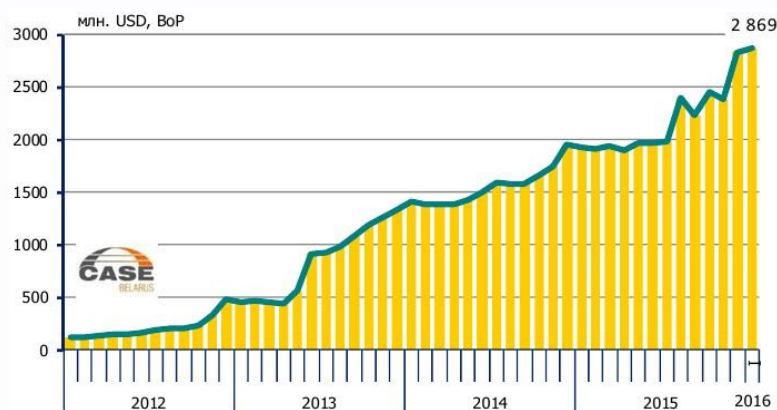
Вообще Нацбанк выпускает валютные облигации, как правило, сроком на один год. В ближайшие 11 месяцев ему предстоит погасить 2,4 млрд. USD. Это наводит на мысль, что данная мера временная. Нацбанку где-то нужно было в срочном порядке занять необходимую сумму средств для погашения госдолга. Видимо, подобная практика закончится при поступлении кредитов от МВФ, ЕФСР ЕАБР или после привлечения средств от выпуска еврообондов.

А если средства привлечь не удастся? Где Нацбанк возьмет 2,4 млрд. USD? А ведь еще предстоит погашать и внешний госдолг? Единственное, где их может взять Нацбанк самостоятельно (если не брать во внимание, например, население или банки), то это купить на бирже, если предложение валюты будет превышать спрос на нее. Но это может случиться только при курсе доллара выше равновесного.

График погашения валютных облигаций имеет ряд пиковых значений (рис. 25). После передышки в марте, в апреле Нацбанку уже предстоит погасить предыдущие выпуски валютных облигаций на сумму 372,5 млн. USD.

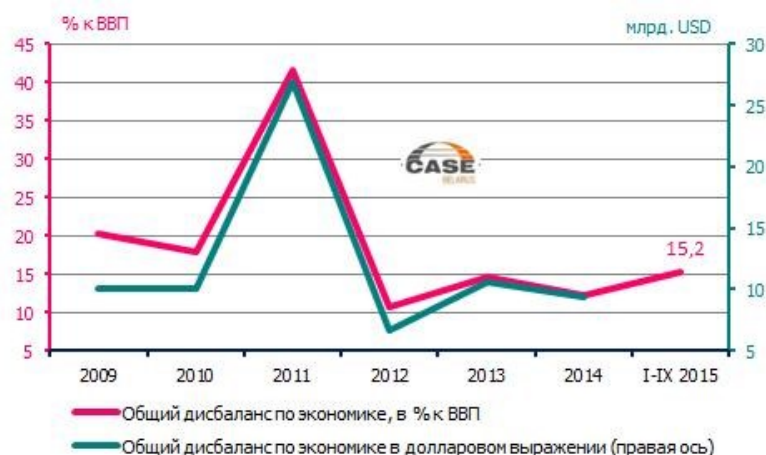


Рис.26 Валютные облигации Минфина в портфеле банков



Источник: CASE Belarus

Рис.27 Дисбаланс в экономике Беларуси



Источник: CASE Belarus

15,2% в сопоставлении к ВВП. Это больше, чем в 2012-2014 годах, когда он составлял в среднем 12,5%, но меньше, чем в 2009-2010 гг., когда он составлял в среднем 19% к ВВП.

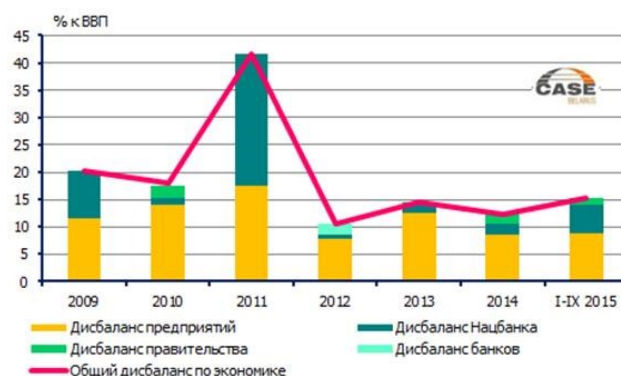
Причем вклад Нацбанка в общий дисбаланс в январе-сентябре 2015 г. составил 35%, вклад предприятий – 58%, вклад правительства – 7% (рис. 28).

В 2012-2015 г. предприятия потребляли финансовых ресурсов в среднем на 9,4% к ВВП больше, чем создавали. Это обусловлено низкой капиталоотдачей в реальном секторе экономике. Вкладываемые в убыточные госпредприятия кредитные средства не обеспечивают генерирования в нужном объеме прибыли для возврата долгов, что приводит к необходимости привлекать все новые заемные средства.

Рис.28 Кто создает дисбалансы в экономике (потребляет ресурсов больше, чем создает)

Вклад в общий дисбаланс отдельных агентов, % к итогу

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	I-IX 2015
Остальной мир							
Нацбанк	43	8	58	7	10	16	35
Правительство		13			3	15	7
Банки				19			
Предприятия	57	78	42	74	86	69	58
Население		1					
Итого	100	100	100	100	100	100	100



Источник: CASE Belarus

Минфин также помогает пополнять валютные резервы Нацбанку. При наличии профицита бюджета Минфин, тем не менее, за последние семь месяцев выпустил валютных облигаций на сумму 881,3 млн. USD, нарастив тем самым внутренний госдолг. Почти все облигации Минфина были выкуплены банками. На начало февраля в портфеле банков их было 2,8 млрд. USD (рис. 26).

Чистая задолженность Нацбанка и Минфина перед банками на начало года составляла 4,8 млрд. USD. Для сравнения задолженность предприятий перед банками в иностранной валюте составляла 12,5 млрд. USD.

Таким образом, Нацбанк – это экономический агент в Беларуси, который наравне с предприятиями конкурирует за ресурсы банков.

Более того, именно Нацбанк, помимо предприятий, постоянно вносит вклад в общий дисбаланс в экономике. На рис. 27. видно, что общий дисбаланс в экономике Беларуси за январь-сентябрь 2015 года составил

Вторым агентом, постоянно привносящим дисбаланс в экономику Беларуси, является Нацбанк. Вследствие хронического дефицита по текущему счету платежного баланса, расходы страны превышают ее доходы. В этих условиях Нацбанк не может накопить золотовалютные резервы за счет собственных средств, скупая излишки иностранной валюты на внутреннем рынке за предварительно сэмитированные белорусские рубли. Поэтому он вынужден занимать средства для пополнения резервов. В итоге валютные резервы Нацбанка представляют собой не что иное, как госдолг, который по мере наступления сроков возврата приходится погашать с процентами.

При этом за счет этих одолженных резервов еще периодически нужно проводить валютные интервенции, чтобы сглаживать колебания обменного курса хотя бы в краткосрочном периоде, а также закрывать бреши в платежном балансе в те периоды чрезмерной разбалансированности экономики, когда притока иностранного капитала не хватает для покрытия дефицита по текущему счету. Такая разбалансированность в 2013-2015 гг. возникала каждый второй квартал. Поэтому нет ничего удивительного в том, что Нацбанку постоянно не хватает финансовых ресурсов. В январе-сентябре 2015 года Нацбанк потратил финансовых ресурсов больше, чем создал, в объеме – 5,4% к всему созданному за этот период в стране ВВП.

В предыдущие годы, особенно в 2009-2010 и 2013-2014, львиную долю общего дисбаланса (сверхпотребления предприятий и Нацбанка) в экономике Беларуси финансировал остальной мир. Однако, в 2015 году так и не были получены кредиты от МВФ и ЕФСР ЕАБР, а также сорвались планы по привлечению внешнего финансирования от выпуска евробондов. В этих условиях Нацбанк вынужден был обратиться за помощью к банкам и к правительству.

Если в 2013-2014 гг. Нацбанк имел дисбаланс, но покрывал его за счет средств остального мира, то в январе-сентябре 2015 г. он имел еще больший дисбаланс, но покрывал его за счет средств внутренних агентов – банков и правительства. При этом банки в январе-сентябре 2015 г. также не смогли привлечь ресурсы от остального мира. Чистым кредитором банков выступило только население.

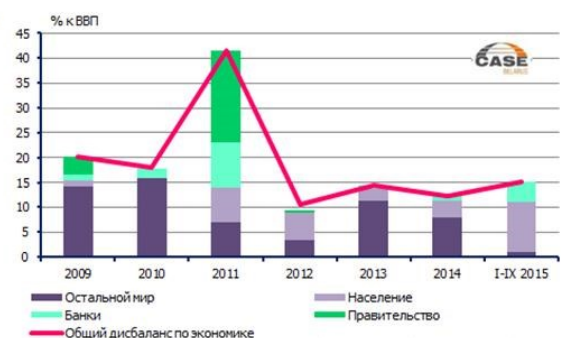
В итоге банки профинансировали 28% общего дисбаланса в экономике. Еще 66% профинансировало население (рис. 29). В 2015 году срочные валютные вклады выросли на 170 млн. USD. (плюс номинальный курс доллара вырос на 48%). Вместе с валютными облигациями банков население хранит в банках 8,6 млрд. USD.

Рис.28 Кто финансирует дисбалансы в экономике (создает ресурсов больше, чем потребляет)

Вклад в финансирование общего дисбаланса отдельных агентов, % к итогу

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	I-IX 2015
Остальной мир	71	89	17	33	79	64	6
Нацбанк							
Правительство	18		44	6			
Банки	6	11	22	10	6	8	28
Предприятия							
Население	6		17	51	16	28	66
Итого	100	100	100	100	100	100	100

Источник: CASE Belarus



В условиях ожидаемого сокращения прироста валютных депозитов населения в результате снижения уровня доходов населения в долларовом выражении из-за девальвации рубля, Нацбанку ничего не остается, как просить банки привлекать от нерезидентов новые кредиты. Также на повестке дня остается работа по выполнению условий внешних кредиторов для получения кредитов от МВФ и ЕФСР ЕАБР. Если же эти источники окажутся недоступными, а внешний госдолг и валютную часть внутреннего госдолга придется погашать в любом случае, то, видимо, останется единственный выход – еще более глубокая девальвация национальной валюты. В этом случае произойдет снижение спроса на иностранную валюту, и Нацбанк

получит возможность приобрести ее излишки на валютном рынке, собрав необходимые резервы для погашения и обслуживания госдолга. Подобным образом в 2012 году Нацбанк смог купить на чистой основе на валютном рынке для пополнения резервов более 2 млрд. USD в результате падения курса белорусского рубля в 2011 году. Остается надеяться, что это самый пессимистичный сценарий, который не станет реальностью.

## **АВТОРЫ:**

АКУЛИЧ Владимир  
ВАЛЕТКО Владимир  
ЕФИМЕНКО Юлия  
АЛЕХНОВИЧ Алесь  
ЗЕНЬКОВА Алина  
СМОЛЕНСКАЯ Виктория  
РОМАНЮК Владислав  
БЫКОВСКАЯ Яна  
ЕФРЕМЕНКО Елизавета (автор картины на обложке)

Экономические тенденции в Беларуси / CASE Belarus — Центр социально-экономических исследований Беларусь. Варшава. Выпуск 1. Март 2016. 20 с.

Выпуск можно скачать на сайте CASE Belarus: <http://case-belarus.eu>

Информация, представленная в Выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах CASE Belarus. При использовании материалов, представленных в Обзоре, необходимо указывать ссылку на CASE Belarus. Предложения и замечания высылайте на адрес: [review@case-belarus.eu](mailto:review@case-belarus.eu)

© CASE Belarus, 2016